

ENSAYOS DE

MACROECONOMÍA

VENEZOLANA

OSWALDO RODRÍGUEZ L. (ED.)

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA
CARACAS 2001

© BANCO CENTRAL DE VENEZUELA, 2001

Producción Editorial

Gerencia de Comunicaciones Institucionales
Departamento de Publicaciones

Comité de Publicaciones

Manuel Lago Rodríguez (Presidente)
Mary Batista Lorenzo
Rafael J. Crazut
Carlos Hernández Delfino
Armando León Rojas
Angelo Lucenti
Domingo F. Maza Zavala
Luisa F. Coronil D. (Secretaria Técnica)

Concepción gráfica de carátula:	Luis Giraldo
Diagramación de carátula	Julio César Rodríguez
Diagramación y montaje:	Tomás Sorondo

Hecho el Depósito de Ley

Depósito Legal: 1f3 522001900715

ISBN: 980-6479-20-3

Las ideas y opiniones contenidas en la presente publicación son de la exclusiva responsabilidad de sus autores. Se prohíbe la reproducción total o parcial sin autorización previa del BCV.

Reconocimiento a la Escuela de Economía y a la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales (FACES) de la Universidad Central de Venezuela

La mayoría de los autores de estos ensayos ha mantenido o mantiene, estrechos vínculos académicos con la Escuela de Economía de la Universidad Central de Venezuela.

Uno de los trabajos que integra esta edición se inscribió dentro del convenio BCV-UCV. Los otros dos son el resultado de investigaciones realizadas en esa Casa de Estudios. Por estas razones, los autores se complacen en manifestar su reconocimiento a la Universidad Central de Venezuela.

ÍNDICE

Prólogo / OSWALDO RODRÍGUEZ LARRALDE	13
--	----

RENTAS PETROLERAS, TIPO DE CAMBIO Y DESARROLLO EN VENEZUELA

HUMBERTO GARCÍA LARRALDE

I. <i>Introducción</i>	21
I.1 Lo urgente suele desplazar lo importante	21
I.2 El anclaje del tipo de cambio	23
I.3 Desalineación cambiaria e inestabilidad económica	24
I.4 Los desafíos de la renta petrolera	28
I.5 Las alternativas a examinar	30
I.6 Plan de trabajo	32
II. <i>Aspectos teóricos</i>	34
II.1 El concepto de renta	34
II.2 La tasa de cambio real	37
II.3 Tipo de cambio real y absorción doméstica	42
II.4 Diferencia entre sobrevaluación y apreciación de la tasa de cambio real de equilibrio	46
II.5 La paradoja cambiaria de la renta petrolera	50
II.6 Rezagos cambiarios y expectativas	55
II.7 Competitividad y desarrollo tecnológico	60
III. <i>El caso de Venezuela</i>	69
III.1 Una breve reseña histórica	69
III.2 Los <i>shocks</i> externos y la tasa de cambio real	70
III.3 La apertura comercial	76

III.4	La crisis de 1993-1995 y los costos del cambio fijo.	80
III.5	Insuficiencias del ajuste ortodoxo.	81
IV.	<i>Estimaciones y proyecciones sobre el tipo de cambio real y la productividad.</i>	84
IV.1	¿Está sobrevaluado el bolívar?.	84
IV.2	¿Superávit en cuenta corriente con sobrevaluación?.	89
IV.3	La subabsorción externa de la economía venezolana.	93
IV.4	El reto de incrementar la productividad.	100
IV.5	¿Por qué no es viable revaluar la tasa de cambio?.	105
V.	<i>Conclusiones y recomendaciones.</i>	109
V.1	La “enfermedad venezolana”.	109
V.2	Lineamientos cambiarios para el desarrollo competitivo.	112
V.3	La necesidad ineludible de reformar el Estado.	114
V.4	El ajuste fiscal como base de un cambio real estable.	118
V.5	Política petrolera y desarrollo productivo.	122
Anexo 1.	125
Anexo 2.	129
<i>Bibliografía.</i>	144

DETERMINANTES Y ASIGNACIÓN DEL AHORRO EN VENEZUELA

OSWALDO RODRÍGUEZ L., MARÍA FERNANDA HERNÁNDEZ,
JOSÉ IGNACIO SILVA

I.	<i>Introducción</i>	153
II.	<i>Algunos aspectos contables y de medición del ahorro</i>	157
III.	<i>Los hechos estilizados del ahorro</i>	163
IV.	<i>El ahorro en América Latina</i>	171
V.	<i>Caracterización del ahorro en Venezuela (1950-95)</i>	175
VI.	<i>El ahorro, la inversión y el crecimiento económico en Venezuela (1974-95)</i>	189
VII.	<i>El ahorro y la intermediación financiera</i>	200
VIII.	<i>Determinantes del ahorro nacional (series temporales)</i>	222
IX.	<i>Determinantes del ahorro familiar (corte transversal)</i>	234
	<i>Conclusiones</i>	252
	<i>Anexo I: El ahorro familiar en Venezuela</i>	255
	<i>Anexo II: La encuesta de presupuestos familiares (EPF)</i>	261
	<i>Anexo estadístico</i>	263
	<i>Bibliografía</i>	279

LA EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA, LA SALUD DE LOS BANCOS Y LAS CRISIS FINANCIERAS: EL CASO VENEZUELA, 1960-1995

LEONARDO VERA, RAÚL GONZÁLEZ

I.	<i>Introducción</i>	285
II.	<i>Algunos aspectos analíticos sobre las quiebras bancarias y las crisis financieras</i>	289
II.1	Aspectos microeconómicos en el desempeño de los bancos	289
II.2	Enfoques macroeconómicos para explicar las crisis financieras	291
II.3	Dinámica de la fragilidad financiera en un modelo minskyano	295
II.4	Las crisis por liquidación de pasivos	300
II.5	Las crisis por desvalorización de activos	301
III.	<i>El desempeño del sistema financiero en Venezuela y la evolución de la economía: 1958-1994</i>	303
III.1	La crisis financiera de los años sesenta	307
III.2	El auge en condiciones de estabilidad	314
III.3	Turbulencias y vientos de cambio: Los episodios de quiebras	327
III.4	Las reformas económicas y la liberalización financiera	338
III.5	El desarrollo de la crisis financiera: 1994-1995	348

IV.	<i>El ciclo económico y los episodios de tensión financiera en Venezuela: ¿Podemos acaso decir algo?</i>	353
IV.1	Modelación del ciclo e implicaciones econométricas	355
IV.2	Ciclos y quiebras bancarias.	371
V.	<i>¿Qué explica la crisis financiera del año 1994?</i>	375
V.1	El entorno macroeconómico	376
V.2	El arreglo institucional.	381
V.3	La orientación de política económica.	385
VI.	<i>Conclusiones</i>	392
	<i>Bibliografía</i>	395

LA EVOLUCIÓN
MACROECONÓMICA
LA SALUD DE LOS BANCOS
Y LAS CRISIS FINANCIERAS:
EL CASO VENEZUELA
1960-1995*

** LEONARDO VERA
RAÚL GONZÁLEZ

* Este trabajo es una versión modificada y ampliada de un trabajo anterior titulado *Quiebras bancarias y crisis financieras en Venezuela*, publicado por el BCV en su Colección Premio Ernesto Peltzer.

** **Leonardo Vera** es Ph.D. de la University of East London, Inglaterra; Profesor de Teoría Económica Avanzada en la UCV y Economista Senior de la Unidad de Investigación Económica del Banco Mercantil.

Raúl González es M. Sc. de la University of Western Ontario, Canadá; Candidato a Ph.D., Universitat Pompeu Fabre, Barcelona, España.

I. INTRODUCCIÓN

A lo largo de la era democrática en Venezuela, el desempeño del sector financiero ha pasado por diferentes etapas que van desde la tranquila expansión entre los años sesenta y finales de los años setenta, hasta períodos de gran inestabilidad como los registrados en los años ochenta. Estos eventos han estado acotados por dos grandes crisis; una después de la caída de la dictadura (entre 1960 y 1965), y otra en 1994-1995, en medio de un ambiente de enorme inestabilidad política y económica. Durante la crisis de los años sesenta, por ejemplo, dos instituciones terminaron siendo intervenidas, tres requirieron ser auxiliadas y otras dieciséis recibieron algún tipo de auxilio indirecto. En el período que va entre las dos crisis financieras (desde 1965 hasta 1994), episodios de quiebras puntuales, obligaron eventualmente a la intervención de ciertas instituciones bancarias, algunas de significativo alcance. La reciente crisis financiera experimentada en los años 1994 y 1995, terminó registrando la quiebra de 17 instituciones, cuyos activos representaban el 48,4 por ciento del sistema y cerca de un 50 por ciento de los depósitos. De tal manera que a lo largo de estos últimos 40 años, un historial si se quiere interesante sobre el desempeño del sistema financiero y de los bancos en particular se ha ido acumulando como para ser evaluado. El reciente episodio de crisis financiera 1994-1995, mostró en una forma descarnada las consecuencias ingratas que una debacle del sistema financiero puede tener en el valor de la riqueza del público, en los estados financieros de las unidades reales, en las cuentas fiscales y en el desempeño macroeconómico.

En este trabajo desarrollamos una amplia exposición de estos episodios de crisis y quiebras bancarias ocurridos en Venezuela, a partir de la primera mitad de los años sesenta, con el ánimo de destacar ciertas regularidades, así como de establecer ciertas asociaciones importantes entre el desempeño de los bancos y la evolución del entorno macroeconómico. Aunque a menudo las causales del colapso de un banco, y del sistema en general, deben atribuirse al mal manejo administrativo y a la falta de control y supervisión externa, la presencia de un entorno macroeconómico adverso constituye una fuente de di-

ficultades para la banca, muy especialmente, para aquellos bancos expuestos a manejos riesgosos o fraudulentos. Esta asociación ha sido puesta una vez más en perspectiva por Hausmann y Gavin (1996), quienes en un análisis muy reciente de ciertos episodios de crisis, afirman: "las perturbaciones macroeconómicas de prácticamente cualquier tipo pueden afectar negativamente los balances de los bancos; de ser lo suficientemente fuertes, amenazan la solvencia de gran parte del sistema financiero" (p. 54). Es preciso notar que una nutrida pero poco frecuentada literatura surgida en las primeras décadas de este siglo había en ese entonces establecido un interesante análisis sobre el comportamiento del sistema bancario en el curso del ciclo de negocios¹. Sin embargo, a nuestro entender, los canales a partir de los cuales el desempeño macroeconómico afecta la salud del sistema financiero no han sido suficientemente explorados y en este sentido un análisis de lo acontecido en el caso venezolano puede arrojar buenas y nuevas luces. Por lo demás, remitiéndonos a las particularidades de la economía venezolana, es preciso demostrar, que las quiebras puntuales que ha experimentado la banca a lo largo del período en estudio, están muy asociadas con la presencia de choques macroeconómicos externos y en consecuencia al ritmo cíclico de la economía, y que a diferencia de los episodios de quiebra precedentes, la crisis financiera del año 1994-1995, demuestra ser el resultado de un arreglo complejo de factores, muchos de los cuales estaban fuera del control de la banca. Aunque en forma aislada estos factores no son suficientes para desencadenar un colapso generalizado, cuando se presentan en forma conjunta conducen fatalmente a la debacle del sistema.

El trabajo comienza presentando una caracterización de los marcos analíticos usados para discernir el proceso que lleva a una debacle financiera. Las opciones aunque pueden ser muy amplias y lucir como mutuamente excluyentes a primera vista, terminan siendo muy complementarias al ser analizadas en detalle. En general, los estudios de las crisis bancarias suelen distinguir las causas microeconómicas de la incidencia de los eventos macroeconómicos, como también de las crisis por liquidación de pasivos (reclamos de recursos líquidos de los depositantes generados por desconfianza), de las crisis de desvalorización de activos (pérdida del valor real de la cartera de los bancos).

1 Entre otros destacan los trabajos de Aftalion (1913), Robertson (1926) y Hayek (1933).

En la parte III del trabajo abordamos la evolución reciente del sistema financiero en Venezuela, comenzando por un análisis de la crisis financiera de los años sesenta. En lo posible aquí sólo hacemos énfasis en los síntomas y en la manera en que se desarrollaron estos eventos; sin embargo, en lo que toca a la crisis financiera de los años sesenta la precedencia de la crisis de balanza de pagos, la incertidumbre alrededor del desempeño de la economía, y la sensible caída en los saldos reales, dan buena cuenta de la manera en que se fraguó. Seguidamente, identificamos a partir de la primera mitad de los años sesenta, tres fases importantes en el desarrollo de la banca, todas a propósito, profundamente marcadas por la evolución macroeconómica del país. Así veremos como después de superada la crisis de los sesenta, una fase de notable dinamismo y crecimiento de la actividad financiera, acompañó al relativamente exitoso desempeño macroeconómico hasta finales de los años setenta. En una segunda fase, los marcados síntomas de agotamiento del modelo petrolero y los recurrentes desarreglos macroeconómicos que vinieron subsiguientemente, fueron sorprendentemente sobrellevados por la banca, fundamentalmente por la gran capacidad de adaptación que ésta venía desarrollando desde finales de la década de los setenta. No obstante, esto no evitó la quiebra de algunas importantes instituciones. En lo que toca a estas quiebras bancarias, aunque el levantamiento de los hechos no deja dudas sobre la incidencia que tuvo la mala administración en la caída de los bancos intervenidos, también resultan llamativas las circunstancias macroeconómicas que existían al momento de estallar estos episodios. Una tercera fase comienza a desarrollarse vertiginosamente con el profundo cambio de orientación que dio la política económica a partir de 1989. Es así como el sector financiero comenzó a operar en un ambiente de liberalización y de singular volatilidad económica y política, que marcó cambios importantes en ciertas tendencias que traía la banca. Finalmente, los eventos y la forma en que se fraguó la crisis financiera de los noventa, es expuesta en amplio detalle, dejando a un lado el análisis de las causas de esta crisis para la última parte del trabajo.

La marcada regularidad entre el desempeño macroeconómico y los colapsos bancarios, constituye la preocupación del análisis de la cuarta parte del trabajo. La metodología que empleamos para observar con mayor precisión esta regularidad es estimando empírica-

mente los movimientos cíclicos de la economía a lo largo del período que va desde el tercer trimestre del año 1960 hasta el cuarto trimestre del año 1994, aplicando ciertos métodos modernos de descomposición de series económicas, para luego comparar esta medición "pura" del ciclo con las bancarrotas bancarias y ciertos indicadores financieros. Una breve discusión sobre el tema de la medición del ciclo y sus implicaciones econométricas, introduce la metodología que en este trabajo empleamos y que sigue muy estrechamente a la usada por Evans y Reichlin (1994). Este método hace una adaptación de la descomposición de Beveridge y Nelson (1981), a un modelo multivariado y que es presentado en toda su amplitud en el texto.

Los factores que contribuyeron a desencadenar el colapso bancario de 1994 y 1995, son discutidos en la quinta parte. Algunos de estos factores tienen que ver con el entorno macroeconómico, otros con el arreglo institucional en el que se desenvuelve el sistema financiero, pero otros tantos están ligados a la orientación de política económica. Esta clasificación es arbitraria e imprecisa, más todavía si tomamos en consideración que unos factores agrupados en una categoría pueden tener influencia sobre factores agrupados en otra. En referencia a la incidencia del entorno macroeconómico, la discusión nos permite identificar algunos canales por medio de los cuales la inestabilidad macroeconómica y el ritmo de actividad económica pudiera haber afectado el desempeño de la banca. Identificamos así mismo muy brevemente como la forma en que estaba estructurada la banca, los mecanismos de supervisión y los incentivos a que estaba expuesta, coadyuvaron a elevar la fragilidad de los bancos. Finalmente, señalamos las hondas repercusiones que tuvieron sobre el desenvolvimiento de las unidades deudoras y de la banca, las medidas de políticas de estabilización y el conjunto de reformas económicas emprendidas a partir del año 1989.

II. ALGUNOS ASPECTOS ANALÍTICOS SOBRE LAS QUIEBRAS BANCARIAS Y LAS CRISIS FINANCIERAS

Cuando se analizan las causas de las crisis financieras, los estudios suelen emplear aisladamente marcos analíticos microeconómicos o bien marcos analíticos macroeconómicos. Los primeros suelen destacar la administración, la estructura de incentivos y la asimetría de información como elementos que llevan a "buenas" o "malas" decisiones, en tanto que los segundos suelen invocar la incidencia de ciertas condiciones de entorno y de ciertos agregados en el desempeño de la banca. De Juan (1997), por ejemplo, ha argumentado que los factores macroeconómicos tienen mayor peso en las crisis sistémicas, mientras que los microeconómicos adquieren más relevancia en las quiebras bancarias aisladas. Sin embargo, las crisis sistémicas afectan más severamente a unos bancos que a otros, lo que deja entrever que las decisiones individuales y los aspectos microeconómicos son relevantes para explicar la diferencia entre la solidez de unos bancos contra otros. En realidad, la postura más prudente pareciera indicar que las crisis bancarias pueden explicarse por elementos macroeconómicos como por aspectos microeconómicos.

Otra estrategia para discernir las causas que desencadenan una crisis financiera, es distinguir entre crisis de "liquidación de pasivos" de crisis de "desvalorización de activos". En la primera, una pérdida de confianza en el sistema financiero se traduce en una corrida de depósitos, en la segunda, una desvalorización de cartera o de las inversiones en valores resquebraja la solvencia de los bancos. Una vez más, estas rutas explicativas no son mutuamente excluyentes, pues muy fácilmente la una puede conducir a la otra.

II.1 Aspectos microeconómicos en el desempeño de los bancos

Los mercados financieros poseen características especiales que diferencian la actividad bancaria de cualquier otra actividad económica, haciéndola mucho más vulnerable a las fluctuaciones de la economía y permitiendo que las crisis que pueda afrontar un banco de forma individual, lleguen a desestabilizar a todo el sistema financiero. La exposición a posibles pérdidas es un problema que enfrenta toda

actividad financiera, en razón de la incertidumbre que involucran las operaciones de este tipo, debido principalmente a la información asimétrica y la conducta de los gerentes de las firmas bancarias a la hora de establecer las relaciones entre rentabilidad y riesgo. Estas imperfecciones del mercado, han constituido el fundamento sobre el cual la literatura reciente ha abordado (desde una perspectiva microeconómica) el tema de la intermediación y las quiebras bancarias. Con anterioridad, el tema de la predicción de quiebras se había focalizado en intentos poco exitosos de construcción de indicadores o relaciones que permitieran predecir el advenimiento de una bancarrota. A los trabajos pioneros en esta línea de Beaver (1966; 1968) y Altman (1968), surgen enfoque más analíticos sobre las quiebras corporativas (véase; Stiglitz, 1972 y Scott, 1976). Sin embargo, esta senda de investigación exhibe su mayor desarrollo a partir de la década de los ochenta

Los inconvenientes generados por la información asimétrica en mercados financieros se relacionan principalmente con la selección adversa y el riesgo moral, temas ampliamente estudiados en la literatura sobre la teoría de la intermediación moderna, destacando los aportes realizados por Diamond (1984), Boyd y Prescott (1986), Williamson (1986) y Allen (1990) entre otros. En esencia, este enfoque resalta los efectos de las economías de escala en la intermediación. Las economías de escala, entendidas en este caso como la ventaja en el tamaño de las instituciones con relación al número de agentes involucrados, permiten la diversificación, gracias a la cual se reduce el costo de establecer contratos entre agentes asimétricamente informados. Por ejemplo, en Diamond (1984), las transacciones con muchos agentes reducen el costo de verificación gubernamental. En Boyd y Prescott (1986), los agentes producen información acerca de la rentabilidad de sus proyectos de inversión antes de financiarlos; en resumen, este enfoque destaca la relación inversa entre el tamaño y la probabilidad de bancarrota (véase Boyd y Runkle, 1993).

La evolución de los mercados financieros y las innovaciones registradas a nivel de servicios y productos en las últimas dos décadas, han determinado cambios en la gerencia de las firmas bancarias, imponiendo nuevos objetivos y restricciones que modifican de forma circunstancial la concepción tradicional de la banca dedicada sólo a la intermediación crediticia. La exposición a posibles pérdidas es un

problema que enfrenta toda actividad financiera, en razón de la incertidumbre que involucran las operaciones de este tipo, debido principalmente a la información asimétrica y la conducta de los gerentes de las firmas bancarias a la hora de establecer las relaciones entre rentabilidad y riesgo. La gerencia adecuada de riesgos en los mercados financieros es uno de los elementos cruciales para la entereza de todo sistema; sin embargo, son muchos los factores que pueden influir en la exposición de las instituciones financieras a niveles de riesgo mayores de lo que resultaría prudencial. Por ejemplo, la estructura gerencial y los objetivos de las empresas financieras son determinantes a la hora de decidir la ponderación correcta entre riesgo y rentabilidad. La teoría empresarial, ha identificado ampliamente las diferencias en el grado de exposición al riesgo entre firmas que son manejadas por sus propietarios o por un grupo de gerentes. Esto expone de buenas a primera un problema de agencia (agente-principal) donde el monitoreo se convierte en una variable clave. Si la empresa es manejada por sus propietarios, aumenta la posibilidad de que la meta sea maximizar una función objetivo de beneficio a costo de asumir mayores riesgos. Si en su defecto consideramos corporaciones financieras manejadas por un tren gerencial, éstos podrían apegarse a la maximización del tamaño de la corporación o ganar más participación de mercado², con lo cual la distribución de cartera no necesariamente estaría más ligada a la toma de riesgos (véase Saunders, *et al.*, 1990)³. Algunas de las explicaciones que comúnmente se señalan para explicar las quiebras bancarias, como la concentración de préstamos, los préstamos vinculados, la falta de correspondencia en los plazos, el riesgo monetario y de tasas de interés y la recuperación deficiente terminan siendo problemas de agencia o de información asimétrica.

II.2 Enfoques macroeconómicos para explicar las crisis financieras

El caso más ilustrativo de lo que es una crisis financiera lo podemos encontrar en Estados Unidos a mediados de los años treinta, cuan-

2 Para una discusión más amplia sobre la teoría de la economía corporativa, véase Eichner A. (1985).

3 Los inconvenientes generados por el riesgo y la información asimétrica, también afectan de manera importante a una de las variables más sensibles de la economía como lo es el crédito. Según Stiglitz y Weiss (1981), existe una relación significativa entre la tasa a la cual se efectúan los préstamos y su riesgo, debido a que la tasa de interés, filtra deudores potenciales (problema de selección adversa) o afecta el comportamiento de los deudores (efecto incentivo).

do la Gran Depresión fue antecedida por oleadas de quiebras bancarias que culminaron con el total colapso del sistema financiero norteamericano (en marzo de 1933). Las consecuencias de una crisis financiera no se prestan a mayores discusiones, dado que la evidencia en casi la totalidad de los casos apunta a que luego de una crisis financiera, el impacto adverso en el sector macroeconómico es realmente importante. Sin embargo, el principal punto que se mantiene latente en la discusión radica en si las crisis financieras se producen por la inestabilidad macroeconómica que previamente afecta a la economía; o por el contrario, si es la crisis financiera (motivada por otros factores ajenos a las condiciones macroeconómicas), la fuente del deterioro en el patrón de desempeño macroeconómico. Esta última perspectiva ha sido recientemente explorada por Bernanke (1983), para explicar los efectos no-monetarios de las crisis financieras, tomando como ejemplo la Gran Depresión. Dicha visión, ha sido ampliada por los trabajos de Gertler (1988) y Gertler y Hubbard (1988).

Los trabajos de Bernanke y Gertler, *et al.*, aunque admiten que las quiebras empresariales masivas afectan el desempeño bancario, se concentran en demostrar que en circunstancias de crisis bancarias, la calidad de los servicios bancarios disminuye y los bancos restringen el crédito, profundizando así la recesión.

La incidencia que tiene el desempeño macroeconómico sobre la salud financiera de las firmas y de la banca es muy importante y así parecen confirmarlo los episodios de crisis bancarias en América Latina. Entre los trabajos más resaltantes para explicar el fenómeno de las crisis financieras, tenemos los atribuidos a Minsky (1977; 1982) y Kindelberg (1978), quienes se apoyan en el argumento de la inestabilidad inherente del sistema financiero, referida a una predisposición intrínseca por parte de las instituciones de crédito a presentar olas periódicas de crisis y bancarrotas, cuyos efectos se transmitirán al resto de la economía produciendo un deterioro generalizado. Esta corriente de estudio sobre crisis financieras ha tenido numerosos seguidores, como Wojnilower (1980), Guttentag y Herring (1985) y Wolfson (1986), entre otros. En otro orden de ideas, tenemos las propuestas de Friedman y Schwartz (1963), donde se le da un enfoque monetario al problema de las crisis financieras y por último, podríamos reseñar los trabajos de Michael Kane (1984), referidos al "*free banking*"

donde se establece que la excesiva regulación de un sistema financiero puede causar la inestabilidad del mismo.

Los estudios de Minsky (1982), presentan al sistema financiero como un componente de la actividad económica de suma volatilidad y fragilidad intrínseca. Según Minsky, un aspecto esencial de la *Teoría General de Keynes* es el análisis profundo de cómo las fuerzas financieras interactúan con la producción y el consumo para determinar el producto agregado, el empleo y los precios. En toda economía capitalista, las empresas deben mantener niveles de inversión constantes que garantizarán la perpetuación del proceso productivo; esta inversión realizada por la empresa es financiada, a través del uso de recursos propios o empleando recursos externos. Los niveles de inversión de toda empresa están basados en un plan a largo plazo que considera las expectativas sobre las condiciones futuras de la economía. El comportamiento de las variables financieras determinará el estado general de la economía, y éstas al estar considerablemente influenciadas por la incertidumbre, darán paso a la posibilidad de que el sistema sea de por sí inestable. No obstante, además de los cambios en las expectativas de los agentes sobre el futuro, se establece que las variaciones cíclicas de la economía son un factor determinante a la hora de entender el proceso de inestabilidad. Bajo estos planteamientos surgen los fundamentos de la "hipótesis de la fragilidad financiera", donde se establece una predisposición intrínseca por parte de las instituciones creadoras de créditos a entrar en ondas periódicas de crisis e inestabilidad. Según este enfoque, existen tres determinantes principales de la fragilidad de los sistemas financieros; el primero se refiere a los tipos de comportamiento de las unidades económicas con relación al pago de sus compromisos financieros, el segundo al grado de liquidez del sistema y el último a la seguridad de que las inversiones sean capaces de obtener un retorno que permita cumplir con los pagos. Las empresas que acuden a los bancos a pedir créditos para financiar sus proyectos de inversión, adquirirán uno de los tres tipos de actitudes financieras, que de acuerdo a Minsky pueden ser: cubiertas (*hedge*), especulativas (*speculative*) y Ponzi (Ponzi). Las empresas del tipo cubierto, son aquellas cuyos flujos de caja esperados serán más que suficientes para cumplir con sus compromisos de pago ahora y en el futuro; este tipo de firmas por supuesto resulta la más segura desde el punto de vista financiero. Las firmas de

tipo especulativo son aquellas que a corto plazo no pueden cumplir con sus compromisos de pago, refinanciándolos continuamente, pero a largo plazo cancelan la totalidad de los compromisos contraídos. Una firma del tipo cubierto puede convertirse en especulativa si se experimenta una caída en el ingreso esperado. Las empresas del tipo Ponzi tienen un comportamiento muy similar a las de tipo especulativo, con la diferencia que adquieren nuevas deudas de forma perpetua, con la finalidad de pagar compromisos vencidos, a la espera de un período de bonanza en el futuro que le permita cancelar todas las deudas contraídas⁴; este es el tipo del sistema. Si partimos de una condición económica favorable, donde el crecimiento esperado es positivo, una proporción cada vez más grande de empresas asumirá una posición del tipo especulativo y Ponzi. Como las expectativas de bonanza económica son optimistas y se considera por las empresas que será duradera, se hacen proyectos de inversión cada vez más ambiciosos con un alto grado de apalancamiento, actitud que será adoptada de igual forma por las familias, bancos y demás agentes, con lo cual la economía se verá en poco tiempo envuelta en una burbuja que hará al sistema sumamente vulnerable. En esta situación cualquier evento inesperado que interrumpa el orden del sistema, disparará la moratoria en los pagos y la bancarrota de las empresas, dando paso a quiebras en el sector bancario al no poder recuperar sus préstamos.

El enfoque monetario se fundamenta en la posibilidad de que las crisis financieras sean producidas por factores relacionados a un determinado comportamiento de los agregados monetarios (véase por ejemplo, Friedman y Schwartz (1963), Brunner y Meltzer (1988)). En una economía donde el Banco Central controla la oferta monetaria, de adoptarse políticas que restrinjan de una manera determinante la liquidez monetaria, los bancos se verán obligados a vender sus activos con la finalidad de obtener reservas. Esta venta forzada de activos tendrá tres consecuencias básicas⁵: en primer lugar, el precio de venta de los activos se reducirá por debajo de su valor de mercado; en segundo término, las tasas de interés aumentarán; por último, la

4 La empresa no necesariamente asume esta actitud de manera voluntaria, dado que existen proyectos de inversión a muy largo plazo, donde el retorno de la inversión no se tiene de inmediato (mediano plazo).

5 El orden con que se enumeran las consecuencias, no indica de ninguna forma una secuencia de acontecimientos. Los eventos se dan aisladamente.

solvencia se ve afectada, derivando en una pérdida de confianza en el sistema. La composición débil de la cartera de créditos debido a decisiones gerenciales erradas, puede desencadenar igualmente una crisis si llegara a producirse una restricción en la oferta de dinero.

El "*free banking*" se fundamenta en la necesidad de establecer un esquema desregulado, bajo el cual los mecanismos de mercado se encargarán de eliminar los eventuales riesgos y debilidades que puedan suscitarse en el sistema financiero (véase Kane, 1984, 1988). Según sus seguidores, luego del colapso bancario de los años treinta (caso EE.UU.), se ha generado una excesiva regulación en la banca que ha reducido la posibilidad de aplicar adelantos tecnológicos y creación de nuevos productos que permitirían un mejor desempeño del sistema financiero, resaltando por otra parte la creciente competencia que representan para el sector bancario empresas financieras que no se encuentran reguladas y por lo tanto se crea una competencia desleal en el mercado financiero con consecuencias perjudiciales para el sector bancario.

II.3 Dinámica de la fragilidad financiera en un modelo minskyano

La interacción dinámica que se desarrolla entre el sector real y el sector financiero así como el carácter endógeno de inestabilidad del sistema financiero, son quizás las características más notables de la visión plasmada por Minsky en sus trabajos. En el campo formal estas ideas han intentado ser desarrolladas por varios autores recientemente. Delli Gati, *et al.*, (1994), sin embargo, capturan en forma muy simple la esencia del problema. El modelo que presentamos está inspirado en Minsky, siguiendo muy cercanamente las sugerencias de Delli Gati. El modelo que postulamos exhibe tres mercados: el mercado de bienes, el mercado de créditos y el mercado de trabajo. No diremos nada explícito sobre este último, pues sólo asumiremos que el empleo es una función creciente de la demanda efectiva al salario dado. No existe mercado de títulos y la inversión se financia por beneficios retenidos. El crédito y la tasa de interés se determinan en el mercado de crédito. El nivel de precios es constante y normalizado a la unidad de manera que ninguna distinción existe entre variables nominales y reales. Las ecuaciones del modelo son las siguientes:

- $$\Pi_t = I_t + DEF_t \quad (1) \text{ Beneficios Brutos}$$
- $$I_t = av_t + b_t IF_t \quad (2) \text{ Inversión}$$
- $$IF_t = \Pi_{t-1} - i_{t-1} D_{t-1} \quad (3) \text{ Financiamiento Interno}$$
- $$v_t = v_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4) \text{ Precio de los Activos de Capital}$$
- $$b_t = b_0 + b_1 \arctg(\Pi_{t-1}) \quad (5) \text{ Apalancamiento de Fondos Internos}$$
- $$F_t = \lambda i_t \quad (6) \text{ Oferta de Crédito Bancario}$$
- $$L_t = D_{t-1} + I_t - IF_t \quad (7) \text{ Demanda de Crédito Bancario}$$
- $$L_t = F_t \quad (8) \text{ Equilibrio en el Mercado de Crédito}$$
- con
- $a =$ sensibilidad de la inversión a cambios en "v"
- $i =$ tasa de interés
- $\lambda =$ parámetro bajo control de las autoridades monetarias

La expresión (1) es conocida como la ecuación Kalecki-Levy y nos indica que en una economía cerrada, la masa de beneficios Π_t es igual a la inversión privada I_t más el gasto del gobierno, DEF_t . En forma heroica si se quiere hemos ignorado impuestos, deuda pública y pagos de interés. La expresión (2) representa una función de inversión inspirada en Minsky (1975, 1982), donde la inversión, I_t , depende positivamente del precio de los activos de capital, v_t , y de los fondos de financiamiento al interior de las firmas, IF_t ⁶. La expresión (3) explica los fondos de financiamiento interno como la diferencia entre los beneficios y el servicio de la deuda corporativa del período anterior iD_{t-1} . El precio de los activos de capital v_t , es descrito por un proceso autoregresivo con una variable aleatoria ε_t de media igual a cero y varianza finita⁷. La propensión para apalancar fondos internos, b_t , en la ecuación (5) es una variable endógena representada por una fun-

6 Ya que el índice de precios del producto es constante y normalizado a la unidad, y puede ser concebido como la razón del precio de los activos de capital entre el precio de oferta de los bienes.

7 En principio el precio de los activos de capital debería reflejar el flujo de beneficios esperados a futuro.

ción no-lineal y creciente de los beneficios. Se asume aquí que mayores beneficios inducen la entrada de empresas más pequeñas cuyo apalancamiento de fondos internos es mayor. La expresión (6) establece que la oferta de fondos prestables de la banca, F_t , es función creciente de la tasa de interés, con λ representando un factor de política monetaria. En (7) la demanda de préstamos L_t , iguala a la suma de la deuda corporativa heredada, D_{t-1} , y la brecha de financiamiento, $I_t - IF_t$ (la diferencia entre la inversión total y el monto financiado por fondos internos). Finalmente, el equilibrio en el mercado de crédito requiere de la expresión (8)

Sustituyendo (2) y (4)

$$\Pi_t = av_{t-1} + a\varepsilon_t + b_t IF_t + DEF_t \quad (9)$$

Lo que nos dice que un incremento en la propensión a apalancar fondos internos aumenta la inversión y conduce a mayores beneficios.

Sustituyendo (1) en (7)

$$L_t = D_{t-1} + av_{t-1} + a\varepsilon_t + (b_t - 1)IF_t \quad (10)$$

Usando (6) y (8)

$$i = L_t/\lambda \quad (11)$$

La expresión (11) deja claro que el comportamiento dinámico de la tasa de interés está ligado al comportamiento de la deuda dado por la ecuación (10)

Sustituyendo (11) en (3) y luego en (9) y (10) obtenemos:

$$\Pi_t = \sigma + b_t \Pi_{t-1} - b_t/\lambda D_{t-1}^2 + DEF_t \quad (12)$$

$$L_t = D_{t-1} + \sigma + (b_t - 1)\Pi_{t-1} - (b_t - 1)/\lambda D_{t-1}^2 \quad (13)$$

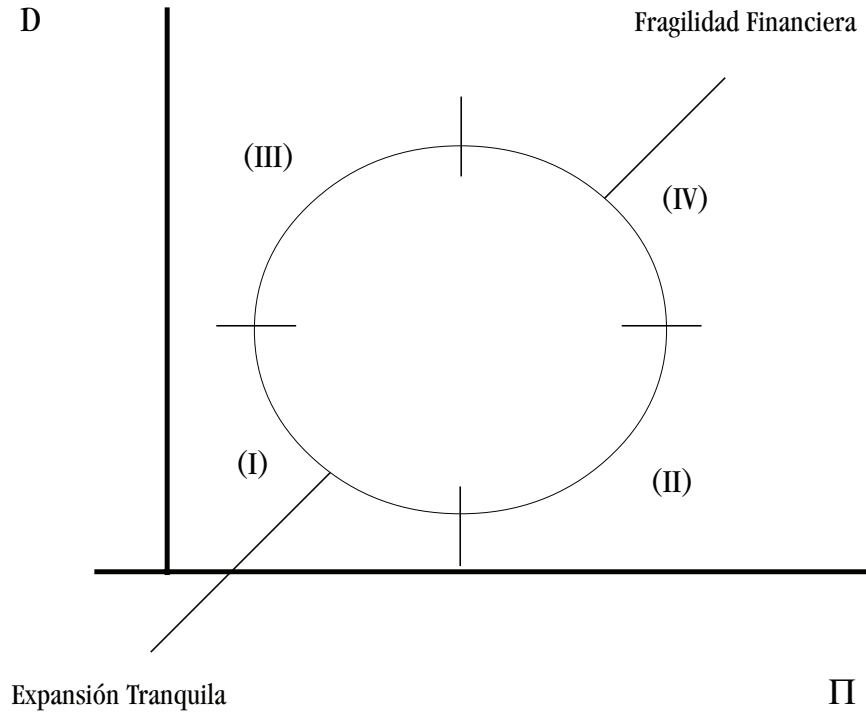
con $\sigma = a(v_{t-1} + \varepsilon_t)$ considerada una variable exógena y el término b_t representado por la ecuación (5). Este sistema de ecuaciones (12) y (13) está caracterizado por dos no-linealidades: es no lineal en la variable L (endeudamiento) y no-lineal en la variable Π (beneficios).

Delli Gati, *et al.*, (1994) proveen argumentos para mostrar que sistemas de este tipo reproducen un ciclo de órbita cerrada en el plano beneficios-deuda corporativa⁸. Más interesante es observar que la dinámica descrita por el sistema recoge en forma muy precisa la concepción minskyana de como pasan las unidades financieras de una expansión tranquila a una estructura financieramente frágil. La figura N° 1 divide la órbita en cuatro zonas y podemos comenzar nuestro análisis en la primera de ellas, donde el flujo de deuda de las empresas cae aun cuando los beneficios están aumentando. En este período de expansión tranquila, las empresas aceptan placenteramente como los beneficios efectivos son mayores a los anticipados. En la fase (II) las deudas se elevan hasta que llega una transición en que las deudas se elevan más que los beneficios. Ya en la fase III los beneficios comienzan a caer y la deuda a mostrar un patrón explosivo y a partir de ese momento la fragilidad de la estructura financiera se hace evidente. En la transición de la fase III a la fase IV la deuda comienza a caer aun cuando los beneficios continúan declinando. En la transición entre la fase IV y la fase I la caída de los beneficios se para y la deuda comienza a disminuir sentando las bases para una nueva expansión tranquila.

Una pregunta altamente relevante que podemos hacer al modelo es: ¿Qué puede pasar en las variables endógenas al sucederse una política monetaria o un cambio institucional que provoque un alza de la tasa de interés? Como veremos más adelante, las altas tasas de interés pueden ser el reflejo de una serie de eventos: de una política monetaria restrictiva, por ejemplo, de un cambio de régimen de represión financiera hacia la liberalización financiera, de una actitud de los bancos frente a situaciones de iliquidez o de una política que busque frenar un ataque a las reservas en esquemas de tipo de cambio semiflexible. A efectos de hacer simple el análisis haremos $b > 1$ y exógena. Supongamos entonces que el banco central toma una acción de política monetaria que hace disminuir λ . Por la ecuación (11) $\lambda \downarrow \rightarrow i_{t-1} = D_{t-1}/\lambda \rightarrow i_{t-1} \uparrow$, pero por la ecuación (3) los fondos de financiamiento interno disminuyen por el peso del mayor servicio de

⁸ El procedimiento consiste en computar el estado continuo del sistema en las variables Π y D y determinar sus propiedades de estabilidad tratando a b como un parámetro dado. Entonces se simula el modelo permitiendo la no-linealidad inducida por la expresión de b en el modelo.

FIGURA N° 1
SISTEMA DE ECUACIONES EN DIFERENCIA NO-LINEALES DESPLEGANDO
TRAYECTORIA DE ÓRBITA CERRADA EN PLANO Π -D



la deuda corporativa, $i_{t-1} \uparrow \rightarrow IF_t = \Pi_{t-1} - i_{t-1} D_{t-1} \rightarrow IF_t \downarrow$. Las caídas de los fondos de financiamiento interno hacen por la expresión que la inversión caiga y al caer la inversión por la ecuación (1) caen los beneficios. Dado que b es mayor que la unidad ($b > 1$), la caída en la inversión y en los beneficios hace que las empresas tengan que aumentar su *stock* de deuda en el período t con respecto al período $t-1$. En otras palabras, si las empresas son muy sensibles a apalancamiento de fondos internos, las caídas en la inversión es menor a la caída en los fondos de autofinanciamiento y el endeudamiento debe cubrir la diferencia. Es decir:

$$IF_t \downarrow \rightarrow \left\{ \begin{array}{l} I_t = av_t + b_t IF_t \rightarrow I_t \downarrow \quad (2) \\ I_t \downarrow \rightarrow \Pi_t = I_t + DEF_t \rightarrow \Pi_t \downarrow \quad (1) \\ \text{si } b > 1, \text{ entonces } IF_t \downarrow > I_t \downarrow \rightarrow L_t = D_{t-1} + I_t - IF_t \rightarrow L_t \uparrow \quad (7) \end{array} \right.$$

La situación es explosiva, pues al aumentar el endeudamiento, por la expresión (11), la tasa de interés aumenta aún más, alimentando las fuerzas del proceso, $D_t \uparrow \rightarrow i_t = D_t / \lambda \rightarrow i_t \uparrow$. En resumen, la economía experimenta una fase en donde la inversión cae, la rentabilidad cae, el *stock* de endeudamiento sube y la tasa de interés sube. Los síntomas inminentes de una crisis financiera.

II.4 Las crisis por liquidación de pasivos

A menudo las economías en desarrollo tienden a ser extremadamente sensibles a elementos exógenos o políticos que se traducen en desconfianza del público. Se produce entonces una corrida de depósitos que normalmente afectan a aquellas instituciones que presentan problemas de capitalización o cuya cartera de activos es de mala calidad. El fenómeno puede propagarse hacia otras instituciones del sistema, incluso con gran rapidez si las instituciones afectadas inicialmente son las más grandes, pues el mercado interbancario y la liquidez de éste depende en gran medida de estos grandes agentes.

Cuando el público comienza a liquidar pasivos, los problemas de liquidez y la sobreestimación en las disponibilidades de caja hacen que las instituciones en problemas busquen endeudarse con otras instituciones del sistema. Si éstas enfrentan los mismos problemas, se

plantea una crisis generalizada por falta de liquidez, presionando el alza de las tasas de interés interbancarias y las tasas de interés ofrecidas y pagadas a deudores y depositantes. Los bancos entran en una búsqueda inmediata de recursos líquidos para sobreponer los problemas de caja.

Una vez generalizado el proceso de desconfianza del público, se produce una caída del nivel de crédito como consecuencia de los esfuerzos de los bancos por mantenerse líquidos. Esto puede conducir a una caída en la demanda agregada y en la actividad económica si las empresas al confrontar dificultades para obtener crédito bancario disminuyen sus planes de producción. Pero en esta situación, el alza de las tasas de interés y la mayor contracción económica a la cual ella conduce, produce una pérdida de calidad en la cartera de crédito al deteriorarse la posición de los deudores. Igualmente, si el público huye del dinero local hacia posiciones en títulos o moneda extranjera, las presiones sobre el mercado cambiario no se dejarán esperar. Si la presión obliga a un ajuste cambiario, la inflación afectará las inversiones de los bancos en acciones y bonos no indexados, provocando una desvalorización en la cartera de activos. Se produce un deterioro de los activos que puede conducir a problemas de solvencia de las instituciones financieras, agravando el problema de liquidez inicial.

II.5 Las crisis por desvalorización de activos

La desvalorización de activos suele ser la consecuencia no sólo de una mala práctica bancaria, sino además, de la posición financiera de las unidades deudoras de los bancos y de las inversiones en general del sector financiero. Así, al ignorar un hecho tan trivial como el que la salud de los bancos depende en alto grado de la salud de sus inversiones, muchos analistas cometen el grave error de subestimar las condiciones del sector real y su inherencia en el desempeño de los bancos. La más elemental hoja de balance de los bancos y las empresas, deja ver claramente que lo que por un lado son los activos de los bancos, representa por el otro las obligaciones de las empresas. El entorno macroeconómico juega aquí un papel muy importante, pues la capacidad de pago, el valor real de las inversiones y la demanda de crédito suelen ser muy sensibles a factores ligados con la estabilidad y el ciclo. La posición de las unidades deudoras de los bancos tiende a

deteriorarse si una mayor tasa de inflación eleva excesivamente las tasas de interés (las tasas altas también pueden ser un reflejo de las necesidades de financiamiento del sector público). De igual forma, una mayor tasa de inflación deteriora el valor de las inversiones en títulos no indexados. Por su parte, la fase recesiva del ciclo económico afecta el flujo de caja de las empresas y su capacidad de pago, pero también afecta la demanda de crédito si la inversión es sensible al ritmo de actividad de la economía. La estructura del sistema financiero se ve seriamente afectada por estos acontecimientos y las instituciones financieras dejan de ser solventes.

III. EL DESEMPEÑO DEL SISTEMA FINANCIERO EN VENEZUELA Y LA EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA 1958-1994

La primera bancarrota de una institución financiera en Venezuela de la cual se tenga algún registro fue la del Banco Colonial Británico en el año 1849. Este fue el primer banco creado en Venezuela, filial del Banco Colonial de Londres, y cuyo capital inicial constaba de 330 mil pesos⁹. A nuestro juicio la primera ilación que salta a la vista para explicar este episodio, sucedió un año antes de la quiebra, en 1848, cuando el país presentó una severa crisis económica como consecuencia de una caída en sus exportaciones, lo que provocó que la gran mayoría de los clientes del banco, conformados principalmente por hacendados, quedaran incapacitados para cancelar los préstamos adquiridos. La cartera de créditos morosos alcanzó más del 100% del capital inicial, lo que condujo al cierre de sus puertas a mediados de 1849. De inmediato el gobierno británico obligó al gobierno venezolano a cancelar 400 mil pesos adeudados, amenazando con bloquear las costas nacionales de darse una negativa. La situación de crisis del año 1848, afectó de igual forma al Banco Nacional de Venezuela, haciendo que suspendiera sus servicios por decreto oficial, el 23 de marzo de 1850. Este banco había sido la primera entidad formada por capital nacional, con la capacidad de emitir billetes hasta por el doble del capital inicial en caja, además de manejar fondos del gobierno en dinero, libranzas o pagarés¹⁰. A riesgo de simplificar, este episodio fue una buena muestra de como un evento macroeconómico, en este caso un choque externo adverso, pudo intervenir para explicar una debacle bancaria.

Al inicio del siglo XX, la estructura de la producción de la economía venezolana era considerablemente rudimentaria, los principales productos de exportación eran de origen vegetal y prácticamente el 75% de la población se hallaba concentrada en aldeas campesinas y centros rurales; en igual estado de retraso se encontraba la industria,

9 El primer director de esta institución fue Don Leonardo Miranda, hijo del prócer de la independencia, Francisco de Miranda.

10 Camejo, A. "*Historia de Venezuela*", (1972).

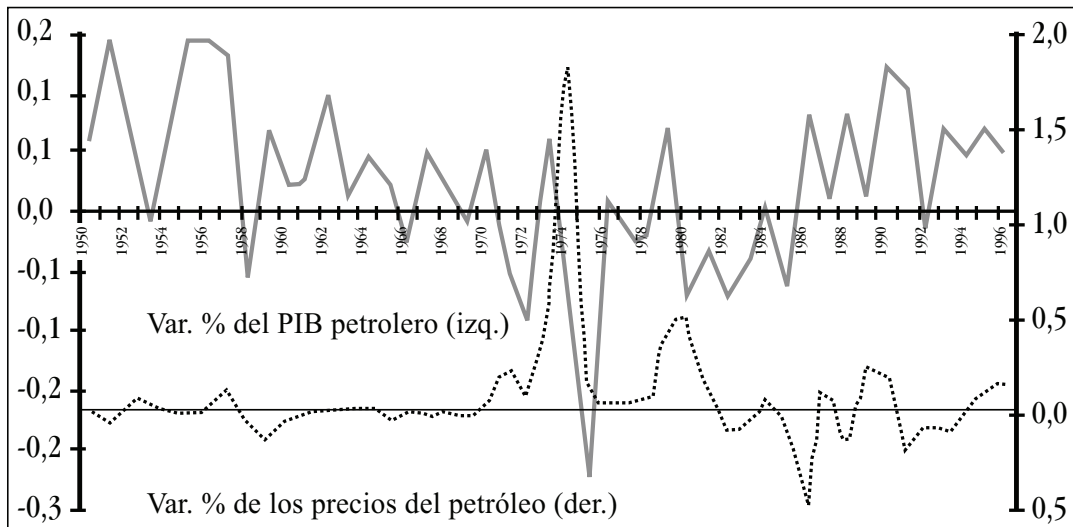
registrándose actividades en su mayoría puramente artesanales. Con el descubrimiento y explotación del petróleo comenzó un proceso de metamorfosis, que tuvo un impacto definitivo en el desplazamiento de recursos y mano de obra hacia la actividad naciente, así como en la gestión de las finanzas públicas y en el modelo de desarrollo que habría de orientar al país por décadas. La vinculación del desempeño macroeconómico interno con los acontecimientos en el mercado petrolero se haría también más estrecha. En la Figura N° 2, se puede apreciar la estrecha asociación entre las fluctuaciones en el precio del petróleo y el PIB petrolero.

No cabe duda que el efecto multiplicador creado por la industria petrolera a principios de los años cincuenta (y hasta hoy día) ha sido de crucial importancia para el desarrollo económico del país, sin embargo, también se abrió el paso a una serie de desequilibrios propios de una economía basada en la explotación de un sector del tipo enclave. El caso tradicional manejado por la literatura económica sobre este tema, es el de la llamada “enfermedad holandesa” (véase por ejemplo, Corden, 1984 y Van Wijnbergen, 1984)¹¹.

En lo que toca al sector bancario venezolano, a comienzos de siglo éste presentaba un escaso desarrollo, en consonancia con el relativo atraso de una economía cuya actividad productiva central recaía en el sector primario exportador de bienes agrícolas. Aún en los años treinta, el sector agrícola manejaba sus fondos principalmente a través de casas comerciales, algunas de las cuales se dedicaban no sólo a la captación de depósitos sino además al financiamiento de cosechas y transferencia de fondos. Los depósitos de la banca comercial

11 El fenómeno de la transferencia que opera entre los bienes transables (B_T) y no transables (B_N) de una economía que ha experimentado un aumento considerable de gasto interno, bien sea por un desplazamiento positivo en el ingreso nacional, como consecuencia de un *shock* externo favorable o por alguna otra causa, finalmente se reflejará en un aumento de la oferta de divisas apreciando el tipo de cambio real. Los agentes ante este *shock* positivo en su ingreso disponible reaccionarán queriendo adquirir más bienes tanto B_T como B_N . El aumento en la demanda de los bienes transables puede ser satisfecho por medio de los ingresos adicionales de divisas que experimenta la economía, debido al *boom*. No obstante, la manera de suplir la demanda adicional de bienes no transables resulta posible sólo aumentando la producción interna de este tipo de bienes. Si la economía se supone en pleno empleo, no pueden producirse bienes no transables adicionales con el precio relativo vigente, con lo cual ante la presión de la demanda el precio relativo de B_N tiende a aumentar (el tipo de cambio se aprecia). De esta forma se desestimula la producción de bienes transables no-petroleros liberándose recursos que son empleados por el sector no transable de la economía.

FIGURA N° 2
 PRODUCTO INTERNO BRUTO PETROLERO Y *SHOCKS* PETROLEROS



en el año 1940, se encontraban cercanos a los 63,8 millones de US\$, mientras que el número de bancos operativos así como la red de oficinas mantuvo una tendencia estable durante el período que va desde la caída de la dictadura gomecista hasta el año 1945, cuando comenzó a gestarse un lento crecimiento de la red bancaria. El gran salto económico que experimenta Venezuela a principios de la década de los años 50, impulsado principalmente por el auge de la industria petrolera, tuvo efectos multiplicadores que permitieron el despeje de diversos sectores de la industria manufacturera, así como de otras actividades que habían permanecido en estado incipiente por la falta de capital e infraestructura. El destacado impacto fiscal de la bonanza petrolera de esos años, irradiado hacia el resto de la economía a través de grandes inversiones en obras públicas y servicios básicos, jugó un papel de primer orden en el acelerado crecimiento de la construcción privada y del sector inmobiliario. La considerable masa de recursos que comienza a canalizar el sistema financiero, crea las condiciones ambientales necesarias para una participación mucho más activa de la iniciativa privada en la banca, fomentando la proliferación de nuevas instituciones financieras, así como la expansión y consolidación de las existentes. En el transcurrir de la década tanto la banca extranjera como los bancos administrados por el Estado, permanecieron sin modificación alguna en el número de instituciones que las constituían, mientras que la banca privada local experimentó un fuerte crecimiento pasando de 62 oficinas en 1949 a 384 en 1958, lo que fue equivalente a poner en funcionamiento 32 oficinas anualmente y en términos porcentuales, un crecimiento cercano al 520%. El otro elemento importante a considerar durante este período viene dado por la creación de los Bancos de Fomento Regional, auspiciados por la Corporación Venezolana de Fomento con la finalidad de promover el desarrollo económico en zonas agrícolas o pecuarias. Estos institutos formaron parte de un proyecto de descentralización crediticia auspiciado por el Estado, además de servir como agentes financieros de la Corporación Venezolana de Fomento en sus respectivas jurisdicciones.

III.1 La crisis financiera de los años sesenta

A la caída de la dictadura en 1958, la gran desconfianza en el nuevo gobierno y la incertidumbre ante la nueva situación económica, provocaron una significativa salida de capitales que afectó gravemente los niveles de liquidez del sistema financiero. El sistema se vio en la necesidad de recurrir a fuentes de financiamiento externo, pero ante el advenimiento ulterior de la crisis de balanza de pagos, muchos bancos quedaron en una posición de iliquidez absoluta. La consideración de estos acontecimientos deja entrever de entrada que esta primera gran crisis financiera que sufriría la banca nacional a principios de los años sesenta, estuvo muy ligada a lo que consideramos en la segunda parte de este trabajo como una crisis de liquidación de pasivos. No es curioso que en un ambiente de gran inestabilidad política y de una sensible disminución de la demanda de dinero se haya gestado igualmente la crisis financiera de 1994.

La crisis del sector bancario durante los años sesenta ha sido la más larga que ha experimentado la economía venezolana, prolongándose por más de cinco años. La utilización de las operaciones de redescuento por parte de la banca como fuente de financiamiento, siempre se había mantenido en un monto muy reducido, debido a que los bancos acudían con muy poca frecuencia en su demanda. Esta tradición hizo que el redescuento, más allá de emplearse como un instrumento de política monetaria, fuese utilizado como un medio de salvamento y auxilio directo a los bancos en situaciones críticas. Además, el Banco Central estableció políticas muy restrictivas en cuanto a los documentos y tasas a redescantar, favoreciendo que la banca, especialmente entre 1950 y 1960, acudiera a la negociación de dichos documentos en el exterior, donde no se establecían trabas en cuanto a los papeles o tasas de interés cobradas al cliente.

En 1958, con la caída de la dictadura, Venezuela sufrió, una merma substantiva en sus ingresos externos por concepto de exportaciones (ver Cuadro N° 1), mientras que el déficit fiscal, en conjunto con una expansión monetaria y cierta caída en la demanda de dinero, alteraron las salidas de capital. En la segunda mitad del año 1959, la pérdida de confianza en la economía se hace manifiesta y el producto comienza a mostrar signos recesivos, resultado parcial de la políti-

ca monetaria restrictiva puesta en práctica por las autoridades monetarias (Carrillo Batalla, 1981). Los depósitos bancarios del público disminuyeron en un 33% en relación al semestre anterior, mientras que la venta de divisas aumentó en 707,7 millones de Bs., lo que representaba cerca de un 56% de los depósitos totales de la banca comercial y un 65% de las reservas internacionales operativas. La evidente crisis de liquidez indujo a la banca a tratar de elevar las tenencias en efectivo. La banca intentó recuperar créditos, liquidar inversiones y utilizar el redescuento del Banco Central. Sin embargo, como hemos comentado el redescuento era para entonces una opción restringida. Esta situación contribuyó a que la banca aumentara sus obligaciones con el resto del mundo. Las reservas internacionales que habían alcanzado los 3.737 millones de Bs., hacia mediados del año 1957, bajaron a 2.150 millones (en un 42%) al cierre del año 1959. Las salidas de divisas obligaron a las autoridades a implementar un control de cambio en noviembre de 1960, pero a pesar de la medida, las reservas mantuvieron una tendencia a la baja hasta el cierre del año 1962 (ver Figura N° 3)¹². La crisis de la balanza de pagos y el subsiguiente control de cambios, decidió acelerar las exigencias de cancelación de obligaciones por parte de los bancos acreedores extranjeros sobre sus prestatarios nacionales, y puso en posición de incumplimiento a la banca local.

Con el advenimiento de la crisis de balanza de pagos y la posición de riesgo de incumplimiento de muchos bancos, éstos se vieron en la necesidad de acudir a la asistencia financiera del Banco Central. La situación de iliquidez de la banca se profundizó, provocando que unos 16 bancos requirieran continuamente del apoyo financiero del Banco Central por medio de redescuentos y anticipos, así como de su auxilio directo. De los 16 bancos que recurrieron al redescuento de papeles, siete de ellos registraron obligaciones con el Banco Central durante los años 1960 y 1964, por un monto cercano a los 6.231 millones de bolívares, los nueve restantes sólo hicieron uso del redescuento durante 1961 y 1962, mientras que el resto de la banca (un 57%)

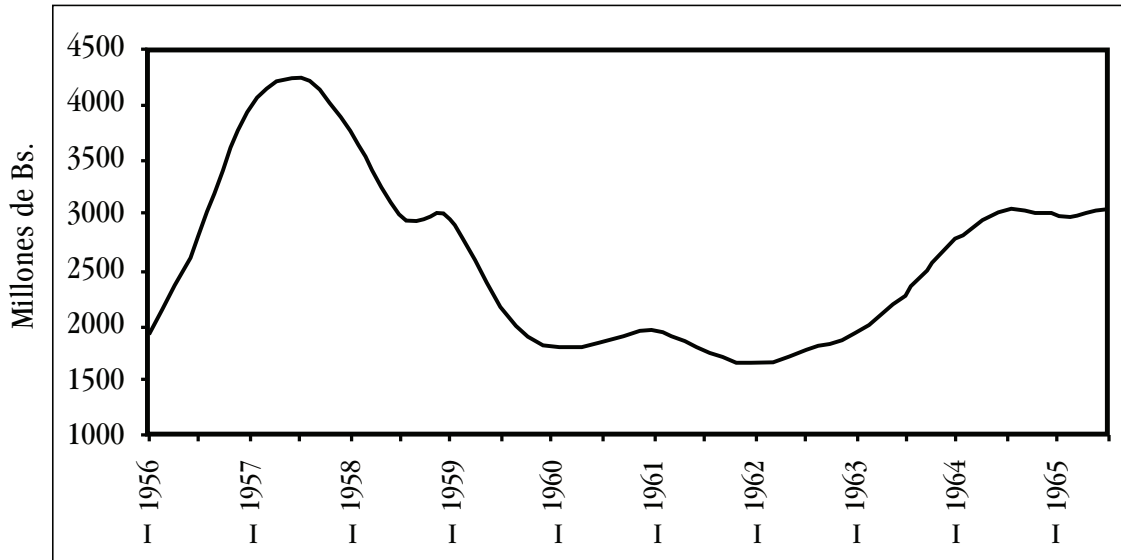
12 Guerra, Sáez y Sardi (1996), señalan que sólo las compañías petroleras, el gobierno y las remesas estudiantiles, tuvieron acceso a un tipo de cambio preferencial de Bs/\$ 3,35. Los bancos no obtuvieron este privilegio, situación que contrasta notablemente con el control de cambio que ocurría en Venezuela veintitrés años más tarde en el contexto de la crisis de la deuda, cuando los bancos se vieron beneficiados del tipo de cambio preferencial.

CUADRO N° 1
VENEZUELA: INDICADORES MACROECONÓMICOS, 1957-1964

	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
CUENTA								
CORRIENTE	-583	-157	-187	315	476	508	637	-
VARIACIÓN								
DE LA OFERTA		14,11%	-9,71%	-0,77%	1,17%	1,55%	13,19%	21,17%
MONETARIA								
INFLACIÓN	-2%	4,6%	5,1%	3,5%	-2,6%	-0,4%	1,1%	2,1%
VARIACIÓN								
DEL PIB	11,6%	1,3%	7,8%	3,9%	5,0%	9,0%	6,9%	-

Fuente: Pazos (1995) e *Informe Económico* del BCV.

FIGURA N° 3
EVOLUCIÓN SEMESTRAL DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES; 1957-1964



Fuente: Datos tomados de Carrillo Batalla (1981).

hizo poco o ningún uso del apoyo financiero del Banco Central. El monto total de redescuentos y anticipos otorgados a lo largo de la primera mitad de los sesenta (véase Cuadro N° 2), alcanzó los 10.608 millones de bolívares (US\$ 3.068 millones), sin contar el auxilio directo a los bancos Táchira, Nacional de Descuento y Construcción, con los cuales se celebraron convenios especiales de auxilio, recibiendo de éstos en dación de pago, inmuebles, créditos y valores, que aparecían inmovilizados en sus correspondientes activos, garantizándose los compromisos financieros contraídos por estos institutos en momentos en que aquéllos presentaban problemas de liquidez. En el caso del Banco Nacional de Descuento, se pudo comprobar como la causa principal de la crisis afrontada por este banco, la elevada concentración de créditos inmobiliarios que mantenía, haciendo imposible la disponibilidad inmediata de recursos para atender sus obligaciones. En tal sentido, el BCV en sus funciones de prestamista de última instancia, le dotó de la asistencia financiera necesaria para impedir su colapso, imponiéndole un estricto plan de recuperación, suscribiéndose un convenio donde el BND otorgó como garantía acciones de otros bancos que tenía en su poder (República, Ítalo-Venezolano, La Guaira, Internacional, BHO y Occidental de Descuento).

Además de los tres bancos antes señalados, también se realizó una operación de apoyo financiero en 1964 con el Banco Comercial de Maracaibo, la cual revistió características muy especiales, ya que el soporte no fue otorgado por el Banco Central, sino por la Corporación Venezolana de Fomento, la cual pasó a servir como prestamista de última instancia en este caso. Como consecuencia de la visita de inspección practicada a principios del año 1964 al Banco Comercial de Maracaibo, se concluyó que sin modificación en su estructura patrimonial y administrativa, era imposible que dicho instituto continuara operando de manera normal y que pudiera hacer frente a sus compromisos perentorios. En efecto, los siniestros registrados en la cartera crediticia y de inversión del banco, alcanzaban cifras que estimadas conservadoramente, agotaban una porción apreciable de sus recursos en capital y reservas. Ante tal situación y en resguardo de los intereses del público depositante se consideró necesario la adopción de medidas que hicieran factible su saneamiento y recuperación, para lo cual se acordó: i) Proporcionar al banco recursos suficientes para el cumplimiento de sus obligaciones y que le permitieran a

CUADRO N° 2
REDESCUENTOS Y ANTICIPOS OTORGADOS POR EL BCV ENTRE 1958 Y 1965

	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	TOTAL
TOTAL REDESCUENTOS Y ANTICIPOS (Mill. Bs.)	115	419	1.919	2.816	2.423	1.741	667	623	10.608
TOTAL REDESC. Y ANTICIPOS (Mill. US\$)	34	125	573	841	723	520	148	138	3.068
COMO % DEL PIB	0,4	1,4	6,1	8,6	6,7	4,4	1,5	1,3	30,6
COMO % DEL ACTIVO BANCARIO	1,8	6,3	32,9	44,7	38,6	25,4	8,8	7,5	-
COMO % DE LOS DEPÓSITOS	2,4	8,7	48,2	66,4	55,9	35,5	11,8	10,0	-

Fuente: BCV.

la vez un proceso de recuperación efectiva. ii) Lograr una reforma en el orden administrativo que hiciera posible asegurar la realización de las medidas de saneamiento necesarias y la utilización de los fondos disponibles. En base a tales recomendaciones, la Asamblea de Accionistas acordó el reintegro del capital social con el apoyo financiero de la Corporación Venezolana de Fomento, la cual, por instrucciones del gobierno y luego de sostener conversaciones con los directivos y accionistas del banco, convino en adquirir las acciones de aquellos accionistas que así lo desearan y que no estuvieran en capacidad de efectuar el reintegro, una vez castigado el capital¹³.

A pesar del gran apoyo prestado por el Banco Central y otros entes gubernamentales a la banca, se produjo la intervención de los bancos Táchira y de Fomento Comercial de Venezuela en los años 1961 y 1965, respectivamente. La intervención del Banco Táchira, C.A., obedeció a las dificultades financieras que venía presentando desde inicios de 1958. Dos hechos pusieron de manifiesto su iliquidez: a) La persistente y cuantiosa deficiencia de su encaje legal, y b) La imposibilidad de atender a los saldos adversos en la Cámara de Compensación y, aún más, a retiros de importancia en sus propias taquillas por parte de los depositantes, así como los rumores que se gestaron luego de la caída de la dictadura. El Ejecutivo Nacional, en vista de la situación irrecuperable del banco, ordenó su intervención, el 12 de junio de 1961. Para dar una idea del apoyo gubernamental que recibió el Banco Táchira, basta decir que en sus últimos tres años de actividad, el monto de los fondos mantenidos por organismos oficiales en dicho instituto nunca fue menor del 64% del total de los depósitos; de igual forma, el auxilio prestado por el BCV de forma directa y a través de redescuentos y anticipos, alcanzó para la fecha de la intervención unos 43,6 millones de bolívares.

Cuatro años después de la intervención del Banco Táchira, se produjo la quiebra del Banco de Fomento Comercial de Venezuela (en noviembre de 1965), institución que fue saneada y se mantuvo operativa hasta 1983, cuando vuelve a ser intervenida y cerrada definitivamente. Su primera intervención, fue el desenlace de una serie de irregularidades en las cuales venía incurriendo la institución desde hacía varios años atrás, a partir de la inspección realizada en el año

13 Véase, Informe Anual de la Superintendencia de Bancos, 1964.

1960, cuando la Superintendencia de Bancos registró la concesión de préstamos al presidente y vicepresidente por un monto cercano a los 260 mil dólares, así como el hecho de que gran parte de la cartera de crédito del banco era mantenida con empresas relacionadas. Dos años más tarde, se encontró que una gran proporción de los créditos otorgados por el banco, fueron clasificados como dudosos o irrecuperables y no se contaba con el capital suficiente como para respaldar las posibles pérdidas. El estado de deterioro de la situación patrimonial del banco, así como el manejo inescrupuloso de su administración, quedó evidenciado nuevamente en la inspección realizada el 13 de noviembre de 1963, cuando se pudo comprobar que el banco había perdido por completo su capital y reservas así como recursos ajenos por el orden de los 4,5 millones de bolívares. Finalmente, en el año 1965, se acordó la intervención del Banco de Fomento Regional de Venezuela, designando como interventor a Francisco Acosta Estrada. Los Cuadros N° 3 y 4 presentan un resumen de lo acontecido y de la situación de los bancos auxiliados e intervenidos.

III.2. El auge en condiciones de estabilidad

Superada la crisis bancaria de los años sesenta, la característica más notable de la economía venezolana entre mediados de los años sesenta y finales de la década de los años 70, fue el sostenido dinamismo que experimentó la tasa de crecimiento del producto en conjunción con bajos niveles relativos de inflación. En un período de 20 años, entre 1960 y 1980, la tasa de crecimiento del producto promedió 4.4 por ciento y la tasa de inflación promedio registró 5.9 por ciento. En gran medida este singular y exitoso desempeño macroeconómico debe ser atribuido al contexto de estabilidad económica y política que gobernó el entorno macroeconómico de las economías en desarrollo durante esas dos décadas. Ciertamente el régimen de pagos internacional dio un cambio substancial con el colapso del sistema de Bretton Woods en 1971, pero los efectos de la negativa de los Estados Unidos de seguir actuando como economía residual del sistema de pagos internacional se vieron sólo años más tarde¹⁴. En este contexto, Venezuela pudo sostener du-

¹⁴ Las razones merecen ser comentadas al menos brevemente: en primer lugar, la decisión de asignar a los tipos de cambio la función de amortiguadores de choques, no fue seguida por las pequeñas economías abiertas en desarrollo, las cuales más bien dejaron sus tipos de cambio atado a sus mayores socios comerciales. En segundo término, el volumen de los flujos financieros en la figura de préstamos sindicados postergó el advenimiento de cualquier crisis externa.

CUADRO N° 3
PRINCIPALES INDICADORES DE LA CRISIS BANCARIA DE LOS AÑOS SESENTA

		DEPÓSITOS	AUXILIO	% DEL MERCADO
NO. INSTITUCIONES INTERVENIDAS	2	85	-	1,8%
NO. INSTITUCIONES AUXILIADAS	3	398	130	8,6%
NO. INSTITUCIONES AUXILIO INDIRECTO(*)	16	1.578	10.608	25,8%
TOTAL Bs.	21	2.061	10.738	36,2%
TOTAL US\$		615	3.254	
% DEL PIB		5,9%	30,9%	

Fuente: BCV y Sudeban,

(*) Corresponde a 16 bancos que acudieron masivamente a realizar operaciones de redescuento entre los años 1960 y 1964.

CUADRO N° 4
BANCOS INTERVENIDOS Y AUXILIADOS DIRECTAMENTE, 1961-1965

	BANCOS INTERVENIDOS:		BANCOS AUXILIADOS EN FORMA DIRECTA		
	TÁCHIRA	DE FOMENTO COM. DE VENEZUELA ^{1/}	NACIONAL DE DESCUENTO	CONSTRUCCIÓN	COMERCIAL DE MARACAIBO ^{2/}
FECHA DE INTERVENCIÓN	12/6/61	3/11/65	13/8/62	20/12/62	1964
DEPÓSITOS	36	50	236	43	83
ACTIVO	146	158	543	74	125
PATRIMONIO	10	19	113	19	44
COLOCACIONES E INVERSIONES	112	122	417	57	96
PARTICIP. DE MERC. ^{1/}	0,90%	0,93%	5,9%	1,1%	1,6%
GASTOS TOTALES /ACTIVO	3,1%	1,8%	2,7%	5,9%	4,4%
UTILIDAD LIQ./ ACTIVO	2,30%	0,87%	1,0%	-0,5%	-1,5%
PASIVO/ PATRIMONIO	13,6	7,1	3,8	2,8	1,9
MONTO AUXILIO	6,1		117,5	6,8	-ND-
AUXILIO % PIB	0,02%		0,33%	0,02%	-

FUENTE: BCV y Sudeban.

1/ El Banco de Fomento Comercial de Venezuela fue intervenido y recuperado, razón por la cual nunca llegó a cesar sus operaciones.

2/ El Banco Comercial de Maracaibo no recibió un auxilio directo como los demás bancos, ya que en su caso la Corporación Venezolana de Fomento aportó el capital bajo la modalidad de compra de acciones.

rante este período un conjunto de reglas fijas alrededor del tipo de cambio, la tasa de interés y el balance fiscal que marcó de manera clave el panorama productivo y financiero de la economía (Hausmann, 1990). Adicionalmente, la tendencia favorable de los precios del crudo, el volumen estable de colocación de petróleo, y especialmente el “boom” petrolero de 1973-1974, abrieron las posibilidades de que la economía venezolana cerrara un proceso de desarrollo masivo que puso su mayor énfasis en la promoción industrial de bienes de consumo, en la industria de la construcción y en las industrias básicas en propiedad del Estado.

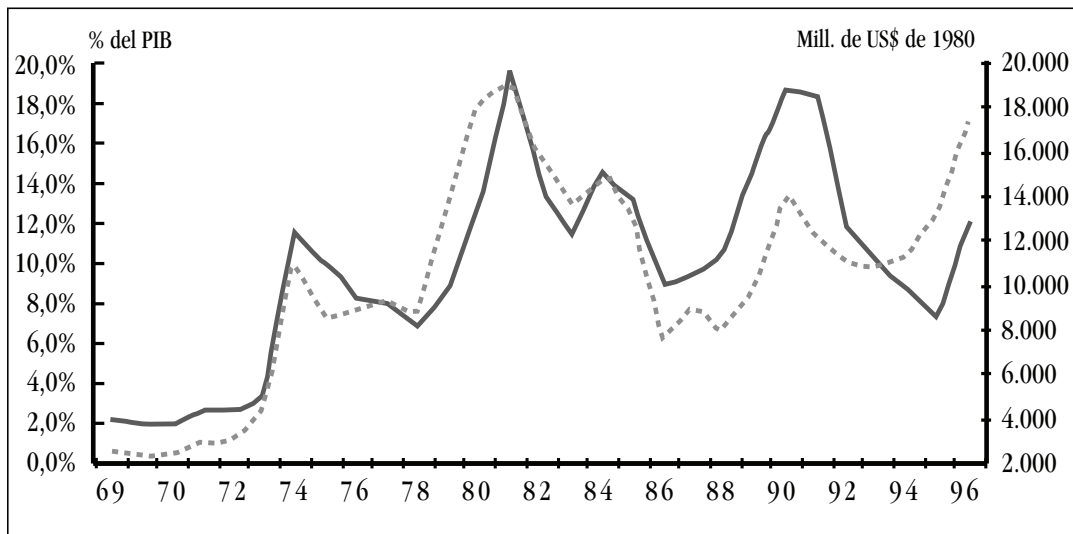
El primer *shock* petrolero favorable que experimenta la economía venezolana en octubre de 1973¹⁵ determinará de una u otra forma la manera de administrar los recursos públicos que se mantendrá por cerca de dos décadas¹⁶, con expansiones considerables del gasto en períodos de bonanza petrolera e insostenibles en períodos de un comportamiento adverso de los precios del petróleo, con lo cual el patrón de los impactos externos contribuiría de forma determinante en potenciar el comportamiento cíclico de la economía (ver Figura N° 4).

La agresiva política de inversiones y gasto desencadenada luego del impacto petrolero de 1973, como consecuencia de la abundancia de recursos, debido al *boom* petrolero, no tardaría en convertirse en un gran problema para la economía venezolana. A principios del año 1977, el panorama petrolero comenzó a deteriorarse (las exportaciones petroleras sufrieron un descenso de 9.225 en 1977 a 8.705 millones de US\$ en 1978), haciendo insostenible los niveles de gasto e inversión que se mantenían en aquel momento, con lo cual se evidenció el sobrecalentamiento de la economía y fue necesario adoptar medidas de austeridad fiscal. En este momento comenzó la tendencia progresiva del deterioro de la economía venezolana que se agravaría aún más luego de 1983. Los niveles de producto *per cápita* comenzaron a descen-

15 El alza en los precios del petróleo en este momento se debió a la llamada “Guerra del Yom Kippur” entre el Estado de Israel y sus vecinos árabes.

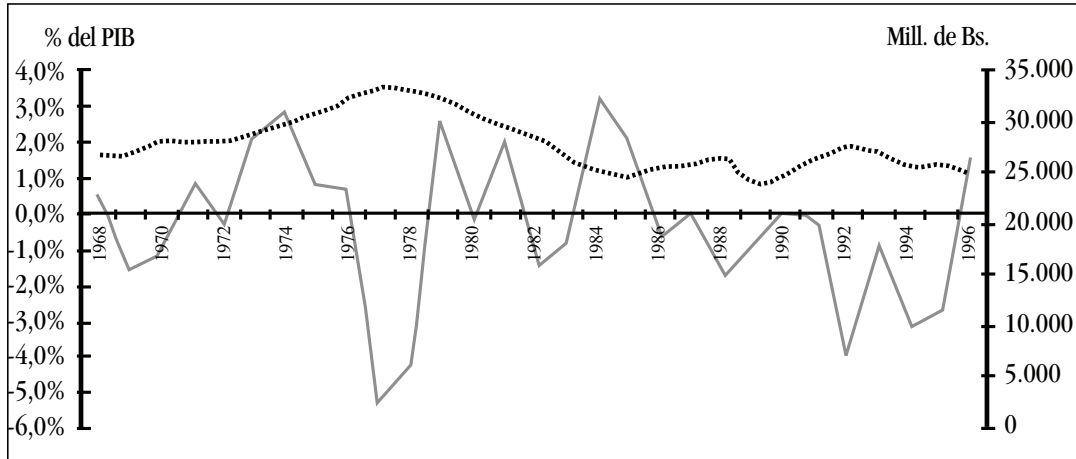
16 La capacidad de un gobierno para controlar sus gastos fiscales ante un aumento inesperado de ingresos por transitorio que estos sean, resulta sumamente difícil de controlar. Estudios empíricos demuestran (por ejemplo, véase Alesina, A. y Tabellini, G. 1987), que el cambio político entre partidos rivales de manera relativamente constante, provoca que el gobierno de turno aumente sus gastos de forma exagerada en vista de que en el próximo período la deuda la tendrá que manejar el grupo opositor.

FIGURA N° 4
EXPORTACIONES PETROLERAS REALES E INGRESO FISCAL PETROLERO



— Ingreso fiscal (como % del PIB).
 - - - Exportaciones petroleras.

FIGURA N° 5
DÉFICIT FISCAL GLOBAL Y PIB PER CÁPITA



— Superávit (déficit) fiscal global (como % del PIB).
 - - - - PIB per cápita.

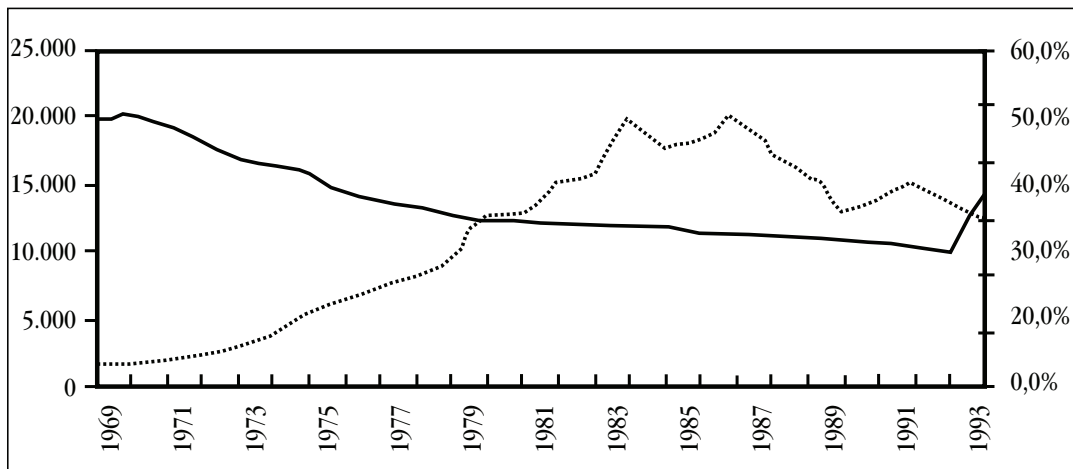
der significativamente a partir de este momento al igual que se intensificaron los severos problemas de déficit fiscal (ver Figura N° 5).

En la medida que la bonanza petrolera alimentaba masivamente la gestión fiscal gubernamental, la economía sintió el impacto de una rápida expansión del gasto del sector público entre los años 1974 y 1982. La prosperidad petrolera dio un impulso significativo al sistema financiero y a la profusión de nuevas actividades bancarias. Desde finales de los años sesenta, el grado de profundización financiera medido por la relación M2/PIB así como el número de oficinas y agencias *per cápita* se incrementó significativamente hasta mediados de los años ochenta (ver Figura N° 6). La Figura 7 muestra adicionalmente como la relación depósitos /PIB y créditos /PIB creció marcadamente desde las postrimerías de los años sesenta hasta finales de los años ochenta, cuando la tendencia se revierte. En forma similar, el nivel de activos en términos reales mostró signos de expansión hasta el año 1988, cuando el piso inflacionario de la economía comenzó a elevarse en forma preocupante (ver Figura N° 8). Lo que es verdaderamente notable, es que el sistema financiero nacional fue capaz de sostener su desarrollo relativamente bien a pesar de manejarse en un ambiente de represión financiera, de escasa competencia internacional y de fuerte intervención del sector público en las actividades financieras¹⁷.

El choque petrolero de 1974 y el flujo masivo de recursos transferidos al sector público arrastró fuertemente las operaciones del sistema bancario privado, el cual estaba hasta entonces fundamentalmente constituido de bancos comerciales y bancos hipotecarios. La expansión fiscal intensificó las operaciones bancarias de tres formas: en primer lugar ayudó a incrementar los depósitos en la banca comer-

17 Hasta finales de la década de los años ochenta, Venezuela, fue un clásico ejemplo de represión financiera. El gobierno no sólo mantenía techos sobre las tasas de interés de las obligaciones y activos de los bancos, sino además establecía cuotas y tratamientos preferenciales a sectores considerados prioritarios. Así mismo, diversas instituciones y un sistema de banca de desarrollo fueron creados en forma *ad hoc* a fin de atender las necesidades de ciertos sectores. Por otra parte, la legislación bancaria desde 1970 prohibía la expansión de los bancos extranjeros, limitando su tamaño al 20 por ciento del capital global del sistema financiero, limitando el número de oficinas y agencias en el territorio y prohibiendo la recepción de fondos gubernamentales. La reforma parcial de la legislación bancaria en 1975, eliminó virtualmente la presencia de los bancos extranjeros en el país. Una caracterización un poco más amplia del régimen de represión financiera en Venezuela puede encontrarse en Arocha y Rojas (1996).

FIGURA N° 6
PROFUNDIDAD FINANCIERA Y HABITANTES POR OFICINA



— Población por oficina.
 - - - M2/GDP

FIGURA N° 7
BANCA COMERCIAL: EVOLUCIÓN DE LA RELACIÓN DEPÓSITOS/PIB
Y PRÉSTAMOS/PIB

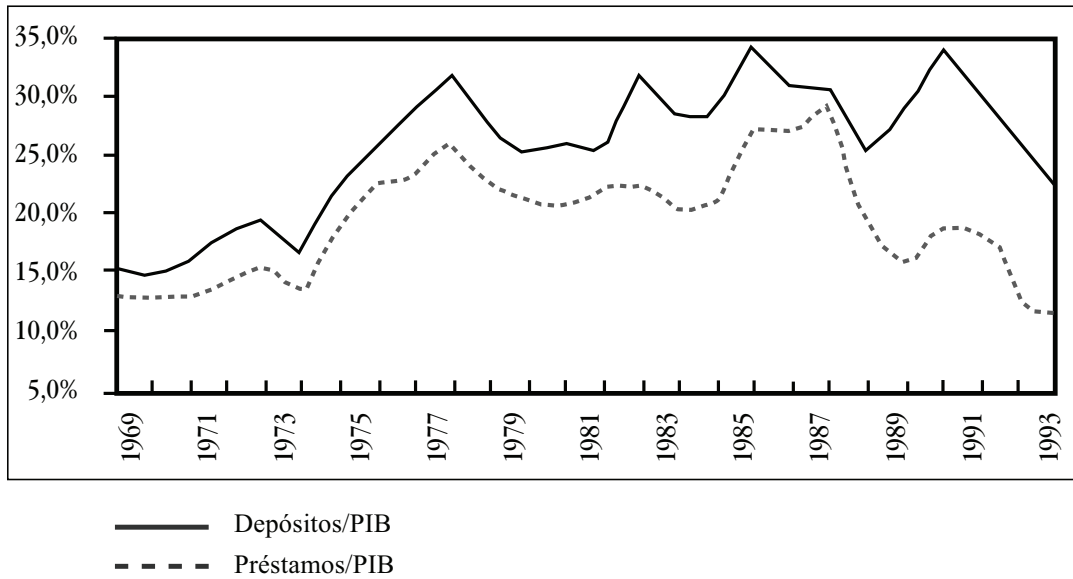
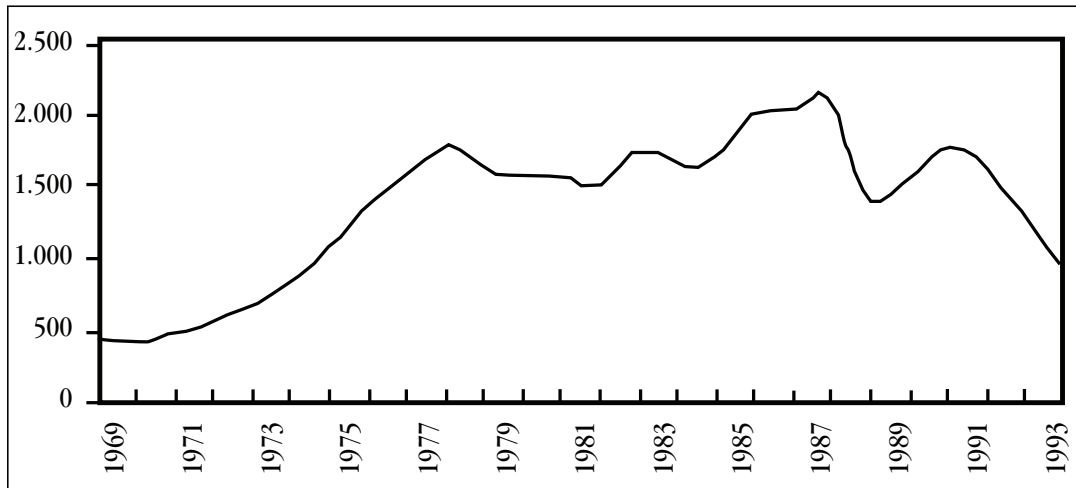


FIGURA N° 8
BANCA COMERCIAL: EVOLUCIÓN DE LOS ACTIVOS REALES



Fuente: Datos de la Superintendencia de Bancos.

cial. El incremento del gasto público coadyuvó a la sostenida creación de dinero primario que se tradujo en nuevos depósitos, y así como a principios de los años ochenta la relación que marca los depósitos a la vista en proporción a otros depósitos a plazo registraba un 90%. Una cifra asociada a los *'standards'* de los países desarrollados. En segundo lugar, la expansión fiscal incrementó las operaciones de préstamos a través de varios fondos sectoriales de fomento a la inversión productiva del sector privado, mediante los cuales se ponía a disposición de las instituciones financieras un caudal de recursos, condicionada su aplicación a inversiones productivas prioritarias. El sector agrícola surgió como uno de los más favorecidos como deja ver el Cuadro N° 5. En esa forma se desarrollaba un nuevo canal de comunicación entre la gestión del gasto y la estructura financiera, en la que ambas partes cooperaban en el proceso de inversión (Bello, 1986). El volumen de fondos del sector público al sector privado vía instituciones financieras públicas y programas especiales de financiamiento fue significativo (Mata, 1996). Destacaron en particular fondos de segundo piso como el Fondo de Crédito Industrial y el Fondo de Crédito Agropecuario. Finalmente, al expandir la escala de los proyectos de inversión del sector público, el caudal de recursos públicos requirió del financiamiento de bancos locales.

Indicios de crecimiento del universo de intermediarios financieros y de diversificación de los servicios fueron sintomáticos de la expansión. El número de bancos comerciales que participaban en el mercado presentó un crecimiento relativamente moderado en 35% entre 1973 y 1983; no sucedió así con la red de oficinas, la cual pasó de 688 sucursales y agencias en 1973 a 1.318 en 1983. La distribución geográfica de las oficinas de la banca comercial para 1983 se encontraba dispuesta en 37% para la región capital, 12% en la región central, 33% en la zona occidental y 7% en el oriente del país. El número de habitantes atendidos por oficina bancaria pasó de 17 mil en 1973 a 11 mil en 1983, a consecuencia del aumento en la red de sucursales y agencias. En lo que respecta a los gastos y depósitos por oficina, éstos presentaron una variación nominal del 300% y 171%, respectivamente, entre 1973 y 1983.

El sistema no sólo mantuvo un ritmo de crecimiento en el número de oficinas, sino además comenzó a diversificarse gradualmente.

CUADRO N° 5
DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DE LOS CRÉDITOS POR ACTIVIDAD ECONÓMICA

	AGRÍCOLA	MINAS	MANUFACTURA	CONSTRUCCIÓN	COMERCIO	OTROS
1975	9,7%	0,2%	23,8%	11,6%	31,1%	23,6%
1980	17,5%	0,7%	17,9%	11,1%	25,0%	27,9%
1983	18,3%	0,6%	15,3%	10,8%	23,3%	29,6%
PROMEDIO	15,6%	0,6%	18,9%	10,8%	27,4%	27,9%

Fuente: SBIF.

CUADRO N° 6
BANCOS COMERCIALES OPERATIVOS Y RED BANCARIA; 1973-1983

	CASAS MATRICES	SUCURSALES	AGENCIAS	TOTAL SUC. Y AGENC.	NO. HABITANTES POR OFICINA	DEPÓSITOS POR OFICINA	GASTOS OPER. POR OFICINA
1973	31	222	435	688	17.076	24.774	973
1975	31	265	502	798	15.693	40.882	1.413
1977	33	325	628	986	13.531	55.441	1.958
1979	34	368	751	1153	12.348	58.019	2.618
1980	35	379	798	1212	12.131	64.520	3.195
1981	40	396	836	1272	11.938	70.461	3.608
1982	41	414	870	1325	11.839	67.848	4.045
1983	42	421	897	1360	11.896	81.801	4.540

Fuente: BCV, Informe Anual de SBIF, varios años.

1/ En N° de habitantes.

2/ En miles de Bs.

Aunque el centro de la expansión financiera la constituyó la banca comercial, las arrendadoras, las sociedades financieras y entidades de ahorro y préstamo comenzaron a adquirir mayor presencia¹⁸. Del mismo modo ocurrió con la banca hipotecaria, estimulada por la acentuada expansión de la construcción de viviendas.

III.3 Turbulencias y vientos de cambio: los episodios de quiebras

Como señalamos con anterioridad, el debilitamiento experimentado por el mercado petrolero en 1977-1978, contribuyó a estancar los ingresos fiscales justo en un momento en el cual los proyectos de inversión de las empresas del sector público se expandían. Simultáneamente, las políticas de mantener tasas de interés internas relativamente bajas y un tipo de cambio fijo, en los momentos en que los ingresos petroleros comenzaron a caer, generó expectativas devaluacionistas, propiciando cierta salida de capitales de corto plazo que sumados al déficit en cuenta corriente, dio origen a un resultado deficitario en la balanza de pagos que debió ser financiado con endeudamiento externo. Paz y Sardi (1986), determinan que el deterioro sostenido de los términos de intercambio había hecho descender este índice para 1978 en más de un 70% del valor alcanzado en 1974. En diciembre de 1978, es intervenido el Banco Nacional de Descuento, primera señal desde la crisis de los años sesenta de la vulnerabilidad de un banco.

El Banco Nacional de Descuento inició sus operaciones, el 16 de noviembre de 1954, con un capital social de 40 millones. Esta institución había ya experimentado un primer episodio de inestabilidad financiera entre los años 1959 y 1962, afectado por la crisis de liquidez que atravesaba el sistema financiero en aquel momento. La situación financiera del banco pareció normalizarse con el paso del tiempo, hasta el punto que promovido por una agresiva política expansionista logró posicionarse entre las primeras instituciones financieras del país a mediados de los setenta. A raíz del fuerte *shock* externo adverso que afectó la economía venezolana durante el bienio 1977-

18 En 1965 se había promulgado la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo, con lo cual se dio cabida en la legislación local a instituciones que habían adquirido un gran desarrollo en otros países. Con anterioridad, a comienzos del decenio de los sesenta, se promulgó la Ley General de Bancos y otros Institutos de Crédito, la cual consagraba la especialización bancaria.

78, se vio afectada considerablemente la capacidad de pago de las empresas deudoras, afectando considerablemente la calidad de las colocaciones y reduciendo los niveles de liquidez de la economía, lo que aunado a una inadecuada administración financiera y crediticia, colocó al BND nuevamente en una grave situación de iliquidez, la cual fue solucionada nuevamente con el apoyo financiero prestado por el Banco Central. Los problemas de iliquidez del banco continuaron empeorando, hasta que llegó a un punto en el cual no pudo seguir contando con el auxilio del Banco Central, por cuanto fue excluido del mecanismo de compensación de Caracas a partir del día 07/12/78, motivando la intervención del banco por el Ejecutivo Nacional a partir del día 7 de diciembre de 1978.

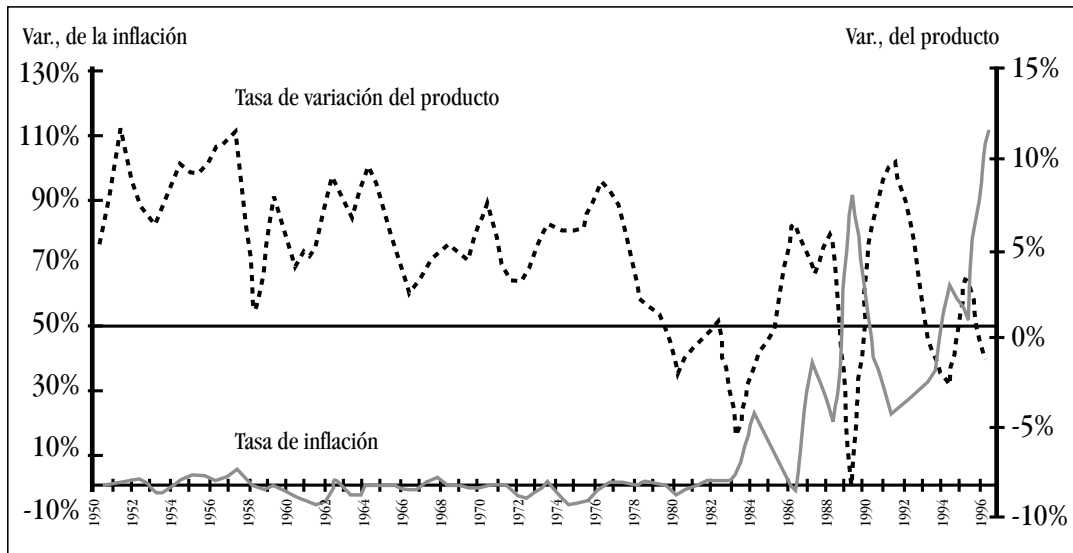
Importantes irregularidades observadas por la Superintendencia de Bancos condujeron a la intervención del Banco Nacional de Descuento, tales como la acentuada falta de liquidez y consecuentemente una continua deficiencia en su encaje legal. Por esta razón se le remitieron a la directiva del instituto innumerables comunicaciones y un total de 43 multas por un monto cercano a los 639.000 bolívares. (El promedio semanal de la deficiencia de encaje legal en 1978, fue de Bs. 124 millones aproximadamente, alcanzando para el 12/12/78, unos 531 millones de Bs.). Por otra parte, en inspección realizada en septiembre de 1978, se corroboró que los créditos otorgados a empresas filiales o asociadas arrojaron una pérdida estimada en Bs. 632,9 millones, en tanto que para los ordinarios se estimó una pérdida de 35,7 millones, con lo cual se llega a una pérdida bruta de 668,6 millones de bolívares. Si a esta última cantidad se le deducen las provisiones, resulta una pérdida neta estimada de Bs. 656,6 millones, lo que representa el 10,8% de la cartera de crédito y el 106,3% del patrimonio. Entre otras características resaltantes de la política crediticia del BND se encuentran, la renovación de créditos con una alta frecuencia; aprobación de créditos sin autorización de la Junta Directiva; a pesar de que los créditos otorgados a ciertos clientes se encontraran demorados, no se hacía la respectiva contabilización, permaneciendo cierto tiempo como créditos vigentes hasta producirse su renovación; la alta dependencia de los prestatarios con el banco evidenciada por una notable desproporción entre el monto de los créditos y el patrimonio de los clientes.

El incremento en las exportaciones petroleras entre 1979 y 1980, dio un giro a la situación económica del país pero sólo de forma temporal, ya que los ingresos de exportación de crudo declinaron una vez más y con velocidad en 1981 y 1982. Las salidas de capitales se aceleraron cuando el precio del petróleo comenzó a declinar y los residentes domésticos comenzaron a anticipar un ajuste cambiario. Hasta entonces, Venezuela, había transitado por cerca de 20 años en un clima de extraordinaria estabilidad cambiaria. Las dificultades se magnificaron cuando el flujo de préstamos externos se interrumpió repentinamente a finales de 1982 y las tasas de interés internacionales comenzaron a subir.

El deterioro en el patrón de crecimiento mantenido hasta la primera mitad de la década de los setenta y la persistencia de desequilibrios estructurales, comenzaron a ser una tendencia típica de la economía venezolana. La década de los ochenta se caracterizó por ser el período donde los desequilibrios se profundizaron de manera dramática. El problema de la deuda externa de los países en desarrollo a principios de los ochenta junto con la caída de los precios del petróleo en la primera mitad de 1982, desmejoró las expectativas y provocó una fuga masiva de capitales, lo que erosionó el nivel de las reservas internacionales colapsando el régimen cambiario en febrero de 1983, (la variación en las reservas internacionales entre junio del 82 y febrero del 83 fue de 16%) y obligando a tomar medidas en ese ámbito. A partir de 1983, la volatilidad del producto se hizo mucho más severa al igual que los niveles inflacionarios se catapultaron de forma alarmante (ver Figura N° 9).

Entre 1979 y 1983, la economía experimentó un marcado desarreglo con el producto decreciendo en ese período en -1%, con una inflación promedio de 13,4% (Rodríguez, 1986). La bajísima tasa de crecimiento económico real acusada entre 1979 y 1983, ha sido señalada en algunos estudios como fuente de dificultades en el sistema financiero en ese período. En relación a lo acontecido en este período, Bello (1986, p. 114), observa por ejemplo, como el “sistema financiero resintió de los efectos causados por el estancamiento en el nivel de actividad económica real interna”. Palma (1985, p. 46), es un poco más amplio al señalar que “el sistema financiero tropezó con dificultades derivadas de la desaceleración de la actividad económi-

FIGURA N° 9
PRODUCTO INTERNO BRUTO TOTAL E INFLACIÓN (*)



(*) Tasa de variación del PIB total y de su deflactor implícito.

ca, de las persistentes y continuas salidas de capital al exterior y del deterioro que presentaron ciertas instituciones financieras”. Evidentemente, a la luz de los acontecimientos que ocurrirían una década después, esta situación que atravesó la banca apenas si puede ser calificada como una turbulencia menor. Sin embargo, los bancos en manos del sector público se vieron seriamente afectados. En 1981, el Banco de Desarrollo Agropecuario fue intervenido y a finales de 1982, el mayor banco del país, el Banco de los Trabajadores, cuya propiedad mayoritaria estaba en manos de la Confederación de Trabajadores de Venezuela, corrió con la misma suerte. Este episodio generó cierto clima de desconfianza alrededor de la solvencia del sistema financiero, que sumado a las expectativas cambiarias existentes, acentuó la salida de capitales. En el año 1983, tres bancos de fomento del Estado fueron intervenidos: los bancos de Fomento Regional del Zulia y Comercial de Venezuela y el Banco Comercial de Maracaibo. En todos estos casos el denominador común de los créditos sin garantía a empresas y grupos relacionados así como el manejo de carteras con fines políticos, puso a las instituciones en una posición frágil. Sin embargo, como será punto de nuestra atención ulterior, el colapso estuvo muy ligado a la reversión del ciclo y al deterioro de la capacidad de pago del gobierno. El entorno macroeconómico que rodeó a estos episodios de quiebra, mostraba un debilitamiento de la posición de liquidez y solvencia del país, como consecuencia de una nueva caída en el precio del petróleo y del elevado nivel de endeudamiento externo. La enorme salida de capitales de los años 1981 y 1982 y las expectativas devaluacionistas, obligaron a las autoridades a tomar medidas extremas para fortalecer la posición de las reservas internacionales¹⁹.

El Banco de Desarrollo Agropecuario (Bandagro) había sido creado bajo la figura de Sociedad Anónima el 20/07/67, conformado por un capital inicial de 100 millones de bolívares. Entre las principales funciones del banco, figuraron: 1) Promoción y financiamiento de empresas agropecuarias. 2) Financiamiento de empresas de servicios para el sector agropecuario y pesquero. 3) Promoción de la cooperativas rurales. El 12 de enero de 1981, el Gobierno Nacional decidió inter-

19 Las autoridades procedieron a revalorizar las reservas en oro, a centralizar en el BCV los activos externos de Pdvs y a concertar nuevos préstamos en el exterior.

venir la institución luego de repetidas infracciones a la Ley de Bancos y por mantenerse en estado de iliquidez por prolongados períodos. El Banco se mantuvo intervenido hasta el 22 de enero de 1991, siendo administrado durante diez años por diferentes interventores, para luego entrar en proceso de liquidación que aún no ha sido culminado.

Por su parte, la intervención del Banco de los Trabajadores de Venezuela (BTV), en 1982, obedeció a un constante déficit en cámara de compensación y a una gran concentración de créditos otorgados a empresas relacionadas. Los principales grupos vinculados al banco eran el grupo Ibsa, que consistía en un ente coordinador de 53 empresas en las cuales se habían realizado inversiones en acciones, dirigidas por los directores del BTV y un grupo conformado por una veintena de empresas encabezadas por la Corporación de Ahorro y Crédito para la Vivienda (Coracrevi)²⁰. Según el Superintendente de Bancos del momento, Juan Francisco Ramírez Giraud, la mayor dificultad luego de la intervención del banco radicó en desentrañar la madeja de créditos otorgados a las empresas afiliadas y relacionadas al banco. Según el informe de los auditores Pérez Mena y Everts, los créditos a las compañías afiliadas y relacionadas constituyeron 41% de la cartera de colocaciones del banco, ascendiendo a casi 8.000 millones de bolívares, mientras que los créditos al sector público correspondían a 17% de la cartera total.

En el caso de la Banca de Fomento Regional, la influencia de la situación macroeconómica del país no dejó de ser importante. En 1983, la grave situación económica, agudizada por una masiva fuga de capitales, colocó al gobierno en una situación de insolvencia tal que imposibilitó el soporte financiero de algunas instituciones financieras que pertenecían al Estado, produciéndose la intervención por falta de liquidez de los bancos de Fomento Regional del Zulia, Comercial de Maracaibo y de Fomento Comercial de Venezuela. La intervención del Banco de Fomento Comercial de Venezuela en 1983, obedeció principalmente a falta de liquidez, lo que generó su salida de cámara de compensación, con un sobregiro que se estima en 70 millones de bolívares sobre el encaje del Banco Central, ocasionado

²⁰ Revista *NÚMERO*, 13 de febrero de 1983.

en gran parte por atrasos en compromisos adeudados por empresas públicas y privadas. El accionista absoluto de este banco, la Corporación Venezolana de Fomento, había recuperado la institución después de haber sido intervenida en 1964, por primera vez. El Banco de Fomento Regional del Zulia, fue intervenido luego de una inspección realizada en febrero del año 1983, donde al serle practicada una revisión de algunas partidas, se encontró que la institución mantenía negocios fraudulentos, con bancos en Panamá, además de operaciones cruzadas con el banco Comercial de Maracaibo y con Sofizulia, situación que se vio agravada debido a una continua pérdida de depósitos que lo colocó fuera de la cámara de compensación²¹. La mayoría accionaria de este banco se encontró en manos del Banco Industrial de Venezuela (52%) y el resto en manos del sector privado. Finalmente, el Banco Comercial de Maracaibo fue intervenido luego de una inspección realizada en el año 1982, donde se concluyó que entre 40 y 50 por ciento de la cartera de préstamos era de dudosa recuperación.

No deja de ser intrigante, si se quiere, que el creciente desarreglo de la economía apenas haya afectado a la industria bancaria privada. La pregunta lógicamente es: ¿por qué ante esta turbulencia macroeconómica, el sector financiero en su conjunto salió virtualmente ileso? Aunque la respuesta definitiva a esta interrogante tiene mucho que ver con el análisis de la crisis financiera que haremos más adelante, es preciso adelantar algunos elementos de juicio.

Las instituciones financieras privadas nacionales venían desarrollando desde finales de los años setenta mecanismos de adaptación y de competencia a fin de incrementar la participación de mercado y de aminorar los riesgos. Una manera de atraer fondos y de generar mayores beneficios era formando grupos o conglomerados financieros, en los que a un banco matriz se agregaban un banco hipotecario, una sociedad financiera, una compañía de seguros, una arrendadora, un fondo de activos líquidos, etc. Cada una de estas instituciones se desenvolvía dentro del contexto de la legislación vigente, en la que no se consagraban normas para regular la intermediación consorciada. En el corto plazo la inherencia del sistema financiero en la asigna-

21 *El Nacional*, 06/10/83, Cuerpo D.

ción de saldos financieros se incrementaba, aun cuando la salud del sistema en su conjunto pudiera verse comprometida en un plazo mayor bien por los cambios que la función intermediaria de la banca podía sufrir o por la ausencia de un adecuado marco regulatorio. Por otra parte, ante la salida masiva de capitales, a finales de agosto de 1981, se decidió modificar el esquema de tasas de interés activas y pasivas vigente y se decidió liberalizarlas, lo que causó de inmediato su ascenso. Esta medida de política, por lo demás, permitió a los bancos transitar la turbulencia incrementando el *spread* entre la tasa de interés de los préstamos y el costo de los fondos²². Finalmente, con la instrumentación en 1983 del régimen de cambios múltiples, los bancos encontraron una fuente de rentabilidad inédita hasta entonces en las operaciones de cambio comerciales y en las oportunidades de arbitraje. De acuerdo con Faraco y Suprani (1995), el sesgo especulativo que tomó la banca a partir de 1983, está marcado por los ingresos por concepto de manejo de divisas (ingresos extraordinarios), los cuales llegaron a representar más de la tercera parte de los beneficios. Más aún, la banca apenas se vio afectada por el régimen de cambios múltiples, ya que su posición de deudora neta en moneda extranjera constituyó uno de los mayores condicionantes para el establecimiento de la política de cambios diferenciales²³.

Varios años de ajuste caótico siguieron al nuevo régimen cambiario de febrero de 1983. Un severo ajuste fiscal y una tremenda compresión de las importaciones provocaron una caída del producto durante el bienio 1984-1985 (los dos primeros años de la administración del presidente Jaime Lusinchi)²⁴. Es precisamente en 1985, cuando tres instituciones financieras son intervenidas y un banco comercial, el Banco de Comercio, es intervenido y cerrado. Serias deficiencias en la supervisión bancaria salieron a flote cuando los auditores externos del banco dan cuenta de la extrema inmovilidad de cartera,

22 En 1984, se establecen nuevamente límites máximos a las tasas de interés activa y pasiva, una proporción obligatoria de la cartera se destina a las actividades agrícolas en 22,5% y se establecen tasas de interés para las actividades agrícola y de construcción.

23 Bello (1986) señala que en el subperíodo 1978-1983, era más fácil la apertura de líneas de crédito con bancos extranjeros que la emisión de activos financieros indirectos que arraigaran en el ahorrista local. La banca, se vio favorecida por los convenios cambiarios que sucesivamente fueron instrumentándose a partir de febrero del año 1983, y en donde el sector privado (incluyendo el sector financiero) acudía para la amortización de su deuda externa a un tipo de cambio preferencial.

24 El producto cayó en -1.4% en 1984 y sólo registró un crecimiento de 0.2% en 1985.

y de la existencia de un cuantioso número de créditos otorgados sin garantías y a empresas relacionadas. La señal que dieron las autoridades gubernamentales, ante el escándalo bancario, fue si se quiere la más inconveniente. Las autoridades gubernamentales lejos de modificar las serias deficiencias regulatorias, habían creado por decreto de fecha 20 de marzo de 1985, un fondo de seguro de depósitos (Fogade)²⁵.

La historia reciente del Banco de Comercio estaba llena de altibajos. En el mes de mayo del año 1982, el Banco de Comercio había sido adquirido por la Sociedad Financiera Credival, apoderándose de un 80% de las acciones la empresa J.V. Peasan, cuyo presidente era Juan Vicente Pérez Sandoval. Los comienzos de la Sociedad Financiera Credival, se remontan a principios de los años setenta, con la compra de la Sociedad Financiera Fénix, la cual en el año 1976 cambia de razón social y aumenta su capital a 5 millones de bolívares. Dentro de los accionistas de la Sociedad Financiera Credival se encontraban el First National Bank of Louisville con una participación cercana al 20% y General Electric (GE) de Venezuela 11,3%. Al comenzar el proceso de aumentos de capital, el First National Bank of Louisville no acepta continuar en la Sociedad y GE compra un 20%. El capital de la compañía continuó aumentando, pasando de 11 millones de bolívares en junio de 1976 a 80 millones en 1978. A principios de 1983, surgió un episodio de enfrentamiento entre los accionistas del banco, Pérez Sandoval y Oswaldo Cisneros, de esta pugna salió vencedor Pérez Sandoval, quien logró controlar el banco con un 69% del capital accionario. Igualmente, Pérez Sandoval logró apoderarse de empresas relacionadas al Grupo Cisneros como Ufaca, Servicios de Pozos Anzoátegui y empresas de aviación comercial.

La tremenda caída en el producto en el año 1984, que se sumaba a un raquítico crecimiento promedio de la economía entre 1979 y 1983, del orden de 0,3%, precedieron la caída del Banco de Comercio. La intervención del BC fue hecha por Ramón Carrasco Pintor, quien tras un análisis de la situación del banco, reveló que el 60 o 70 por ciento

25 Un problema de riesgo moral subyace en forma latente cuando el gobierno reacciona como lo hicieron las autoridades venezolanas en ocasión de la quiebra del Banco de Comercio. La disciplina bancaria es difícil de establecer si tanto los bancos como los depositantes asumen implícitamente que el gobierno garantizará las obligaciones a como dé lugar.

de los créditos aprobados beneficiaban exclusivamente a unas 300 empresas ligadas al banco y a sus filiales, controladas por los grupos financieros Pérez Sandoval, Morrison y Siso. El monto de los créditos demorados y en litigio se calculó en Bs. 1.300 millones, de un total de 2.000 millones de Bs. de créditos inmovilizados. Según informe de los auditores externos de la institución²⁶ la cartera de crédito se encontraba en un grave deterioro al punto que los créditos habían sido otorgados sin los documentos y recaudos necesarios, además de que ningún crédito poseía garantías reales. Se abrió igualmente una averiguación sobre las cuantiosas sumas de dinero depositadas por empresas del Estado y entes descentralizados (cerca de 36) en el período en que el banco se encontraba en inminente estado de quiebra, averiguándose que los funcionarios que depositaban los fondos en cuentas corrientes recibían comisiones entre 2 y 5 por ciento del monto colocado²⁷. El Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria asumió la responsabilidad sobre los depósitos de los clientes del banco por medio de recursos propios, manteniendo la institución en condición operativa.

La revisión de las características de las quiebras bancarias experimentadas por el sistema financiero venezolano (de 1961 a 1985), permiten efectivamente establecer que los cambios en el entorno macroeconómico provocaron el deterioro de las colocaciones, generando luego problemas de liquidez en las instituciones, haciéndose más evidente esta asociación en aquellos bancos que tenían una mayor parte de sus colocaciones vinculadas a empresas contratistas del estado y al Gobierno mismo, con lo cual, al revertirse el ciclo y deteriorarse la capacidad de pago del sector público, se afectó la cartera de créditos. Asimismo, la falta de supervisión permitió el otorgamiento de créditos sin garantías reales a empresas y directivos de los bancos, y en el caso de la banca manejada por el Estado, las facilidades crediticias para financiar diferentes empresas o corporaciones estatales, en su mayoría con fines políticos constituyeron un lugar común. Igualmente, la concentración de créditos en un determinado sector económico hizo muy difícil la rápida recuperación de la inversión (como

26 Espiñeira, Sheldon y Asociados, Contadores Públicos. Informe de los estados financieros del Banco de Comercio, 31/05/85.

27 DOSSIER, News Analysis and Report International. (1987), "Los Grandes Fraudes Bancarios", Año III, No. 10.

CUADRO N° 7
EVOLUCIÓN DE LOS EPISODIOS DE QUIEBRAS BANCARIAS EN VENEZUELA,
1961-1993

AÑO	BANCO	FECHA DE INTERVENCIÓN	TIPO DE INSTITUCIÓN	ACCIONISTA MAYORITARIO
1961	BANCO TÁCHIRA	09/09/61	PÚBLICO	-ND-
1965	BANCO DE FOMENTO COMERCIAL DE VENEZUELA	1965	PÚBLICO	-ND-
1978	BANCO NACIONAL DE DESCUENTO	07/12/78	PRIVADA	J.J. GONZÁLEZ GORRONDONA
1981	BANCO DE DESARROLLO AGROPECUARIO	12/01/81	PÚBLICO	-ND-
1982	BANCO DE LOS TRABAJADORES DE VENEZUELA	29/11/82	PÚBLICO	CTV (57%)
1983	BANCO DE FOMENTO REGIONAL DEL ZULIA	04/10/83	PÚBLICO	Bco. INDUSTRIAL (52%)
	BANCO DE FOMENTO COMERCIAL DE VENEZUELA	05/10/83	PÚBLICO	CVF (100%)
	BANCO COMERCIAL DE MARACAIBO	11/10/83	PÚBLICO	CVF (100%)
1985	BANCO DE COMERCIO	03/06/85	PRIVADA	J.V. PÉREZ SANDOVAL

Nota: el término público se refiere a que el banco fue manejado por el Estado.

en el caso del sector inmobiliario). El Cuadro N° 7 permite apreciar los bancos que han quebrado desde 1961, con su fecha de intervención, el tipo de institución, accionista mayoritario y la causa de la intervención de acuerdo a las señaladas anteriormente.

En 1986, la administración del presidente Jaime Lusinchi emprende una fuerte expansión fiscal con el fin de arremeter el entorno fuertemente recesivo que había prevalecido en la primera parte de la década de los años ochenta y que se había acentuado con el severo ajuste fiscal emprendido en 1984. Pero esta reedición del viejo esquema de desarrollo se emprende en un contexto donde las finanzas públicas estaban siendo gravemente afectadas por el pesado servicio de la deuda externa y por la aguda caída de los precios petroleros. El desfavorable panorama petrolero y la decisión de expansión fiscal llevaron a un ajuste cambiario y a un incremento significativo en el piso inflacionario que alimentaron un peligroso círculo vicioso de déficit fiscal-devaluación-inflación. Para finales de 1988, los desbalances macroeconómicos eran insostenibles. El déficit fiscal del Gobierno Central se incrementó a 6,1% del PIB, el déficit en la cuenta corriente alcanzó los 5.809 millones de dólares, la inflación subió a 29% y el tipo de cambio lucía una vez más sobrevaluado. En estas circunstancias la economía comenzó a desmonetizarse rápidamente, afectando lógicamente la liquidez del sistema financiero²⁸. La nueva administración que toma la dirección del país en 1989, decide entonces instrumentar un ambicioso programa de reformas bajo el apoyo y el tutelaje del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial.

III.4 Las reformas económicas y la liberalización financiera

El programa económico emprendido a comienzos del año 1989 por la administración del presidente Carlos Andrés Pérez se basó en el menú *estándar* de estabilización macroeconómica recomendado por el FMI combinado con profundas reformas estructurales (propio de los acuerdos de facilidad ampliada). El ajuste se hizo con rapidez y el gobierno justificó de algún modo este ‘tratamiento de choque’ tomando en consideración el *momentum* político creado por las recién-

28 De acuerdo al Banco Central de Venezuela, la relación M2/PIB cayó de 41,8% a 38,3% entre 1987 y 1988 (ver Arocha y Rojas, 1996). La figura 6 muestra como M2/PIB presenta un quiebre para el cierre del año 1988, que sólo se recuperará muy levemente en los años 1990 y 1991.

tes elecciones y por las dificultades que traería monitorear un enfoque gradual. El programa buscaba varios objetivos, a saber: la restauración del equilibrio en las cuentas externas en conjunción con un cronograma de pagos del servicio de la deuda externa, el control de la inflación, y la creación de una estructura de precios relativos que condujera a una más eficiente asignación de los recursos. La fase macroeconómica contempló la puesta en práctica de una política fiscal restrictiva y la adecuación de los agregados monetarios a los requerimientos reales de la economía usando instrumentos indirectos de política monetaria²⁹. Así mismo, un abrupto ajuste del tipo de cambio, la liberalización de los precios de los bienes básicos y el ajuste de tarifas de los servicios públicos fueron emprendidos desde el mismo inicio del programa. Marcaron la pauta con ligero desfase la reforma comercial basada en la apertura total, la privatización de ciertas empresas del Estado y la liberalización del sistema financiero.

En lo que toca al sector financiero, Venezuela, se incorporaba tardíamente a las experiencias de liberalización que en América Latina tenían sus principales antecedentes en los países del Cono Sur (Chile 1974; Uruguay 1976 y Argentina 1977). En estos casos los procesos de reforma se habían centrado en una política de liberalización interna (tasas de interés de mercado) y en la apertura financiera al exterior, procurando modificaciones del marco legal para reducir la intervención estatal, permitir una mayor competencia, fomentar el establecimiento de una mayor variedad de mercados e instituciones intermediadoras, ajustar el marco regulatorio y de supervisión, y adecuar los mecanismos para tratar bancos en problemas. Arocha y Rojas (1996, p.162), al analizar las razones que justificaban el proceso de liberalización financiera en Venezuela, comentan: “era ineludible modernizar el sistema financiero para que éste pudiera respaldar y potenciar el crecimiento esperado”. En ese objetivo las reformas se centraron en la liberalización de las tasas de interés (que venían reguladas desde el año 1984), la eliminación de la cartera de crédito destinada a sectores prioritarios, la privatización de aquellos bancos comerciales en manos del Banco Central y la flexibilización de la parti-

29 El Banco Central intentó esterilizar buena parte de la liquidez por vía de la emisión a plazo de su mesa de dinero, pero ya desde finales de 1989, comenzó a hacerlo con sus propios bonos en la Bolsa de Valores.

cipación de los bancos extranjeros en el mercado financiero doméstico. Con el apoyo financiero del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, se contempló además (con escaso compromiso y éxito) un programa para el fortalecimiento de la capacidad de supervisión de los órganos regulatorios, la reestructuración de los fondos y bancos del Estado y la reforma del marco legal que regulaba al sector.

Este conjunto de medidas sobre el sector financiero, rutinariamente recomendadas por las agencias multilaterales a los países en desarrollo, habían encontrado un primer eco analítico en los trabajos de McKinnon y Shaw en los primeros años de la década de los años setenta³⁰. Esta visión, si se quiere ingenua, asignaba a los mercados financieros liberalizados bondades potenciales para el crecimiento. En mayor detalle la liberalización financiera incrementaría el flujo de ahorro, elevaría el *stock* de riqueza mantenido en forma de activos financieros y los haría disponibles para la inversión, permitiendo además con la mejor asignación de los recursos disponibles un incremento en la eficiencia. La tesis de McKinnon y Shaw desató una inmensa literatura, gran parte de ella cuestionando sus supuestas bondades³¹. El éxito discreto que la liberalización financiera ha tenido en algunos países en desarrollo y las catastróficas consecuencias que ésta ha traído en muchos otros, ha hecho cambiar el giro de muchos de sus proponentes hacia una estrategia de segundo óptimo. Para algunos revisionistas, reformas exitosas en los mercados reales deben preceder a las reformas financieras. El propio McKinnon (1989, 1991), ha revisado

30 Ver McKinnon, R. *Money and capital in economic development*, Washington, D.C., The Brookings Institution, 1973; y Shaw, E. *Financial deepening in economic development*, New York, Oxford University Press, 1973.

31 Los trabajos de Van Wijnbergen (1983), Buffie (1984), y Taylor (1983), lanzaron una primera oleada de críticas basadas en la existencia de “*curb markets*” en los países en desarrollo. Mayores tasas de interés inducen una reasignación de portafolios que deteriora los más ‘eficientes’ canales de intermediación de los mercados financieros informales (que no están sujetos a requerimientos de reservas) en favor de los depósitos en la banca. Adicionalmente, el incremento en las tasas de interés en combinación con una menor oferta de fondos prestables es equivalente a una contracción monetaria. Dutt (1984) y Burkett y Dutt (1990), han señalado, que en caso en que la tasa de ahorros se incremente como consecuencia de la liberalización, esto puede reducir la demanda agregada y conducir a una estanflación. Díaz Alejandro (1986), analiza lo acontecido en los episodios seguidos en los países del Cono Sur para concluir en que un proceso de sobreendeudamiento e inestabilidad macroeconómica termina convirtiendo la liberalización en pánico y colapso financiero. A esta literatura han seguido una serie de escrutinios empíricos de los cuales una gran parte ha puesto en cuestionamiento los supuestos beneficios de la liberalización. Buena parte de estos son recogidos en Dornbusch y Reynoso (1989) y González Arrieta (1988).

críticamente sus primeras posiciones y ha reconocido que un escenario de altas tasas de interés termina exacerbando problemas de ‘riesgo moral’ y ‘selección adversa’ lo que conduce eventualmente a un ambiente de inestabilidad macroeconómica y financiera. A decir verdad, ninguno de estos elementos fueron considerados y mucho menos discutidos al momento de emprender la reforma del sector financiero en 1989. Tampoco lo fueron las enseñanzas muy cercanas que habían dejado las reformas en el Cono Sur y en otros países latinoamericanos. Venezuela, siguió el camino ortodoxo reproduciendo gradualmente una serie de tendencias que a la larga influirían en el colapso financiero ulterior.

A juzgar por los efectos sobre la inflación, el programa de ajuste instrumentado entre 1989 y 1993, fue un rotundo fracaso. La inflación escaló en el primer año del ajuste a niveles sin precedentes (81%), y entre los años 1990 y 1993, promedió 36,3%. La falta de una organización profunda de las finanzas públicas, la presencia de una política cambiaria reactiva basada en un objetivo de tipo de cambio real y la política monetaria restrictiva resultaron altamente incongruentes. La dinamización de la demanda interna a través del gasto público fue apoyada por los ingresos petroleros externos inesperados (consecuencia de la crisis del Golfo Pérsico) en los años 1990 y 1991 (Niculescu y Puente, 1994). El retorno a los mecanismos tradicionales de crecimiento era evidente, pero esta vez se producía en un contexto macroeconómico diferente al pasado. Para contrarrestar la generación de exceso de liquidez procedente del gasto público, las autoridades monetarias recurrieron fundamentalmente a operaciones de mercado abierto. Ante estos acontecimientos, y en un contexto de liberalización financiera, la conducta del sector financiero experimentó cambios abruptos que comentaremos posteriormente con mayor extensión, a lo que se sumaron las elevadas tasas de interés. Un nuevo deterioro del mercado petrolero se presenta en 1992 para poner las exportaciones petroleras en \$14.008 millones después de haber alcanzado un pico histórico de 17.272 millones de dólares en el año noventa. Los ingresos fiscales del gobierno caen en 5 puntos del PIB, agudizando la posición deficitaria del Gobierno Central (Moreno, 1997).

El sistema financiero que apenas había sufrido parcialmente los rigores de la crisis económica de los años ochenta, experimentó difi-

cultades mucho más severas justo antes y después del programa de reformas del año 1989. Si bien es cierto que el difícil año 1988, había ya marcado el final de una tendencia estrictamente creciente en el grado de profundización financiera (medido por la razón M2/PIB), el cuadro 8, no obstante, presenta información relevante a fin de detectar algunas tendencias del sistema financiero en el período que va desde mediados de los años ochenta hasta el año 1993, justo antes de desencadenarse la crisis financiera. Las primeras dos columnas registran el porcentaje de los ingresos financieros y ingresos no-financieros sobre el total de ingresos de la banca. Como ingresos financieros se registran aquellos flujos vinculados directamente con la actividad propia de intermediación y la inversión en valores. A partir del año 1988, los ingresos no-financieros comienzan a aumentar sensiblemente hasta ubicarse en un 26% de los ingresos totales de la banca. Al parecer, la generación de beneficios globales estaba descansando cada vez más en operaciones no directamente vinculadas con la intermediación. La columna tres confirma la tendencia al mostrar la dramática caída que registra el índice de intermediación financiera entre 1988 (cuando marca una razón de 0,96) y 1993 (cuando se ubica en su nivel históricamente más bajo, con apenas el 57% de los depósitos se estaba canalizando hacia la cartera de préstamos). La columna cuatro da cuenta de la alternativa más importante seleccionada por el sistema financiero para colocar sus recursos excedentes. Los títulos del gobierno que representaban cerca de un 7% de los préstamos de la banca para el cierre del año 1988, aumentan ligeramente en 1989 y muy sensiblemente desde el año 1990 en adelante. El grueso de estos títulos estaban representados por los bonos cero cupón del Banco Central, que comenzaron a constituir a partir del programa de reformas del año 1989, el instrumento esencial de control de la liquidez. Por lo demás, tanto los indicadores agregados clásicos de solvencia financiera como la razón de apalancamiento, indicaban ya cierta tendencia hacia la fragilidad.

El cambio importante en la composición de los agregados financieros revela que la economía venezolana poseía un sistema financiero cuyo normal funcionamiento dependía en alto grado de instrumentos del mercado monetario potencialmente disponibles para *hacer posición*. En el concepto financiero moderno los títulos del gobierno y del Banco Central constituían buenos ejemplos de instrumen-

CUADRO N° 8
VENEZUELA-INDICADORES DE LA BANCA COMERCIAL, 1985-1993

AÑO	(1)PORCENTAJE DE INGRESOS FINANCIEROS	(2)PORCENTAJE DE INGRESOS NO-FINANCIEROS	(3)ÍNDICE DE INTERMEDIACIÓN	(4)% DE TÍTULOS DEL GOBIERNO A PRÉSTAMOS	(5)ÍNDICE DE APALANCAMIENTO
1985	88.51%	11.49%	0.75	12.98%	5.2%
1986	91.53%	8.37%	0.81	12.48%	5.2%
1987	90.11%	9.89%	0.89	10.07%	5.2%
1988	84.81%	15.19%	0.96	6.77%	5.5%
1989	87.26%	12.74%	0.77	10.23%	5.8%
1990	85.14%	14.86%	0.57	27.64%	5.4%
1991	78.34%	21.66%	0.60	21.58%	5.4%
1992	75.54%	24.46%	0.63	17.91%	6.4%
1993	73.83%	26.17%	0.57	26.84%	7.2%

Fuentes: Columnas (1) y (2) Cálculos propios de hojas de balance de los bancos; columnas (3) y (4) a partir de los informes económicos del BCV, 1986-1994; Columna (5) Datos de la Asociación Bancaria.

tos para “hacer posición” en el sentido de que permitían a los bancos (sus tenedores) arreglar su estructura de activos de modo de hacer posible cualquier necesidad de efectivo. El problema, no obstante, es que los instrumentos para hacer posición pueden terminar sustituyendo un activo (préstamos) por otro (títulos gubernamentales) y con ello la actividad a la que la banca ha sido tradicionalmente consagrada puede verse severamente desestimada. Aunque esta es una tendencia que está mostrando la banca a nivel mundial, su impacto no deja de ser importante en el contexto de una economía en desarrollo sin sofisticados mercados de capital. En realidad, la caída en la intermediación y muy específicamente en la concesión de créditos al sector productivo es atribuible, como veremos con mayor rigor, a la caída en la demanda de crédito, la cual está estrechamente vinculada a la escasa dinámica de la economía y al ambiente de inestabilidad macroeconómico. De esta manera, la caída en la demanda de crédito se conjugó con la aparición de nuevas opciones de inversión para la banca.

El elevado “*spread*” entre la tasa de interés de los préstamos y la tasa de interés pasiva que prevaleció durante los años previos a la crisis (ver Cuadro N° 9) puede ser visto como un síntoma de la necesidad de los bancos de mantener recursos líquidos. Esto puede explicarse por una marcada asimetría entre la estructura de plazos de los depósitos y de los préstamos (lo cual afecta normalmente la posición líquida de los bancos). Pero otros factores pueden explicar el extravagante “*spread*” y la intensa alza experimentada por las tasas de interés especialmente después del año 1989. Cabe mencionar que más elevados costos de intermediación resultantes de cambios en el régimen regulatorio y en la estructura del mercado bancario pueden ser elementos a considerar. En este sentido, la constitución de instituciones financieras especializadas y la entrada de nuevos bancos una vez iniciado el proceso de liberalización financiera provocaron algunos cambios importantes en la estructura y conducta bancaria que se hicieron ver entre 1988 y 1994³². Durante este lapso las autoridades regulatorias autorizaron la entrada de 15 nuevos bancos comerciales, que sumaban para el año de la crisis cerca de 30% sobre el número total de bancos en el país. A decir verdad, en esta circunstancia el

32 Este argumento no deja de ser controversial, pues la presencia de nuevos entrantes debe más bien inducir disciplina en el uso del poder de mercado por parte de los bancos.

CUADRO N° 9
VENEZUELA-TASAS DE INTERÉS DE LOS BANCOS COMERCIALES, 1985-1994

AÑO	TASAS DE INTERÉS NOMINAL		SPREAD	TASA DE INTERÉS REAL
	TASA PASIVA PROMEDIO	TASA ACTIVA PROMEDIO		
1985	10.56	13.82	3.26	2.99
1986	8.92	12.63	3.77	0.17
1987	8.95	12.93	3.98	-18.94
1988	8.95	12.93	3.98	-16.07
1989	33.14	35.28	2.14	-21.78
1990	29.12	35.12	6.00	3.58
1991	31.27	38.30	7.03	11.29
1992	35.57	41.81	6.20	14.35
1993	53.89	61.78	7.89	25.19
1994	38.98	56.51	17.53	1.7

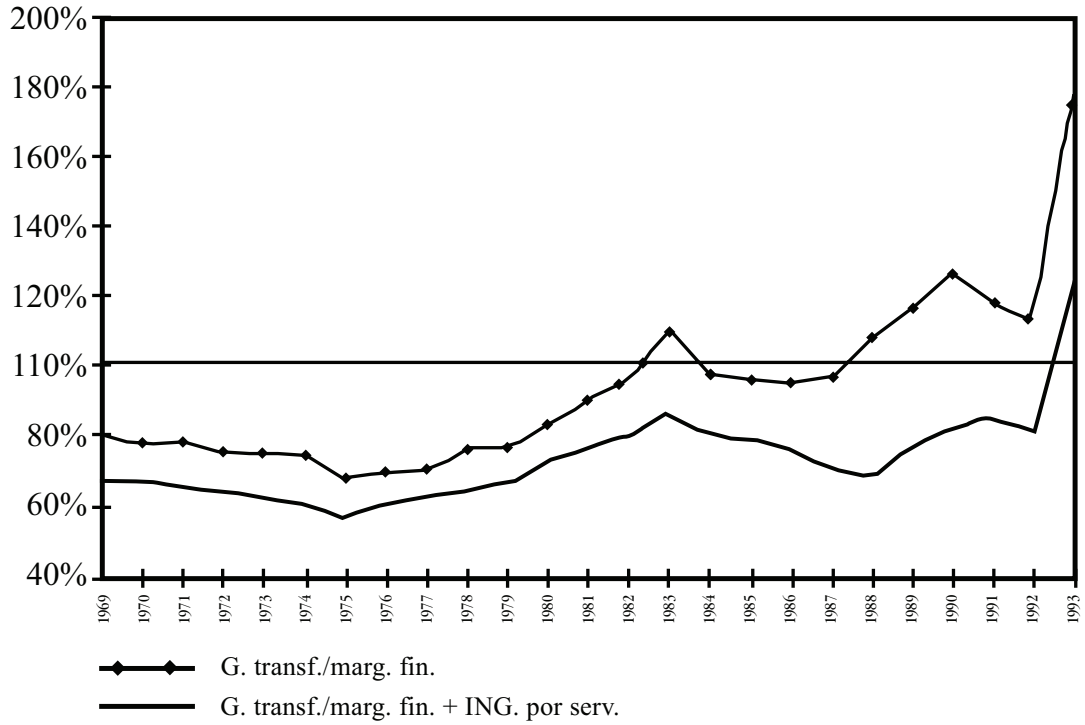
Fuente: Banco Central de Venezuela, Informe Económico, 1985-1994.

portafolio de los bancos puede hacerse más riesgoso como consecuencia de la competencia y de la incapacidad de evaluar el riesgo del crédito en nuevos mercados. Numerosos autores coinciden en calificar este período como de alta concentración, de elevada especulación financiera y fraude (Mujica, 1995 y Mata, 1996). Galbis (1986), ha señalado adicionalmente que una característica de bancos afiliados a un *holding* de empresas (como efectivamente ocurre en Venezuela), es la competencia irrestricta por participación de mercado para así atraer fondos hacia el holding y sus subsidiarias.

Gruben y McComb (1997) señalan adicionalmente, que el paso de un sistema financiero de un régimen de represión a uno de liberalización usualmente lleva consigo una notable incapacidad por parte de los bancos de suministrar servicios financieros eficientemente, bien sea por carencia de experticia, de calificados recursos humanos o de adecuada tecnología. El resultado es mayores costos de intermediación, representado por un *spread* financiero más elevado. En perspectiva esta interpretación se ajusta muy bien al caso venezolano. Un vistazo a la evolución que toma el margen financiero dedicado a la cancelación de gastos de transformación (gastos operativos, de personal y otros aportes) confirma la presencia de una ruptura a partir del año 1989 para hacerse en adelante creciente (ver Figura N° 4).

Curiosamente, no ha sido el incremento en el “*spread*” financiero sino más bien el incremento en la tasa de interés pasiva y las tasas de interés reales lo que más ha llamado la atención en las experiencias de liberalización financiera en América Latina. Sin embargo, un nexo similar puede tejerse en este caso para sostener que todos estos fenómenos obedecen a un trasfondo muy similar. Fernández (1982) en su análisis de la crisis financiera de Argentina se inclina por señalar que la disminución en el rendimiento de la cartera de activos modifica la relación de ingresos y egresos y en consecuencia las instituciones financieras afectadas suben la tasa pasiva para así nivelar el flujo de caja. En el caso argentino, los bancos se resistieron a echar a pérdidas los malos activos y en su lugar se inclinaron a elevar las tasas de interés de los depósitos.

FIGURA N° 4
BANCA COMERCIAL. GASTOS DE TRANSFORMACIÓN COMO PROPORCIÓN
DEL MARGEN FINANCIERO



Fuente: Cálculos propios.

III.5 El desarrollo de la crisis financiera: 1994-1995

La intervención del Banco Latino marca el estallido de la crisis financiera. La crisis se manifiesta en sí misma en enero de 1994, cuando la Junta de la Superintendencia de Bancos decidió intervenir el banco que para entonces se contaba como la segunda institución en captaciones de depósitos del país³³. El retiro masivo de depósitos del banco comenzó a ocurrir en el mes de octubre del año 93, y en sólo unas semanas, para la segunda quincena de noviembre, el Banco Latino en compañía de otros siete bancos enfrentaba serios problemas de liquidez y una elevada demanda de divisas (Guzmán, 1995). Era evidente que las necesidades estacionales de liquidez por sí solas no explicaban el comportamiento del público. En realidad, durante todo el año 1993, el país observaba un clima político y económico de gran inestabilidad. En mayo de 1993, el presidente Carlos Andrés Pérez había sido eximido de sus funciones en la primera magistratura y reemplazado interinamente por Ramón J. Velásquez. El nuevo presidente maximizó esfuerzos por restaurar el clima de estabilidad política en medio de una crisis económica recrudecida por la caída de los ingresos petroleros, la amplitud del déficit fiscal y la enorme inestabilidad del tipo de cambio. Al colapso del programa de ajuste iniciado en 1989, se sumaron la agudización de las tensiones inflacionarias (la inflación registró 14 puntos por encima del año 1992) y de la recesión (el producto creció en sólo 0,3%), aunado a un ambiente plagado de incertidumbre en relación a la orientación futura que seguiría el nuevo gobierno después de las elecciones presidenciales de diciembre del año 1993. Para el cierre del año las tasas de interés registraban niveles tan elevados que no sólo ponían en alto riesgo la disponibilidad de los depositantes sino además afectaban el riesgo de morosidad de los prestatarios.

La competencia por elevar los depósitos fue liderizada entre otros bancos por el Latino. Para finales del año 1993, el banco estaba ya

33 En 1984, el Banco Latino se ubicaba en la sexta posición entre los bancos de mayor captación de depósitos. A raíz de la designación de Pedro Tinoco, para entonces presidente del banco, como presidente del Banco Central de Venezuela (a comienzos del año 1989), el banco experimentó un crecimiento inusitado. El banco comenzó a elevar su perfil como un negociador dominante de los esquemas de reconversión de deuda que fueron establecidos después del acuerdo con el FMI y el Banco Mundial. En pocos años, el banco escaló la segunda posición, con sucursales de escala amplia en Miami, Curacao y Bogotá. Al momento de la intervención, el banco planeaba abrir una sucursal en París.

inmerso en un esquema Ponzi pagando tasas de interés entre 80 y 100% sobre sus depósitos, en contraste con tasas de 50% ofrecidas por otras instituciones. El banco se encontraba a todas luces en una necesidad imperiosa por elevar su flujo de caja, confrontando para peores males la fuga de un tercio de sus depósitos. Ante recurrentes resultados adversos en la Cámara de Compensación, el 13 de enero del año 1994, el banco es excluido de ésta. Al verificarse la delicada situación patrimonial (mucho más grave que la detectada por la Superintendencia de Bancos) el Consejo Superior aprueba la intervención el 16 de enero en concordancia con lo establecido por la entonces muy reciente Ley General de Bancos³⁴. El colapso y subsecuente cierre del Latino, extendió el pánico entre los depositantes y una serie de corridas se sucedieron sobre aquellos bancos cuya reputación era altamente dudosa para el momento. La mayoría de estos bancos había experimentado con una variedad de esquemas e inversiones poco ortodoxas que incluían deuda venezolana en el extranjero, bonos cero cupón, bienes raíces, el mercado de valores, así como préstamos directos a compañías relacionadas en muchos casos sin garantía.

En febrero de 1994, el nuevo gobierno electo topó con la poca envidiable tarea de recoger las piezas del desarmado cuadro del sistema financiero venezolano. Uno de los problemas de mayor envergadura que el gobierno debió confrontar fue la delicada situación del Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria, que contaba con 40 mil millones de Bs. en activos de los cuales sólo 14 mil millones de Bs. eran líquidos (Krivoy, 1997). En comparación con los 629 mil millones de Bs. que implicarían las operaciones de rescate de los bancos en los primeros seis meses de la crisis, Fogade, lucía sin ninguna capacidad financiera para manejar la envergadura de la crisis. Por otra parte, Fogade, mantenía cerca de un tercio de sus depósitos en el Banco Latino. De igual manera, los fondos de fideicomiso de los militares y de la industria petrolera estaban bajo la custodia del Latino.

Los fondos de estas instituciones fueron rescatados (después de haber sido intervenido y cerrado el banco); sin embargo, la estrategia

³⁴ La nueva Ley General de Bancos había entrado en vigencia justo 15 días antes de decidirse la intervención del Latino.

de mantener el banco cerrado por cerca de cuatro meses probó ser poco práctica y costosa para el sistema en general³⁵. La pérdida de confianza se hizo creciente y esto aunado a la carencia de un plan coherente para afrontar la crisis, condujo a un severo desorden monetario. Una caída notable en la demanda de dinero y un incremento importante en las salidas de capital caracterizaron los primeros meses del año 1994. Entre diciembre de 1993 y marzo de 1994 (en sólo tres meses) las reservas internacionales cayeron en 2.060 millones de dólares. El gobierno y el Banco Central no tomaron acción alguna hasta finales de abril cuando el sistema de “*crawling peg*” había virtualmente colapsado e inmediatamente reemplazado por un régimen de flotación. Al anuncio de la medida siguió una fuerte devaluación. En mayo de 1994, un sistema de subasta bajo el control del Banco Central reemplazó al sistema de flotación; sin embargo, la decisión de intervenir ocho importantes instituciones financieras introdujo presiones adicionales en el mercado cambiario. Finalmente, ante la pérdida importante de reservas (cerca de 3.600 millones de dólares en el curso de siete meses) el gobierno decidió poner en práctica un control de cambio a finales del mes de julio³⁶.

Con la intervención y control de ocho grandes instituciones bancarias a mediados de junio, las autoridades regulatorias se vieron forzadas a admitir públicamente que varios bancos presentaban situaciones de gran riesgo y que la crisis del sistema era de naturaleza sistémica³⁷. Desde el mes de enero los bancos con problemas habían requerido sumas masivas de dinero para mantenerse a flote. La aprobación de la Ley de Emergencia Financiera a mediados del mes de marzo y la facultad que ahora tenía el Estado para aportar recursos a Fogade, eran indicativos de que las cosas no andaban bien. En seis meses el Banco Central (a través de sus anticipos) y Fogade (con recursos propios y recursos aprobados por Ley de Crédito Público)

35 Se ha argumentado con insistencia que en realidad la nueva Ley General de Bancos permitía sólo dos estrategias a seguir en casos de insolvencia: la intervención a puertas cerradas de los bancos o la estrategia de los auxilios que dejaba opcionalmente la posibilidad de remover y rehabilitar la dirección del banco.

36 En retrospectiva, la acción del gobierno sobre el mercado cambiario fue bastante errática, dando la impresión de estar buscando una estrategia óptima de intervención en el mercado cambiario por un mecanismo de ensayo y error.

37 Entre las instituciones afectadas por esta segunda ola de bancarrotas e intervención, estaban siete bancos comerciales: Banco Barinas, Banco Amazonas, Bancor, Banco La Guaira, Banco de Maracai-bo, Banco Construcción, Banco Metropolitano; así como una sociedad financiera: Fiveca.

habían canalizado enormes recursos a estos bancos. Un esfuerzo enorme que en la práctica no representó cambio alguno en la posición de solvencia de los bancos. En realidad, las autoridades gubernamentales se vieron forzadas a validar el papel de prestamista de última instancia en una forma por demás legítima, pero esta acción lucía insuficiente ante la incapacidad institucional de Fogade de monitorear y mantener la situación bajo su control. La posición de Fogade y de la Superintendencia de Bancos era a decir verdad, extremadamente débil. A esto se sumaba el hecho de que los bancos no estaban obligados a mostrar en sus balances contables transacciones referidas a mesa de dinero y banca *off-shore* (Guzmán, 1995). El Cuadro N° 10 muestra la relación entre las operaciones de rescate y necesidades de liquidez de los bancos de la segunda ola, tal y como han sido presentados por Guzmán (1995).

El frágil marco institucional para lidiar con la crisis condujo al ejecutivo a la creación de la Junta de Emergencia Financiera (en Decreto N° 248 de fecha 29 de junio). La Junta de Emergencia Financiera (JEF) comenzó a trabajar en una situación donde no existía un diagnóstico integral de la crisis como tampoco algún estudio de la posición de liquidez y solvencia y de los estados de balance consolidado de los bancos. Los problemas en otros bancos se hicieron visibles muy rápidamente, de manera que en el mes de julio la JEF descubrió la posición de extrema fragilidad de otros tres bancos (Banco de Venezuela, Banco Consolidado y Banco Andino). La JEF decidió no rescatar a estos bancos sino remover las juntas directivas e intervenir directamente. En agosto, el Banco de Venezuela pasó al control total del Estado y siguieron meses más tarde el Banco Consolidado (en septiembre) y el Banco República y Progreso (en diciembre). Otros tres bancos, el Banco Principal, el Banco Ítalo y el Banco Profesional, fueron cerrados en febrero de 1995. Más tarde en agosto de 1995, el Banco Empresarial fue intervenido. Los depósitos mantenidos por los bancos cerrados fueron transferidos hacia los bancos estatizados. Sin embargo, dada la incapacidad de suministrar a los bancos receptores de estos depósitos la contraparte en activos, Fogade, asumió la responsabilidad de proveer bonos que alcanzaron hasta el 80% de los depósitos migrados para diciembre de 1995.

CUADRO N° 10
NECESIDADES DE LIQUIDEZ Y AUXILIOS; BANCOS DE LA SEGUNDA OLA
(MILLONES DE BS.)

GRUPOS	DEPÓSITOS (1)	OVERNIGHT, ANTICIPOS DEL BCV Y PÉRDIDAS OPERATIVAS (2)	NECESIDADES ESTIMADAS DE LIQUIDEZ(3)	AUXILIO OTORGADO (4)	% (4)/(3)
AMAZONAS	5.850	2.752	8.602	7.735	89,92
BANCOR	33.693	20.108	53.801	36.626	68,08
BARINAS	26.426	5.812	32.238	31.304	97,10
CONSTRUCCIÓN	118.015	10.372	128.387	108.772	84,72
FIVECA	7.876	5.452	13.380	12.835	96,30
LA GUAIRA	30.171	29.687	59.858	48.198	80,52
MARACAIBO	206.738	7.273	214.011	132.221	61,78
METROPOLITANO	99.374	35.154	134.528	126.723	94,20
TOTAL	528.143	116.610	644.753	504.414	78,23

Fuente: Guzmán (1995).

IV.- El ciclo económico y los episodios de tensión financiera en Venezuela: ¿Podemos acaso decir algo?

La relación entre desempeño macroeconómico y crisis financieras parece ser muy estrecha, sobre todo en economías en vías de desarrollo, donde la mayor parte de los ingresos provienen de la exportación de materias primas y la posibilidad de un choque externo positivo o negativo, debido al cambio en los precios del principal bien exportable es muy grande³⁸, con lo cual el grado de volatilidad en las inversiones, el crédito, las tasas de interés y otras variables macroeconómicas es considerable. El grado de fragilidad financiera de las unidades económicas, bien sean firmas o bancos, y la presencia de externalidades dan cuenta del alcance que pueden tener los choques y de cuán contagiosa puede ser la debacle de una institución financiera sobre el sistema en general.

La importancia del estudio de los “*shocks*” en las economías y sus implicaciones en el comportamiento cíclico es fundamental para determinar la evolución de los agregados que podrían tener efectos colaterales en el desempeño del sector financiero. Un buen ejemplo de esta situación se presentó en Venezuela, a mediados de los setenta, cuando el *shock* positivo en la economía, como resultado del incremento en los precios del petróleo y el fuerte impacto en el ingreso, generó expectativas muy optimistas en relación al curso que tomaría la economía, impulsando agresivamente el gasto público y provocando un fuerte endeudamiento. Si este comportamiento fue seguido por los demás sectores de la economía, la demanda de crédito debió aumentar de manera importante y los oferentes de crédito en el momento debieron otorgarlo sin tener mucho cuidado con la capacidad de pago de sus deudores, (una decisión hasta cierto punto racional si el *boom* fue percibido como permanente). Un año o dos después, el proceso se revirtió por completo, los precios del petróleo bajaron y el impacto tuvo un sentido diferente. De inmediato, el gobierno se dio cuenta de que la economía se hallaba sobrecalentada y redujo drásticamente los planes de inversión y el gasto fiscal. Con la caída de la demanda, numerosas empresas también se encontraron al borde de la quiebra y todas aquellas empresas del sector transable no petrolero que habían soli-

38 En este sentido también se puede considerar el impacto causado en los países latinoamericanos por la crisis de deuda externa en los ochenta.

citado créditos se vieron en serias dificultades³⁹. Finalmente, todos estos desequilibrios impactaron negativamente al sector financiero, quedando la posición del Banco Nacional de Descuento al descubierto, precipitando su quiebra.

El caso del desempeño de la banca en Venezuela, es si se quiere curioso, pues registrando el país una de las volatilidades más importantes de América, el número de episodios de quiebras es pequeño. En un lapso de casi 30 años (1966-1993), entre las crisis de 1960 y 1994, quebraron sólo 7 bancos, sin consecuencias de contagio hacia el resto del sistema financiero como tampoco desestabilizaron considerablemente la economía. Sin embargo, los *shocks* adversos se repitieron constantemente a lo largo de este período, lo que hace pensar que de ser cierta la tesis de una mayor volatilidad económica y la poca fiscalización del sistema financiero, al menos en Venezuela pudo haber causado más quiebras de las que realmente sucedieron.

En su mayoría, los estudios que relacionan los ciclos económicos y las crisis financieras de manera empírica (por ejemplo, véase Wolfson, 1986) han empleado para evaluar las fluctuaciones cíclicas de la economía, las estimaciones realizadas por Burns y Mitchell (1946) del National Bureau of Economic Research (NBER), que en la actualidad se consideran hasta cierto punto metodológicamente deficientes (ver Beveridge y Nelson, 1981; y Koopmans, 1947). Además, los basamentos teóricos de estos enfoques no consideran los *shocks* externos como posibles causantes de las fluctuaciones en los agregados macroeconómicos (ver Minsky, 1986), con lo cual resulta difícil establecer comparaciones con trabajos que presenten características similares. Sin embargo, las diferencias en el origen y metodología en el cálculo de las fluctuaciones cíclicas no antagoniza directamente con el mecanismo que puede operar en los mercados crediticios bajo la presencia de recesiones o auges. Es por eso que una verificación de la relación que puede haber entre las fluctuaciones macroeconómicas y el desempeño de los bancos pudiera ser un primer buen intento para confirmar ciertas especulaciones teóricas.

39 Esto ocurre en el caso que opere el fenómeno de la «Enfermedad holandesa».

La volatilidad en los principales agregados macroeconómicos ha sido un problema que se ha agravado a partir de los años setenta, como consecuencia de los diferentes *shocks* producidos por las variaciones en el precio del petróleo y las incongruentes políticas empleadas para afrontarlas; esta situación ha sido un elemento crucial en la determinación de los movimientos cíclicos en la economía venezolana. Los “*shocks*” de origen externo absorbidos por la economía, operan finalmente sobre las variables reales. Sin embargo, el propósito de esta sección se encamina más hacia la estimación empírica de los movimientos cíclicos de la economía que hacia la modelación de ciclos reales de negocios⁴⁰. Las fluctuaciones pueden eventualmente ser comparadas con diferentes variables del sistema financiero, con la finalidad de encontrar la existencia o no de relación entre los ciclos económicos y los episodios de quiebra acontecidos en nuestro país.

IV.1 Modelación del ciclo e implicaciones econométricas

La medición del ciclo ha sido una de las discusiones más importantes y antiguas en la macroeconomía, centrándose en torno a la distinción entre los movimientos tendenciales o de crecimiento estable y los cíclicos, presentes en las series de variables macroeconómicas. El componente tendencial no experimenta fluctuaciones importantes en períodos cortos de tiempo, como años o trimestres, reflejando un comportamiento muy suave visto como un patrón de crecimiento con respecto al cual se mueve el componente cíclico o residual, en el cual se focaliza la teoría de ciclos económicos. Importantes trabajos se han desarrollado con la finalidad de estudiar los movimientos del componente cíclico con respecto a la tendencia, levantándose evidencias que alimentan la teoría de ciclos económicos; tales son el caso de Lucas (1977), Sargent (1978), Taylor (1979), Kydland y Prescott (1980), Beveridge y Nelson (1981), Nelson y Plosser (1982) y Cochrane (1988), entre otros.

Cuando la tendencia de una serie es puramente determinística, este cambio puede ser sustraído del cambio total de la serie para obtener

40 El estudio del comportamiento cíclico de la economía venezolana, ha sido un tema de poco o ningún estudio, salvo ciertas excepciones como lo es el estudio de Rosas Bravo, Pedro (1983), donde se analizan los indicadores cíclicos de la economía venezolana, pero bajo la metodología de Burns y Mitchell.

el cambio resultante del componente irregular. Con este componente puramente estocástico, el proceso siguiendo la terminología de Nelson y Plosser (1982), puede ser llamado proceso de tendencia determinística (TD). Pero puede encontrarse series (en algunos casos luego de la obtención del componente puramente estocástico), en que la muestra oscila alrededor de su valor central. En este caso se dice que el proceso autorregresivo cuenta con una raíz unitaria, los cuales reconoceremos como procesos de tendencia estocástica (TE).

Para la estimación del ciclo económico en Venezuela se siguió, sin embargo, la metodología empleada por Evans-Reichlin (1994), donde se hace una adaptación de la descomposición de Beveridge-Nelson (1981) a un modelo multivariado. Se busca estimar, para el caso venezolano, el componente cíclico de la variable producto, con la finalidad de poder observar su comportamiento en los últimos 40 años. Una de las primeras aplicaciones de esta descomposición fue manejada por Friedman (1957), quien separó los componentes permanentes y transitorios de la data. La metodología de Beveridge-Nelson (BN), fundamentada en la descomposición de series no estacionarias del tipo ARMA, cuyas primeras diferencias forman un proceso estacionario⁴¹, permite obtener los componentes permanentes y transitorios puramente estocásticos de la serie, donde la parte permanente o tendencial semeja un paseo aleatorio con “*drift*”, y el componente cíclico es un proceso estacionario con media cero. Si denotamos las observaciones de las series no estacionarias como y_t y sus primeras diferencias como z_t entonces:

$$z_t = y_t - y_{t-1} \quad (1)$$

Si los z_t ‘s siguen un proceso de estacionario de tendencia estocástica (TE) con una estructura de autocovarianzas estable, entonces podemos expresar z_t , siguiendo el teorema de descomposición de Wold⁴², como;

41 Los procesos ARMA cuyas primeras diferencias forman series estacionarias son llamados ARIMA.

42 El teorema de descomposición de Wold (1938), se fundamenta en que toda serie débilmente estacionaria, que sigue un proceso estocástico puro no determinístico ($x_t - \mu$) puede ser escrita como una combinación lineal (o un filtro lineal) de una secuencia de variables aleatorias no correlacionadas.

$$z_t = \mu + \sum_{i=1}^{\infty} \lambda_i \varepsilon_{t-i} \quad (2)$$

ó

$$z_t = \mu + \lambda(L) \varepsilon_t, \quad \lambda(L) = \sum_{i=0}^{\infty} \lambda_i L^i \quad (2.1)$$

donde $\lambda_0 = 1$, μ es la media a largo plazo de la serie z , los parámetros λ son constantes y los términos ε siguen un ruido blanco tal que $\varepsilon \sim (0, \sigma^2)^{43}$. Si denotamos la esperanza de y_{t+k} condicional a y_t a lo largo del tiempo t , como $\hat{y}_t(k)$, entonces

$$\begin{aligned} \hat{y}_t(k) &= E(y_{t+k} | y_t, y_{t-1}, \dots) \\ &= y_t + E(z_{t+1} + \dots + z_{t+k} | z_t, z_{t-1}, \dots) \\ &= y_t + \hat{z}_t(1) + \dots + \hat{z}_t(k) \end{aligned} \quad (3)$$

dado que y_t puede ser expresada como acumulaciones de las z_t 's pasadas, según la ec. (2) las esperanzas condicionales de \hat{z}_t están dadas por,

$$\begin{aligned} \hat{z}_t(i) &= \mu + \lambda_i \varepsilon_t + \lambda_{i+1} \varepsilon_{t-1} + \dots \\ &= \mu + \sum_{j=1}^{\infty} \lambda_j \varepsilon_{t+1-j} \end{aligned} \quad (4)$$

Dado que las innovaciones futuras ε_{t+j} , $j = 1, \dots, i$, son desconocidas pero tienen esperanza cero, sustituyendo (4) en (3) y uniendo los términos en cada ε_{t-j} , tenemos

$$\hat{y}_t(k) = k\mu + y_t + \left(\sum_{j=1}^k \lambda_j \right) \varepsilon_t + \left(\sum_{j=2}^{k+1} \lambda_j \right) \varepsilon_{t-1} + \dots \quad (5)$$

43 Los términos ε son también llamados innovaciones, dado que son el componente de z que no puede ser predicho históricamente.

si z_t es estacionario, las sumatorias $\sum \lambda_j$ son convergentes⁴⁴, entonces para un k muy grande tenemos aproximadamente,

$$\hat{y}(k) = k\mu + y + \left(\sum_{j=1}^k \lambda_j \right) \varepsilon_t + \left(\sum_{j=2}^{\infty} \lambda_j \right) \varepsilon_{t-1} + \dots \quad (6)$$

Por lo tanto, la función estimada es asintótica a una función lineal del horizonte de estimación k , con pendiente igual a μ y un "nivel" que es en sí mismo un proceso estocástico. Beveridge y Nelson, interpretan este nivel como el componente secular, por ejemplo:

$$\bar{y}_t = y_t + \left(\sum_{j=1}^{\infty} \lambda_j \right) \varepsilon_t + \left(\sum_{j=2}^{\infty} \lambda_j \right) \varepsilon_{t-1} + \dots \quad (7)$$

Tomando primeras diferencias de (5) tenemos,

$$\nabla \bar{y}_t = z_t + \left(\sum_{j=1}^{\infty} \lambda_j \right) \varepsilon_t - (\lambda_1 \varepsilon_{t-1} + \lambda_2 \varepsilon_{t-2} + \dots) \quad (8)$$

la cual, dada la ecuación (2), se reduce a

$$\nabla \bar{y}_t = \mu + \left(\sum_{j=1}^{\infty} \lambda_j \right) \varepsilon_t, \quad \lambda_0 = 1 \quad (9)$$

como ε_t es un ruido blanco, el componente secular es por lo tanto un ruido blanco con *drift* igual a μ y donde las innovaciones son iguales a $(\sum_0^{\infty} \lambda_j) \varepsilon_t$. La varianza de las innovaciones será igual a $(\sum_0^{\infty} \lambda_j)^2 \sigma_\varepsilon^2$ la que será mayor o menor que σ_ε^2 dependiendo de los valores y signos que tengan los parámetros λ .

La ecuación (7) puede ser igualmente escrita como

$$\bar{y}_t = y_t + \lim_{k \rightarrow \infty} \{ [\hat{w}_t(1) + \dots + \hat{w}_t(k)] - k\mu \} \quad (10)$$

44 Ver Box y Jenkins (1976), págs. 49-50.

donde el componente secular puede ser interpretado como el valor observado de y más todos los cambios futuros pronosticables en las series más allá de la tasa media del *drift*. Beveridge y Nelson (1981), contemplan el componente cíclico de y_t como:

$$c_t = \bar{y}_t - y_t = \lim_{k \rightarrow \infty} \{ [\hat{w}_t(1) + \dots + \hat{w}_t(k)] - k\mu \} \quad (11)$$

$$\bar{y}_t - y_t = \left(\sum_{j=1}^{\infty} \lambda_j \right) \varepsilon_t \left(\sum_{j=2}^{\infty} \lambda_j \right) \varepsilon_{t-1} + \dots$$

donde claramente c_t seguirá un proceso estacionario. De cualquier forma la descomposición usada por (BN) hace que los componentes seculares y cíclicos estén perfectamente correlacionados, lo que no corresponde con las formas convencionales de ver el comportamiento de estos elementos⁴⁵.

La descomposición de BN se fundamenta en la definición de la tendencia como proyección a largo plazo de una variable determinada; sin embargo, existen métodos alternativos que dependen de las especificaciones dinámicas del componente no estacionario y otros supuestos adicionales que se hagan a las variables del modelo. En este sentido, ciertos autores han realizado planteamientos mucho más estructurales, como Blanchard y Quah (1989) y King, *et al.*, (1992), quienes empleando restricciones en la matriz de los multiplicadores de largo plazo buscan identificar el efecto de “*shocks*” transitorios y permanentes. El componente secular es entonces definido como el efecto de *shocks* permanentes.

La adaptación realizada por Evans y Reichlin (ER) a la metodología de Beveridge-Nelson, le proporciona mayor flexibilidad a la descomposición de series entre su tendencia y componente cíclico, dado que permite incluir no solo variables integradas de orden uno $I(1)$ sino también estacionarias $I(0)$, además de que amplía el conjunto de información disponible para modelar el componente cíclico de una variable como el producto al incluirse múltiples variables. Los análi-

45 Véase Mills (1990).

sis multivariados aplicados a la descomposición de variables económicas son relativamente recientes. Estas técnicas han sido empleadas anteriormente por Evans (1989a, b), Cochrane (1990) y King (1991), entre otros.

Consideremos un vector estacionario $Z_t \ n \times 1$, cuyos primeros n_1 elementos están conformados por $z_t = y_t - y_{t-1}$ que representan las primeras diferencias de variables $I(1)$, y los restantes $n - n_1$ elementos son variables $I(0)$, que formarán el subconjunto \tilde{z}_t de variables estacionarias. El vector Z_t admite la representación en medias móviles tal como en la ecuación (2.1) de forma que⁴⁶,

$$Z_t = D + A(L)\varepsilon_t \quad (12)$$

donde ε_t es un ruido blanco n -dimensional con media cero y matriz de varianzas definidas como positiva, y D representa el vector que contiene el *drift* para el conjunto de variables $I(1)$. Por la ecuación (2.1) sabemos que,

$$A(L) = \sum_{j=0}^{\infty} A_j L^j$$

donde siguiendo a ER, $A(L)$ se mantendrá bajo los supuestos: (i) $A_0 = I$, lo que garantiza una representación única, también llamada representación de Wold. (ii) Los polos de $A(L)$ se encuentran fuera del círculo unitario, implicando la estacionariedad de Z_t . (iii) Las raíces del determinante de $A(L)$ se encuentran dentro o fuera del círculo unitario, implicando que:

$$\varepsilon_t = Z_t - P \left[Z_t \mid Z_{t-1}, Z_{t-2} \dots \right]$$

y (iv) $A_1(1) \neq 0$, donde $A_1(L)$ es la matriz formada por las primeras n_1 filas de $A(L)$, garantizando la presencia de al menos una tendencia estocástica.

46 Para un análisis más amplio, véase Sargent, Thomas, *Macroeconomic Theory*, págs. 300-302.

La distribución entre los componentes estacionarios y cíclicos será entonces:

$$\begin{pmatrix} z_t \\ \tilde{z}_t \end{pmatrix} = \underbrace{\begin{pmatrix} D_1 \\ 0 \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} A_1(1) \\ 0 \end{pmatrix}}_{\text{Componente Tendencial}} \varepsilon_t + \underbrace{\begin{pmatrix} (1-L)\bar{A}_1(L) \\ (1-L)A_2(L) \end{pmatrix}}_{\text{Componente Cíclico}} \varepsilon_t \quad (13)$$

donde

$$Z_t = \begin{pmatrix} Z_t \\ \tilde{z}_t \end{pmatrix}, \quad A(L) = \begin{pmatrix} A_1(L) \\ A_2(L) \end{pmatrix}, \quad \bar{A}_1(L) = \sum_{j=0}^{\infty} \bar{A}_{1j} L^j, \quad \tilde{A}_{1j} = \sum_{m>j} \tilde{A}_{1m},$$

La expresión (13) es la representación multivariada de la descomposición de Beveridge y Nelson para el vector Z_t . La estimación del componente $A(L)$ se logra empleando una representación autorregresiva, pudiéndose presentar dos alternativas:

Caso 1: Si las variables en z_t no están cointegradas, entonces $A(L)$ puede ser invertible y el vector Z_t estimado como un VAR estándar. En este caso, las raíces del determinante $A(L)$ se encuentran todas fuera del círculo unitario, es decir, $\text{Det}[I-AL] = 0$ y Z_t puede entonces ser invertible lo que nos permite escribirlo como un modelo VAR puro,

$$Z_t B(L) = \varepsilon_t, \quad \text{Donde } B(L) = A(L)^{-1} \quad \text{y } A(L) = I - A_1 L - A_2 L^2 - \dots$$

Caso 2: Si los componentes en z_t se encuentran cointegrados, se requerirá emplear un modelo VAR ajustado de corrección de errores. En este caso, el determinante de $A(L)$ presentará una raíz en $L = 1$, lo que implica al menos una relación de cointegración. Luego del fuerte impacto que produjo en el pensamiento económico la Crítica de Lucas, la construcción de modelos macroeconómicos se ha visto considerablemente influenciada por la metodología de vectores autorregresivos (VAR), la cual surge como respuesta a la poca certeza en la especificación y estimaciones demostrada por los modelos econométricos convencionales. Los modelos de

vectores autorregresivos (VAR), ideados por Sims (1980), son una versión reducida de un modelo de series de tiempo de la economía, que se estima mediante el uso de mínimos cuadrados ordinarios. Una de las principales ventajas de los modelos VAR, radica en que permiten hacer estimaciones sin necesidad de imponer restricciones estructurales que correspondan a un determinado modelo teórico. Apoyado en el instrumental econométrico desarrollado a partir de los años ochenta, se abrió un nuevo campo en el análisis de los ciclos económicos, dando paso al enfoque de los ciclos reales de negocios⁴⁷.

La construcción del modelo de vectores autorregresivos para cualquiera de los dos casos deberá ajustarse a la necesidad de aislar el componente cíclico del tendencial, para lo cual debemos construir la representación cíclica para la variante multivariada del modelo de Beveridge y Nelson. Supongamos que la primera diferencia del logaritmo natural del producto satisface

$$\nabla y_t = d + r(L)\varepsilon_t \quad (14)$$

donde $r(L)$ representa la primera fila de $A(L)$ tal que

$$r(L) = (a_{11}(L) \ a_{12}(L) \ \cdots \ a_{1n}(L))$$

la Ec. (13) puede ser escrita como:

$y_t - y_{t-1} = d + r(L)\varepsilon_t$, si generalizamos para k períodos entonces obtenemos,

$$y_{t+k} - y_{t-1} = (k+1)d + r(L)\varepsilon_t + \dots + r(L)\varepsilon_{t+k}$$

de esta forma $\partial y_{t+k} / \partial \varepsilon_t = r(1)\varepsilon_t = (1 + r_1 + \dots + r_k)$ y por lo tanto

⁴⁷ Los modelos de ciclos reales de negocios operan bajo el supuesto de *shocks* en la productividad, cuyo origen puede ser bien tecnológico, de cambio en las preferencias u otro tipo de factores exógenos como políticas gubernamentales o variaciones en los términos de intercambio. Estos impactos que afectan el producto hacen que aumente el consumo así como el ahorro, lo que termina aumentando la acumulación de capital. Como un aumento en la acumulación de capital hace crecer el producto nuevamente, los *shocks* de productividad conducen a una respuesta de correlación serial en el producto.

$$\lim_{k \rightarrow \infty} \partial y_{t+k} / \beta \varepsilon_t = r(1) \varepsilon_t \quad (15)$$

Si definimos el componente tendencial T_t de y_t como,

$$T_t = \lim_{k \rightarrow \infty} (E_t y_{t+k} - dk), \text{ luego}$$

$$\nabla T_t = d + \lim_{k \rightarrow \infty} (E_t y_{t+k} - E_{t-1} y_{t+k}) = d + r(1) \varepsilon_t \quad (16)$$

podemos afirmar por la ecuación (16) que la tendencia T_t sigue un paseo aleatorio con “*drift*” d , lo que corresponde en la expresión (13) a la primera fila de los dos sumandos iniciales del lado derecho. Luego podemos definir el componente cíclico como $C_t = Y_t - T_t$.

En vista de que $\nabla y_t = \nabla T_t + \nabla C_t$ podemos descomponer ∇y_t como,

$$\nabla y_t = d + r(L) \varepsilon_t$$

$$\nabla y_t = d + r(1) \varepsilon_t + [r(L) - r(1)] \varepsilon_t \quad (17)$$

$$\nabla y_t = d + r(1) \varepsilon_t + (1-L) \tilde{r}(L) \varepsilon_t \quad (18)$$

donde

$$\nabla T_t = d + r(1) \varepsilon_t \text{ y } \nabla C_t = (1-L) \tilde{r}(L) \varepsilon_t \quad (19)$$

Comparando con la ecuación (18) podemos decir que el componente cíclico viene dado por $\nabla C_t = (1-L) \varepsilon_t$. Lo que corresponde a la primera fila del tercer sumando de la ecuación (13). De manera similar podemos interpretar el componente cíclico de forma tal, que:

$$C_t = y_t - \lim_{k \rightarrow \infty} (E_t y_{t+k} - dk) = \lim_{k \rightarrow \infty} \left(dk - \sum_{i=1}^k E_t \nabla y_{t+i} \right)$$

$$C_t = - \sum_{i=1}^{\infty} (E_t \nabla y_{t+i} - d) \quad (20)$$

La expresión (20) representa la sumatoria negativa del crecimiento esperado del producto, con un conjunto de información dada para el período t .

Para la estimación empírica del componente cíclico de la economía venezolana siguiendo la metodología expuesta, se requiere en primer lugar, emplear variables que sean efectivas para pronosticar el comportamiento del producto, siendo uno de los principales obstáculos presentes en la estimación de las variaciones cíclicas para el caso venezolano los datos a ser empleados en el estudio. La calidad de las estadísticas económico-sociales de Venezuela exponen innumerables fallas que dificultan considerablemente el análisis, careciéndose además de recopilaciones metodológicamente homogéneas. Las variables seleccionadas para el estudio fueron, PIB real (Y), consumo real (CO), inversión real (INV) y las exportaciones petroleras (XP), todas expresadas en logaritmos naturales.

Para comprobar si las variables seleccionadas pueden explicar de una forma adecuada el crecimiento del producto (∇y_t) se empleó el test de causalidad de Granger. Los resultados obtenidos se resumen en el Cuadro N° 11:

Según los resultados anteriores se puede afirmar que en la totalidad de los casos se rechazó la hipótesis nula de no causalidad en vista de que los coeficientes en su mayoría son muy cercanos a cero, con lo cual las variables seleccionadas pudieran ser buenos estimadores del crecimiento del producto. La única variable que resultó un poco disímil a las demás fueron las exportaciones petroleras, XP.

Para la estimación del componente cíclico de Y basada en la ecuación 20 se procedió a construir un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR), empleado para formular estimaciones condicionales del crecimiento del producto, aplicándose en primer lugar algunos test a la data con la finalidad de determinar la existencia de estacionaridad en las series y su grado de cointegración. La primera prueba aplicada consistió en el test de raíces unitarias de Dickey Fuller Ampliado DFA, cuyos resultados se pueden apreciar en el Cuadro N° 12:

Para ninguna de las variables de estudio los estadísticos t obtenidos permiten rechazar la hipótesis nula de no estacionaridad al 99% y 95% de confiabilidad (una cola), con lo cual se presume que las series presentan una raíz unitaria. Al tomarse primeras diferencias de las mismas se rechazó en todos los casos la presencia de no estacio-

CUADRO N° 11
TEST DE CAUSALIDAD DE GRANGER, VARIABLE DEPENDIENTE
 ∇Y , 1960:1-1994:4

<i>Variable Causal</i>	<i>Nivel de Significación</i>	
	<i>4 Rezagos</i>	<i>6 Rezagos</i>
∇CO	0,0750	0,0817
∇INV	0,0096	0,0100
∇XP	0,0559	0,0196

CUADRO N°12
TEST DE DICKEY FULLER AMPLIADO

VALORES CRÍTICOS (*)				VALORES CRÍTICOS (*)			
LY	<i>T-STAT.</i>	1%	5%	LCO	<i>T-STAT.</i>	1%	5%
I	-2.814717	-3.4796	-2.8828	I	-2.002164	-3.4796	-2.8828
II	-1.867505	-4.0283	-3.4435	II	-0.693275	-4.0283	-3.4435
LIN	<i>T-STAT.</i>	1%	5%	LXP	<i>T-STAT.</i>	1%	5%
I	-1.979075	-3.4796	-2.8828	I	-1.401103	-3.4796	-2.8828
II	-1.215697	-4.0283	-3.4435	II	-1.490298	-4.0283	-3.4435

Se emplearon 4 rezagos para todas las estimaciones. Muestra para 1960:1-1994:4
I: indica ecuación con intercepto II: indica intercepto y tendencia estocástica.

naridad para los niveles de significación antes mencionados, por lo que tanto las series diferenciadas se consideran $I(1)$.

En vista de que las variables de análisis son $I(1)$ entonces se requiere comprobar las características de cointegración de las series, aplicándose para este propósito el proceso multivariado de máxima verosimilitud propuesto por Johansen (1988) y Johansen y Juselius (1990)⁴⁸. Cuando un proceso estocástico determinado resulta no-estacionario, podemos convertirlo en estacionario si diferenciamos tantas veces como sea necesario hasta alcanzar la estacionaridad. En general si tomamos una combinación lineal de dos series, cada una de ellas integrada en un orden diferente, entonces la serie resultante será integrada del orden de la mayor de las dos; por ejemplo:

$$x_t \sim I(d), y_t \sim I(e) \text{ y } Z_t = \alpha x_t - \beta y_t$$

Si suponemos que $e > d$, entonces diferenciando la combinación lineal d veces, tenemos:

$$\nabla^d z_t = \alpha \nabla^d x_t + \beta \nabla^d y_t \quad (20.1)$$

En la ecuación (20.1) tenemos que el término x_t es estacionario dado que, $x_t \sim I(d)$, sin embargo, el segundo término y_t aún no lo es en vista de que $e > d$, por lo cual para que la combinación sea estacionaria es necesario diferenciar e veces, entonces tendremos:

$$\nabla^e z_t = \alpha \nabla^e x_t + \beta \nabla^e y_t \quad (20.2)$$

En la ecuación (20.2) tenemos una situación muy similar que en (20.1) pero con la diferencia que hemos diferenciado $(e-d)$ veces. Como el sobre-diferenciar una serie que es estacionaria mantiene la estacionaridad de la misma entonces no se modifica en nada el resultado y por el contrario tenemos que la variable y_t resulta ser estacionaria también. Por lo tanto, podemos deducir que cualquier combinación lineal tiene un orden de integración igual al orden mayor de cualquiera de sus componentes, $z_t \sim I[\max(d, e)]$. Sin embargo, la excepción a este postulado ocurre cuando las series se encuentran

⁴⁸ Las pruebas bivariadas del tipo Engle y Granger (1987), presentan algunas limitaciones al punto que requieren que alguna de las variables designadas sea exógena. Por lo demás, los valores críticos son sensibles al tamaño de la muestra.

cointegradas. En el cuadro 13, se pueden apreciar los resultados del test de Johansen y Juselius (1990), basados en el *Test de Razón de Verosimilitud* en el cual se busca verificar la existencia de relaciones de cointegración entre las variables bajo la hipótesis $H_0: \Theta = \lambda\beta'$ donde se afirma la existencia de $r < n$ vectores de cointegración en contraposición a la hipótesis alternativa $H_1: r = n$ donde r es el rango de la matriz Θ y n es el número de variables. El estadístico del cociente de verosimilitud no posee una distribución χ^2 aún en muestra muy grande, sin embargo, se encontró una distribución asintótica bajo la aplicación de algunos resultados de la teoría del Movimiento Browniano, (los valores críticos que se expresan en la tabla han sido tomados de Osterwald-Lenum (1990)).

Según los resultados arrojados por el test de Cointegración de Johansen podemos afirmar con un 95% de confiabilidad que existen al menos dos vectores de cointegración a ser estimados en el modelo VAR ajustado. Una vez desarrollado el modelo de Corrección de Errores incluyendo el vector de cointegración estimado anteriormente, los vectores de cointegración presentaron el resultado que se expresa en el cuadro 14.

Finalmente, con el propósito de obtener el componente cíclico del producto, y recordando que nos encontramos con variables en Z_t cointegradas para lo cual se requiere un modelo VAR ajustado de corrección de errores, resulta entonces necesario construir un modelo de corrección de errores para determinar $A(L)$, y luego bajo los principios de la ecuación (18) podemos separar, para un modelo multivariado, el componente tendencial y cíclico, tal que:

$$Y_t = T_t + C_t$$

Donde por la Ec. (18) podemos concluir,

$$\nabla Y_t = \underbrace{D + A(1)\varepsilon_t}_{\nabla T_t} + \underbrace{A(L)\varepsilon_t - A(1)\varepsilon_t}_{\nabla C_t} \quad (21)$$

entonces tomando únicamente el componente cíclico de la expresión (21)

$$\nabla C_t = A(L)\varepsilon_t - A(1)\varepsilon_t$$

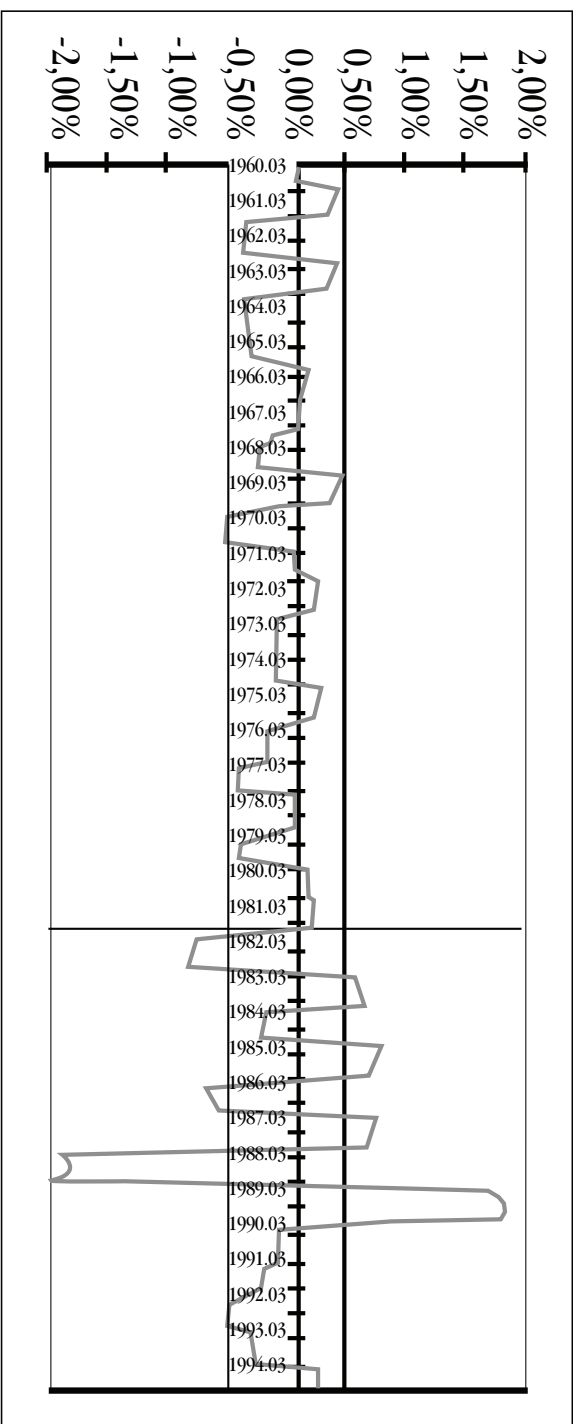
CUADRO N° 13
TEST DE COINTEGRACIÓN

<i>HIPÓTESIS NULA</i>	<i>AUTOVALORES</i>	<i>COCIENTE</i> <i>DE VEROSIMILITUD</i>	<i>VALOR CRÍTICO</i> <i>AL 5%</i>
$r=0$	0.255214	70.82675	47.21
$r \leq 1$	0.124731	36.45861	29.68
$r \leq 2$	0.068233	12.20697	15.41
$r \leq 3$	0.018260	2.524788	3.76

CUADRO N° 14
VECTORES DE COINTEGRACIÓN

	<i>VECTOR 1</i>	<i>VECTOR 2</i>
Y	-1	-1
CO	0.42698	0.336954
	0	
INV	0.16346	-0.185064
	0	
XP	1.62049	-1.606221
	8	

FIGURA N° 12
 VARIACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DE LA ECONOMÍA VENEZOLANA
 1960: 1-1994: 4



Como dijimos anteriormente, el término $A(L)$ es obtenido por medio del modelo de Corrección de Errores; sin embargo, persiste el término $A(1)\varepsilon_t$. No obstante, sabemos, que:

$$A(L)\varepsilon_t = a_0\varepsilon_t + a_1\varepsilon_{t-1} + \dots + a_j\varepsilon_{t-j}$$

y

$$A(1)\varepsilon_t = a_0\varepsilon_t$$

por tanto,

$$A(L)\varepsilon_t - A(1)\varepsilon_t = a_0\varepsilon_t + a_1\varepsilon_{t-1} + \dots + a_j\varepsilon_{t-j} - a_0\varepsilon_t$$

con lo cual,

$$A(L)\varepsilon_t = \left(\sum_1^{\infty} A_j L^j \right) \varepsilon_t$$

En consecuencia, podemos entender el componente obtenido como la variación de componente cíclico del producto. La Figura N° 12, permite observar estos resultados a lo largo de más de tres décadas hasta el último trimestre de 1994:

IV.2 Ciclos y quiebras bancarias

El número de episodios de quiebras bancarias ocurridas en Venezuela durante los últimos 21 años (1970-91) ha sido relativamente reducido, involucrando sólo 7 instituciones bancarias, lo que representa un 15.5%⁴⁹ del total, con un impacto social y económico muy manejable. Si comparamos estas relaciones con economías similares o aún más desarrolladas como Estados Unidos, el número de instituciones afectadas al igual que la frecuencia de episodios de quiebras y crisis sistémicas ha sido mucho mayor. Para el mismo lapso (1970-91) en Norteamérica quebraron 1.405 instituciones bancarias aseguradas por el FDIC⁵⁰; sin embargo, la relación entre el número de bancos afectados con respecto al total, representa sólo un 10.8% (véase

49 Esta razón se calculó como el número de bancos quebrados (7) entre el número de bancos promedio del sistema desde 1970 a 1991 (45).

50 Federal Deposit Insurance Corporation.

Smale, 1993). Lo que demuestra que para el tamaño de nuestro sector bancario, si bien la frecuencia de quiebras ha sido mucho menor, el número de bancos afectados en relación al tamaño del sistema es bastante alto.

Para la evaluación de la relación existente entre los ciclos económicos y las crisis financieras, se tomó el comportamiento cíclico⁵¹ estimado anteriormente para la economía venezolana y se establecieron comparaciones entre éstas y un conjunto de indicadores financieros a fin de examinar su evolución ante las fluctuaciones cíclicas y descubrir cierto patrón de comportamiento que explique en el caso venezolano los episodios de quiebras bancarias. La evidencia empírica arrojada en este estudio permite concluir que los episodios de quiebras bancarias ocurrieron justo al comienzo de una recesión o inicio de un “*shock*” adverso para la economía; sólo en los casos del Banco de los Trabajadores (BTV) y el Banco Latino, las quiebras ocurrieron casi al finalizar el período de recesión. De los nueve bancos quebrados entre 1960 y 1993, siete eran administrados por el gobierno y sólo 2 eran privados, el BND quebrado en 1978 y el Banco de Comercio (ver Cuadro N° 15). Luego del análisis de las causas de las quiebras de estos bancos, obtenidas de las autoridades interventoras, podemos establecer como patrón común que su vinculación con negocios relacionados al gobierno era bastante fuerte, a excepción del Banco de Comercio.

El mecanismo que operó produciendo la quiebra de estos bancos estuvo relacionado directamente con los choques adversos sufridos por la economía y con la dependencia de sus créditos a la posibilidad de pago del gobierno. En todos los casos se puede observar que un “*shock*” positivo impactó la economía y uno o dos años después se presentó una recesión, aconteciendo la quiebra de los bancos justo cuando se dio el “*shock*” negativo (ver Figura N° 13). La cantidad de compromisos adquiridos por el gobierno y entes relacionados con estas instituciones en el período de *boom*, se hicieron imposibles de pagar una vez ocurrido el impacto negativo, deteriorando las carteras de crédito al punto de hacer virtualmente imposible la recuperación

51 Las estimaciones del componente cíclico por la metodología empleada en este trabajo, no enfatizan en la selección de los puntos de *peak* o *trough* (puntos de cambio) que determinan los períodos recesivos o de auge, sin embargo, para fines comparativos se hizo una estimación de estos.

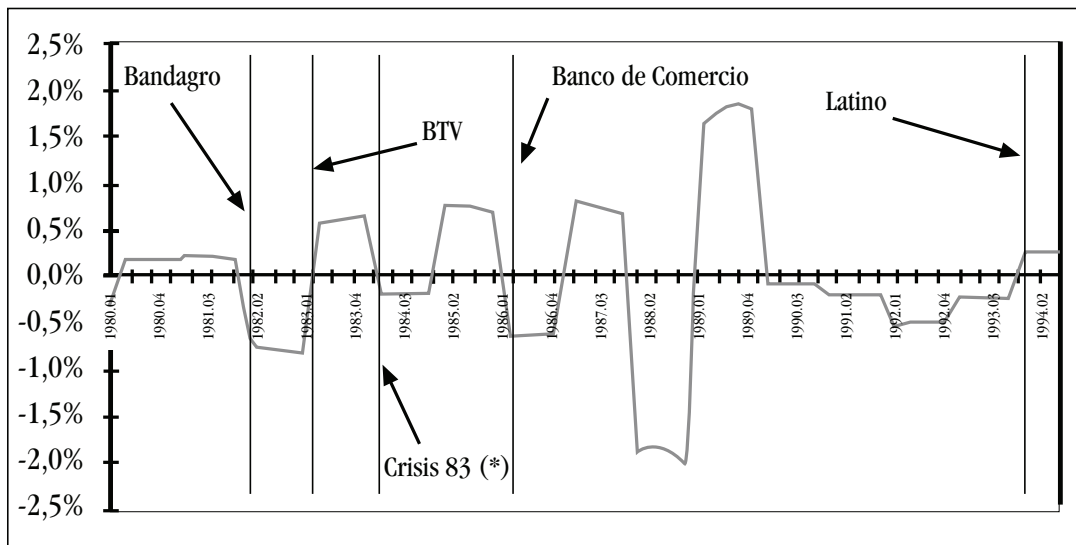
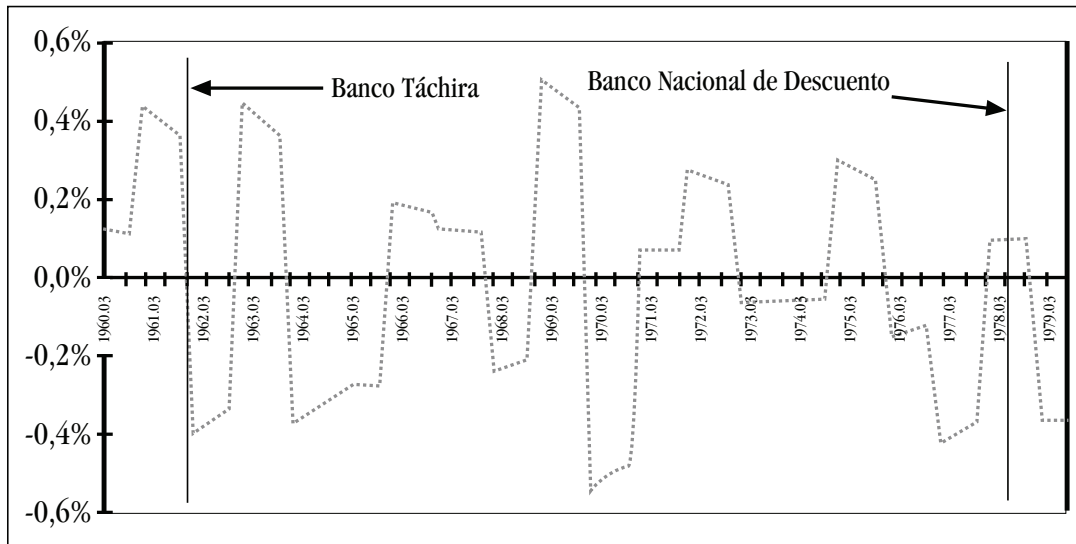
CUADRO N° 15
QUIEBRAS BANCARIAS EN VENEZUELA Y TIPO DE ADMINISTRACIÓN,
1961-1993

AÑO	BANCO	TIPO DE INSTITUCIÓN
1961	BANCO TÁCHIRA	PÚBLICO
1965	BANCO DE FOMENTO COMERCIAL DE VENEZUELA(*)	PÚBLICO
1978	BANCO NACIONAL DE DESCUENTO	PRIVADA
1981	BANCO DE DESARROLLO AGROPECUARIO	PÚBLICO
1982	BANCO DE LOS TRABAJADORES DE VENEZUELA	PÚBLICO
1983	BANCO DE FOMENTO REGIONAL DEL ZULIA	PÚBLICO
	BANCO DE FOMENTO COMERCIAL DE VENEZUELA	PÚBLICO
	BANCO COMERCIAL DE MARACAIBO	PÚBLICO
1985	BANCO DE COMERCIO	PRIVADA

Nota: El término público se refiere a que el banco fue manejado por el Estado.

(*) El Banco de Fomento Comercial de Venezuela fue intervenido en 1965 y recuperado, siendo intervenido nuevamente en 1983, cuando cerró definitivamente.

FIGURA N° 13
VARIACIONES DEL COMPONENTE CÍCLICO DE LA ECONOMÍA VENEZOLANA,
QUIEBRAS BANCARIAS, 1960:1-1994:4



de la mayoría de los créditos y por lo tanto produciendo un estado de iliquidez en la institución. Sin embargo, el número de “*shocks*” adversos ha sido mucho mayor que los episodios de quiebra o crisis financiera, lo que permite aseverar la existencia de otras causas en las quiebras bancarias además del entorno macroeconómico.

De lo expuesto anteriormente se puede concluir que: a) Existe una estrecha asociación entre impactos macroeconómicos y quiebras bancarias en Venezuela, b) Los impactos macroeconómicos sólo afectaron para el período 1960-1983 a aquellos bancos manejados por el Estado o aquellos privados cuya vinculación con el gobierno era importante (caso BND y BC), c) Si bien el número de bancos manejados por el Estado no ha sido muy grande⁵² el impacto macroeconómico sólo afectó aquellas instituciones que debieron estar en situación de mayor vulnerabilidad, por lo tanto, al coincidir el “*shock*” adverso y la debilidad estructural del banco, se dio la quiebra.

Limitándonos al estudio del comportamiento cíclico de la economía, de acuerdo a los resultados obtenidos en la sección anterior, se observa que el *shock* negativo más fuerte que ha sufrido la economía venezolana en los últimos tiempos se produjo a comienzos de los años 1990 y derivó en una recesión de casi tres años, hasta 1994, cuando la economía presentó un leve impulso positivo (ver Figura N° 13). Al registrarse una cierta recuperación económica a principios de 1994, de inmediato sobrevino la crisis de uno de los bancos más importantes del país (Latino) al cual siguieron los demás bancos en problemas. El episodio de crisis de 1994, que se prolongó hasta el año 1995, ha sido el segundo episodio de crisis financiera que ha sacudido la economía venezolana. Durante el año de 1994, quebraron once (11) entidades bancarias en tres fases diferentes, las restantes seis (6) quebraron en 1995, haciendo en total diecisiete (17) bancos y una (1) sociedad financiera.

V. ¿Qué explica la crisis financiera del año 1994?

El escrutinio de las crisis bancarias en Venezuela, provee quizás una confirmación muy clara del complejo conjunto de factores que

⁵² Desde la aparición del Banco de Maracaibo en 1882 hasta 1993, la proporción de bancos manejados por el Estado no llega al 20%.

interactúan para desencadenar un colapso financiero. Si bien es cierto que los episodios ocasionales de quiebra parecen ser el resultado de comportamientos cíclicos de la economía asociados a choques macroeconómicos que ponen al descubierto la mala administración o el comportamiento fraudulento de ciertas instituciones, las crisis bancarias son el resultado de un arreglo más complejo de factores que sumados terminan conjugando un contexto generalizado de fragilidad en las unidades económicas financieras y no-financieras. En lo que sigue, resumimos estos factores en tres grandes categorías: el entorno macroeconómico, el contexto institucional y la orientación de política. Esta distinción además de ser analíticamente conveniente, nos permite detectar tendencias similares en otros países en desarrollo.

V.1 El entorno macroeconómico

Existen dos aspectos relativos al ambiente macroeconómico que generan impactos mayores en el desempeño financiero en las economías en desarrollo. El primero tiene que ver con la estabilidad macroeconómica que se manifiesta a sí misma en estos países en el comportamiento de los precios internos y en el desempeño del sector externo de la economía. Un segundo aspecto, no desvinculado del todo del primero, es el que concierne a la falla global de la actividad económica y de la demanda efectiva que imprime a la economía un carácter cíclico. La consideración de estos aspectos ha cobrado hoy día cierta relevancia, muy en especial, en la evaluación que se hace de las consecuencias de los procesos de liberalización financiera por los cuales han transitado y transitan numerosas economías en desarrollo.

En la actualidad es bastante compartida la idea de que un requisito necesario (aunque no suficiente) para lograr los buenos oficios de la liberalización de los mercados financieros es la presencia de un ambiente macroeconómico estable. En general un mayor grado de profundización financiera, una mayor intermediación y crecimiento de la economía serán efectivamente visibles si las reformas se toman en un ambiente macroeconómico estable. Esta posición es hoy día incluso sostenida por los revisionistas de las tesis originales de McKinnon y Shaw que ven en la liberalización la solución al proble-

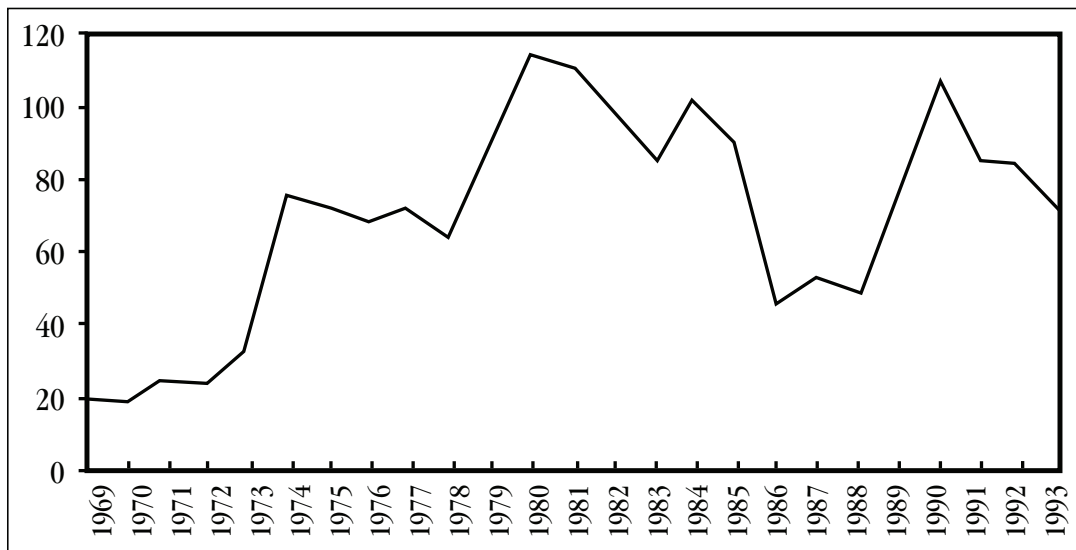
ma del estancamiento de las economías en desarrollo. McKinnon (1989), por ejemplo, sugiere ver el proceso de reformas en una forma secuencial, de modo que la estabilidad macroeconómica preceda la liberalización financiera, y esta preceda la liberalización comercial. Desde esta perspectiva, la estabilidad macroeconómica pasa por la necesidad de consolidar un ajuste fiscal creíble, de tal modo que los mercados financieros trabajen sin las restricciones que imponen tasas de interés reales inestables. La estabilidad macroeconómica tiende a apoyar la liberalización de los mercados financieros a través del canal de la credibilidad.

Aunque la credibilidad es un aspecto importante en lo que atiene a los mecanismos de transmisión de la política macroeconómica sobre el comportamiento de los mercados, ésta no deja de ser si se quiere un elemento esencialmente discrecional de la política económica. Un gobierno puede inspirar un grado de credibilidad absoluta, y sin embargo, el público pudiera respirar algún grado de desconfianza por el ritmo que toma la economía. Las empresas, por ejemplo, se ven impedidas de formular y ejecutar planes de inversión si la rentabilidad esperada se ve afectada por eventos exógenos a la política económica.

Hausmann y Gavin (1996), por ejemplo, son de la idea de que un deterioro en los términos de intercambio o un choque externo adverso pudieran afectar el desempeño de la banca. La razón se encuentra en que la rentabilidad de los prestamistas es afectada adversamente, incrementando la probabilidad y el número de préstamos morosos y de incumplimiento, y haciendo de esta forma que se deteriore la calidad de los activos de los bancos. Como deja (ver la Figura N° 13), la economía venezolana ha experimentado en forma recurrente choques adversos en sus términos de intercambio, básicamente a consecuencia de las fluctuaciones de los precios del petróleo. Al ser tomadas entre cada pico, las fluctuaciones son cortas pero no periódicas, elevando el riesgo de las decisiones y afectando la dinámica del ahorro y la inversión.

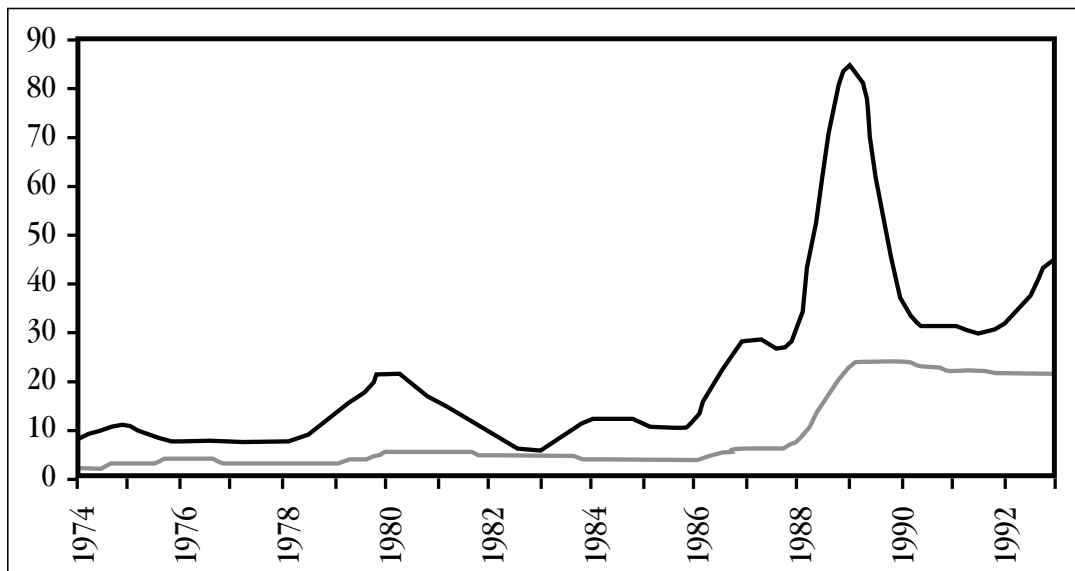
Otro elemento clave para entender como las decisiones de las unidades reales afectan el desempeño del sector financiero, radica en el papel que la incertidumbre juega en las decisiones de inversión. Cierta

FIGURA N° 13
VENEZUELA-TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 1969-1993



Fuente: Zambrano, *et al.*, 1996.

FIGURA N° 14
VENEZUELA-TASA DE INFLACIÓN ANUAL Y VARIABILIDAD DE LA INFLACIÓN



— Inflación.
 — Variabilidad de la inflación.

Fuente: Con base en datos del BCV.

Nota: La medida de la variabilidad de la inflación para cada año se calcula como la desviación estándar de la inflación anual basada en la década precedente.

literatura económica emergente explica el vínculo entre incertidumbre y decisiones de inversión como la consecuencia directa del carácter irreversible de la gran mayoría de los proyectos de inversión (ver por ejemplo, Bernanke, 1983, y Pindyck, 1991). En presencia de irreversibilidad, la incertidumbre puede afectar y posponer seriamente las decisiones de inversión y esto en consecuencia genera un impacto en la demanda de crédito. Ahora bien, si la incertidumbre surge como consecuencia de las dificultades humanas para la percepción y el procesamiento de la información, entonces la incertidumbre está ligada a la complejidad del medio. En los países en desarrollo este tipo de complejidad está típicamente afectada por la variabilidad de la estabilidad macroeconómica, tanto como por la de inflación y la posición externa de la economía. En la economía venezolana las fluctuaciones en los términos de intercambio caracterizan todo el período que se inicia a mediados de los años setenta (como deja ver la Figura N° 13), pero la variabilidad de la tasa de inflación se incrementa notoriamente a partir del año 1989 (como se desprende de la Figura N° 14).

Adicionalmente al problema de la estabilidad macroeconómica, el nivel de actividad económica afecta los flujos de créditos y depósitos y pone al descubierto o encubre la posición financiera de las unidades económicas. Una recesión, por ejemplo, reduce los fondos internos para financiamiento de las empresas o para el cumplimiento de las obligaciones financieras. Las empresas pueden efectivamente posponer sus planes de inversión ante la recesión o pueden proseguir con los mismos, aumentando su endeudamiento externo, sin embargo, ante el compromiso de servir la deuda con la banca, cualquiera de estas dos opciones elevan el peso de la deuda de los prestatarios y aumenta la probabilidad de incumplimiento. Aunque la economía venezolana registró una tasa de crecimiento promedio de 2,8% entre 1989 y 1993, el crecimiento del producto en el año precedente a la crisis fue negativo. Si a esto se añade el clima de inestabilidad que surgió como consecuencia inmediata de los dos intentos fallidos de golpes de estado ocurridos en 1992, y la decisión un año más tarde de la Corte Suprema de Justicia de suspender los poderes políticos del Presidente para transferirlos al Congreso, el sentimiento que queda es que demasiadas reformas en tan corto período de tiempo pudieran no ser sostenibles dada la naturaleza del entramado sociopolítico

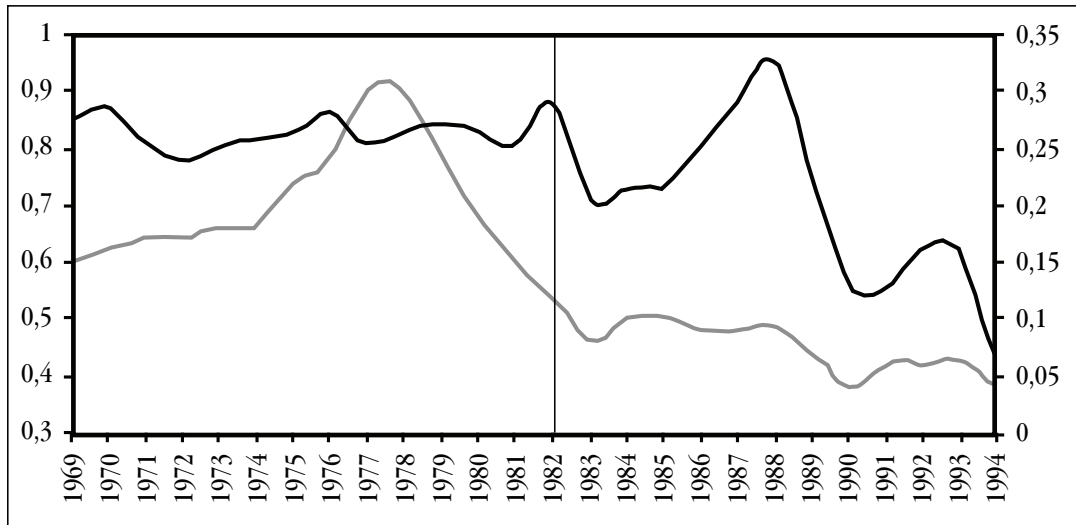
del país, y que el proceso de reformas económicas emprendidas en el año 1989, estuvo rodeado de un desmedido optimismo. En cualquier caso, la combinación de estos eventos pusieron en evidencia el vínculo irrestricto entre los mercados financieros domésticos e internacionales al suscitarse un fuerte ajuste de portafolio que afectó la demanda de dinero y la posición de liquidez de los bancos en el año 1993 (BCV, 1993).

Lo importante de destacar de los elementos antes mencionados, es que todos ellos ejercen cierta influencia en el clima de inversión, muy especialmente de la inversión privada, y de ahí, si nuestra conjetura es correcta, en la demanda de crédito y el nivel de intermediación. Pero adicionalmente la posición financiera de las unidades económicas, y en última instancia de los bancos, también se ve afectada por los cambios en el ciclo, muy especialmente, por las fluctuaciones de los términos de intercambio y el ciclo de actividad económica. Una mirada a la evolución de la inversión privada (como porcentaje del PIB), muestra el impresionante declive que va desde el valor pico que alcanza en 1976 (cerca del 30% del PIB), hasta valores extremadamente bajos como el registrado un año antes de la crisis en 1993, cuando la inversión privada alcanzó sólo un 6% del PIB (ver la Figura N° 15). Esta caída estricta y sostenida en la inversión privada tuvo sus efectos en la demanda de crédito y en las posibilidades de intermediación del sector financiero. No obstante, la relación entre la razón inversión privada/PIB y el índice de intermediación se hace verdaderamente estrecha a partir de 1988, lo cual deja entrever que no sólo la demanda de crédito para proyectos de inversión productiva explica la sensible baja en la intermediación (en caso de que éste fuera el nexo causal), por lo que es preciso reconocer la omisión de otros factores.

V. 2 El arreglo institucional

El desempeño de las instituciones financieras depende crucialmente del arreglo institucional en el cual éstas se desenvuelven. Como brevemente señalaremos aquí, el sistema bancario venezolano estuvo expuesto no sólo a un inadecuado marco supervisorio y regulatorio sino además a inadecuados incentivos.

FIGURA N° 15
INVERSIÓN PRIVADA / PIB E ÍNDICE DE INTERMEDIACIÓN; 1969-1994



— Índice de intermediación.

— INV/PIB.

Fuente: BCV y Superintendencia de Bancos.

En Venezuela, el organismo que por mandato legal está encargado de supervisar el comportamiento y desempeño de la banca es la Superintendencia de Bancos. Hasta bien entrada la crisis del sistema financiero, la Superintendencia no poseía la experticia necesaria, ni poseía el recurso humano y la tecnología adecuada para monitorear el sistema y exigir el cumplimiento de ciertas regulaciones. En general, las prácticas contables, el análisis de riesgo y la clasificación del desempeño de la banca no se hacía tampoco en una forma efectiva. Por lo demás, eclipsada por el tutelaje del Ministerio de Hacienda, la Superintendencia de Bancos carecía del poder disuasivo indispensable de toda agencia regulatoria. Una consecuencia inmediata de esta situación de debilidad institucional fue la escasa y poco valiosa información que el público poseía en relación al desempeño de los bancos. En realidad si los depositantes hubieran precisado monitorear el destino de sus fondos y hacer una mínima evaluación de riesgo, difícilmente hubieran estado en posición de hacerlo. A decir verdad, en presencia de un sistema de garantías de depósito tampoco era muy probable que los depositantes estuvieran en una actitud de ejercer algún tipo de disciplina sobre el sistema. Un banco era tan bueno como cualquier otro y esto añadía varios grados de libertad a las prácticas de manejo de cartera de los bancos.

El marco legal y las regulaciones a las que se vio sometida la banca por muchos años, presentaba, así mismo, notables debilidades. La legislación permitía requerimientos de capital inadecuados para la magnitud del riesgo en el negocio; asimismo, las restricciones relativas a como las instituciones financieras podían invertir sus fondos eran laxas⁵³. En el período que va entre los años ochenta y los primeros años de la década de los noventa, los bancos no consolidaban sus operaciones a la hora de reportar a las autoridades, pues simplemente esto no era requerido por la ley⁵⁴. Esto hacía extremadamente difícil establecer niveles de riesgo y límites en las operaciones de créditos de los grupos financieros. Por otro lado, los estados financieros de los bancos no reflejaban las transacciones “*off-shore*” como tam-

53 Mata (1996), observa que con el correr de los años los cambios ocurridos en la legislación bancaria disminuyeron los requerimientos de solvencia. De esta forma, el límite a la relación pasivo/capital pasó de 8 establecido en la legislación del año 1970 a 20, establecido en la reforma ocurrida en 1975.

54 Hay que destacar el progreso en esta materia que vino con la aprobación de la nueva Ley de Bancos en enero de 1994.

poco las operaciones en mesa de dinero y otras transacciones financieras que se hicieron comunes a finales de la década de los ochenta. Usando sus mesas de dinero, por ejemplo, los bancos estaban en la capacidad de atraer depósitos y hacer préstamos sin necesidad de observar la frágil regulación que existía en el sector financiero.

Ya en el año 1987 el mismo Banco Central usaba su mesa de dinero como un mecanismo más de apoyo en el control de la liquidez. A partir de 1989, la acción agresiva del Banco Central en la emisión de bonos de cero riesgo y alto rendimiento propició un giro en las decisiones de colocaciones y en la composición de la cartera de créditos de los bancos. Los requerimientos de elevadas tasas esperadas de rendimiento de los proyectos de inversión que se presentan en una economía inflacionaria, lleva consigo mayores niveles de riesgo, aunque en teoría los bancos se verían presionados por llevar a cabo un cauteloso análisis de riesgo, en la práctica, sin embargo, los incentivos que provocaban la emisión de estos papeles oficiales de cero riesgo no propiciaban esta conducta por parte de los bancos.

La carencia de una regulación prudencial y de supervisión hizo que surgieran prácticas singulares en el cuadro de relaciones entre los bancos y en la manera en que algunas de estas instituciones manipulaban sus activos para apoderarse de otros bancos o simplemente para “maquillar” sus estados financieros. Entre los ejemplos más notables (por la magnitud de la operación) destacó la batalla por controlar al Banco de Venezuela. Saliendo airoso de esta pugna, el Banco Consolidado logró manipular los activos y depósitos del Banco de Venezuela a fin de mejorar su débil posición. Las transferencias de fondos se hicieron a través de un banco en Curazao, a fin de evitar cualquier detección, una forma de transferencias encubiertas de carácter fraudulento que aparentemente era común en el sistema.

Por otro lado resulta casi ineludible el pensar en el posible “*trade-off*” que se puede generar al regular de manera drástica el sistema y buscar un crecimiento que permita reducir la volatilidad, dado que los costos en eficiencia de medidas prudenciales muy severas pueden imponer trabas al crecimiento y libertad económica (anulándose mutuamente). El establecimiento de parámetros y regulaciones en el sistema financiero es una necesidad para asegurar el correcto

desempeño de las actividades relacionadas con la intermediación financiera, dadas las características propias del negocio bancario; sin embargo, el grado de supervisión y la transparencia con que esta se maneje, son condicionantes cruciales de un sistema regulatorio exitoso. La excesiva regulación y control sobre un sistema financiero puede causar distorsiones que empeoren la situación en lugar de mejorarla (por ejemplo, véase Kane, 1984). Por otro lado, los organismos reguladores deben establecer reglas claras en su proceder y de igual aplicación para todas las instituciones, evitando en lo posible la discrecionalidad⁵⁵.

Por último, es preciso señalar, que la creciente importancia de los grupos financieros y de la concentración del crédito en un ambiente de débil regulación prudencial estimuló operaciones de crédito hacia empresas vinculadas o hacia empresas sin adecuados colaterales. Bello (1986), afirma que la tendencia a la formación de grupos financieros, sin normas que regularan la intermediación consorciada, estimulaba el desplazamiento de la función intermediaria de la banca por la función de inversionista, con la adquisición directa e indirecta de empresas que terminaban afiliadas a la matriz bancaria. Arocha y Rojas (1996), han señalado que la especialización al interior de los grupos financieros generó una sobreexpansión del sistema bancario y un incremento de los costos de intermediación. Parecía bastante claro en todo caso, que contra la estructura de banca universal, la conformación de instituciones especializadas tenía pocos beneficios que ofrecer y algunos costosos incentivos.

V.3 La orientación de política económica

Aunque los factores macroeconómicos y el tipo de arreglo institucional en que se desenvolvía el sistema financiero explican en muy buena medida el origen de la crisis, la orientación de política económica fue un factor precipitante. Dos aspectos críticos deben ser cali-

⁵⁵ En este sentido, desde hace unos años se ha gestado una revolución en cuanto a la gerencia de riesgos, que ha sido motivada por los cambios en el mercado bancario y financiero, más que por la imposición de las autoridades reguladoras, lo que aunado a la innovación financiera y el avance tecnológico, han generado una progresiva desregulación de las actividades bancarias, en el mundo entero. Los efectos de una regulación adecuada debe ser igualmente acompañada de un sistema de seguro de depósitos, donde se discrimine la prima pagada por cada banco dependiendo del nivel de riesgo que éste asuma.

ficados en lo que respecta a este punto. Por un lado, ya hemos señalado que la presunción sobre la independencia de los resultados de la liberalización de los mercados financieros del ambiente macroeconómico e institucional es cuando menos ingenua. Tan importante como esto es el hecho que nuevas presiones e incentivos son introducidos con la liberalización de los mercados financieros que pueden finalmente conducir a un incremento en transacciones de alto riesgo y a un aumento de la fragilidad de las unidades financieras. En segundo lugar, es bastante debatible la supuesta coherencia entre los objetivos de la liberalización financiera (resumidos en las ganancias de eficiencia impulsoras de crecimiento) y los efectos de otras políticas que usualmente acompañan a las reformas financieras, en especial, la política monetaria y las políticas comerciales.

Un punto que reclama inicial atención al evaluar los efectos de la liberalización financiera es que Venezuela no se aleja de lo acontecido en otros países latinoamericanos en lo que tiene que ver con la precedencia que tuvieron los episodios de liberalización financiera en relación al colapso financiero ulterior. El cuadro 16 da cuenta muy clara de como los episodios de liberalización financiera precedieron a las mayores crisis financieras ocurridas en países latinoamericanos a partir de los años ochenta. Grabel (1996), señala la competencia y las presiones hacia mercados más riesgosos como un elemento común en los episodios de liberalización financiera en países en desarrollo. En principio, según Grabel, la creación de mercados en los cuales los precios de los activos financieros cambian rápidamente ante la nueva información hace que las recompensas en transacciones financieras exitosas sean grandes y rápidas. El especulador exitoso es aquel que anticipa movimientos futuros en los mercados. Pero las mismas fuerzas que premian al jugador que anticipa, penalizan severamente al inversionista que responde con rezago o que actúa con una visión de largo plazo. De esta manera, en mercados eficientes pero volátiles, un horizonte de corto plazo puede ser el comportamiento más prudente. Este movimiento inducido por expectativas, tiene manifestaciones tanto en la demanda como en la oferta de los mercados financieros. Por el lado de la demanda, las corporaciones financieras y no financieras se ven compelidas a participar de los altos retornos disponibles de mercados más riesgosos y pueden ciertamente trans-

ferir recursos desde sus actividades primarias hacia actividades especulativas. Como una manifestación crítica, las unidades económicas pudieran acudir al mercado financiero de los bancos para financiar operaciones especulativas de corto plazo. Por el lado de la oferta, las instituciones financieras pudieran verse afectadas por las nuevas presiones competitivas, de forma tal que aquéllas que no validan el *boom* especulativo se ven sometidas a un crecimiento menor de su capital base y a una pérdida de participación de mercado. La señal que mejor sintetiza estos cambios en los mercados financieros son las alzas de las tasas de interés y de los índices en los mercados de valores (ambos presentes en el caso venezolano).

Como resultado inmediato de la desregulación del mercado financiero que se inicia en 1989, las tasas de interés sobre los préstamos se incrementaron de 14,63% en febrero de 1989 a 27,60% en el mes de marzo. Para finales de año, éstas terminaron promediando 35,28%, lo que hacía la tasa de interés real fuertemente negativa, dado el impacto inflacionario de las medidas de ajuste cambiario y de liberalización de otros precios internos. No obstante, tasas de interés reales positivas se registraron en los primeros cuatro años de la década de los noventa, mostrando tendencias alarmantes en los años 91, 92 y 93. El escenario de altas tasas de interés afectaba severamente la posición financiera de las unidades deudoras empresariales que de algún modo venían ya resintiendo el sesgo recesivo del programa de estabilización. En Vera y González (1998), mostramos en el marco de un modelo de equilibrio en el mercado de crédito y de bienes, como un escenario inicial de altas tasas de interés y recesión conducen a la economía hacia una senda inestable. Por otra parte, como ha sido señalado por Mankiw (1986), tasas de interés muy altas alteran el nivel de riesgo del “*pool*” de deudores de los bancos, haciendo que éstos reaccionen racionando el crédito. Un círculo vicioso acumulativo puede ser el resultado agregado de esto si las tasas aumentan aún más a consecuencia del aumento de la demanda de crédito por parte de las unidades morosas (para honrar sus compromisos) y del racionamiento puesto en práctica por las instituciones financieras. No obstante, el caso venezolano no parece reflejar esta última dinámica, sino más bien la dinámica que como hemos comentado anteriormente operó en el caso de la crisis financiera argentina. El alza de las tasas parece re-

CUADRO N° 16
MAYORES EXPERIENCIAS DE LIBERALIZACIÓN
Y CRISIS FINANCIERAS EN AMÉRICA LATINA

PAÍSES	LIBERALIZACIÓN FINANCIERA	CRISIS FINANCIERAS
ARGENTINA	1976-1980	1980-1982
CHILE	1974-1978	1981-1982
URUGUAY	1974-1980	1982
BOLIVIA	1985-1987	1987
COLOMBIA	1978-1981	1982
VENEZUELA	1989-1993	1994-1995
MÉXICO	1991-1992	1995

flejar mejor un comportamiento defensivo de los bancos ante la caída del rendimiento de sus activos y ante la necesidad creciente de liquidez que suscitó el inestable ambiente económico y político muy especialmente en los años 1992 y 1993.

En adición a los problemas mismos o inherentes a la liberalización de los mercados financieros, algunos importantes conflictos pueden surgir entre los objetivos perseguidos por la liberalización y los objetivos de otras medidas que usualmente acompañan a las reformas. Como hemos observado con anterioridad, la liberalización financiera se inscribió en un marco de reformas que incluyeron medidas de estabilización y otras de vocación más estructural. En el marco estricto de la estabilización, la política monetaria y fiscal mostraron un tenor altamente contractivo. El déficit del gobierno central se redujo de 6,1% en 1988 a 1% en 1989, como resultado de drásticos recortes en el gasto gubernamental. Adicionalmente, y tal como lo señala el Banco Central en su *Informe Anual*, la autoridad monetaria “orientó su política a absorber el exceso de liquidez bancaria” (BCV, 1989, p. 43). La contracción económica del año 1989 fue abismal. El producto se redujo en casi 10%, en parte como consecuencia de los efectos contractivos de estas políticas como también por los eventos de rebelión popular acontecidos en el mes de febrero. El impacto al interior del sector privado se reflejó en una caída en los flujos de caja y en mayor inhabilidad para servir deuda financiera. Esto en buena medida explica el deterioro de la cartera de créditos de los bancos y la duplicación en la cartera demorada reportada por el BCV (1989) para el período.

Un razonamiento muy similar se ajusta al impacto de las medidas de liberalización comercial y ajuste de precios relativos ocurridas durante el proceso de reformas. Hausmann y Gavin (1995), haciendo referencia al caso venezolano, han apuntado como estas medidas elevaron el grado de insolvencia del sector productivo afectando los estados financieros de la banca. En realidad el argumento recibió mucha atención en la literatura que analiza las debacles financieras en el Cono Sur. Fernández (1983) y Schneider (1985), por ejemplo, subrayan los efectos de la liberalización comercial y la sobrevaluación del tipo de cambio en la ola de bancarrotas ocurridas en Argentina y Chile antes del colapso financiero. Un punto fundamental en estos análi-

sis es que la penetración de las importaciones y la sobrevaluación causada por la adopción de sistemas de deslizamientos periódicos elevaron la fragilidad del sector productivo haciendo incobrables gran parte de la cartera de los bancos.

Acompañando el deseo de mantener la liquidez monetaria bajo control, el Banco Central comenzó a usar muy activamente bonos de su propia emisión (bonos “cero cupón”) a partir de 1990. Las operaciones de mercado abierto, tradicionalmente concebidas en Venezuela como un mecanismo de muy bajo perfil en el uso de la política monetaria, comenzaron a jugar un papel estelar desde ese momento, relegando los requerimientos de encaje como un mecanismo complementario⁵⁶. Desde los inicios del programa de ajuste, el incremento en las reservas internacionales venía constituyendo motivo de preocupación por el aumento considerable en la entrada de capitales; pero en agosto de 1990, la crisis del Golfo provocó alteraciones en el mercado petrolero que se tradujeron en un choque externo inesperado. La bonanza de recursos petroleros sirvió como combustible para la expansión fiscal, pero al mismo tiempo obligaba a las autoridades monetarias a intensificar la acción restrictiva de los bonos cero cupón. En adelante, el *stock* de bonos mantenidos por el público así como los pagos en intereses se multiplicaron llegando éstos últimos a constituir para el año 1993 cerca del 50% de la base monetaria (ver el Cuadro N° 17). Para los bancos la acción no pudo ser más oportuna, convirtiéndose inmediatamente en los beneficiarios directos de la política monetaria. A la alternativa de destinar fondos a un mercado de crédito deprimido y riesgoso, los bancos fueron cambiando la composición de sus carteras con marcada preferencia hacia los títulos gubernamentales⁵⁷.

56 La tasa de descuento por su parte pasó a desempeñar un papel estrictamente pasivo para mantenerse en línea con las tasas activas.

57 Sorprende que aún dos años después de la crisis financiera, el equipo técnico del FMI entendía que “el desplazamiento continuo en la composición del crédito hacia los títulos del sector público reducía el riesgo de incumplimiento”.

CUADRO N° 17
VENEZUELA-BONOS CERO CUPÓN, RENDIMIENTO PROMEDIO Y BASE MONETARIA,
1989-1994 (MILLONES DE Bs.)

AÑO	BONOS CERO CUPÓN (BCC); EMISIÓN	RENDIMIENTO PROMEDIO (%)	PAGOS INTERESES BCC	EN BASE POR MONETARIA	PAGOS EN INTERESES/BASE MONETARIA
1989	4,390	43.82	1,924	98,560	0.01
1990	242,363	33.55	81,312	179,697	0.45
1991	571,962	34.79	198,985	330,444	0.60
1992	335,069	38.82	130,073	382,310	0.34
1993	407,992	52.11	212,604	422,695	0.50
1994	2,263,806	47.98	1,086,174	698.839	1.55

Fuente: Informes Económicos Anuales, 1989-1993, y cálculos propios.

VI. Conclusiones

La importancia y la incidencia que tienen los eventos macroeconómicos en el desempeño del sector financiero ha sido la esencia de nuestro argumento. La experiencia venezolana parece constatar estos hechos. La crisis financiera de los años sesenta, aunque poco documentada, es testimonio de esto. La crisis, en ese entonces, fue efectivamente precedida de una intensa fuga de capitales y una crisis de balanza de pagos, en gran parte consecuencia de la pérdida de confianza del público en los fundamentos macroeconómicos. Desde ese punto de vista parece semejar más una crisis de liquidación de pasivos que una por desvalorización de activos. Las quiebras bancarias que se manifestarían años más tarde en las postrimerías de los años setenta, se presentaron justo cuando la economía entró en fases recesivas. Por otra parte, ha sido nuestro empeño en este trabajo mostrar los posibles canales a través de los cuales un desarreglo macroeconómico donde se combinan choques externos adversos, volatilidad inflacionaria y recesión, genera problemas en la calidad de los activos de los bancos y en su comportamiento. Manifestaciones similares pueden ocurrir como consecuencia de reformas financieras y políticas macroeconómicas reactivas al cuadro de inestabilidad, como en realidad lo muestra el caso venezolano.

Más específicamente nuestro estudio nos ha permitido establecer los siguientes elementos:

- La crisis financiera que sobrevino en Venezuela muy tempranamente después de la caída de la dictadura, estuvo muy ligada a una crisis de confianza, resultado de un agudo cuadro macroeconómico y de la pérdida de reservas. La precedencia del control de cambio al desarrollo de la crisis pone en evidencia la precedencia de una crisis de balanza de pagos y la importancia que el proceso de liquidación de pasivos tuvo para explicar la posición de iliquidez del sistema en general.
- Desde mediados de los años sesenta (después de la primera crisis), el sector real de la economía y el sector financiero han coevolucionado a lo largo de tres grandes fases o etapas. En líneas muy generales podríamos afirmar: a la estabilidad y el crecimiento sos-

tenido, el sector financiero respondió expansivamente; a las turbulencias y los choques externos con adaptabilidad; y a la liberalización y volatilidad prolongada caóticamente.

- La mayor parte de las quiebras experimentadas por el sector financiero en la era democrática estuvieron ciertamente rodeadas de manejos riesgosos e irregulares en la cartera de créditos. Sin embargo, llama la atención que muchos de los bancos vulnerables estaban en manos del Estado y conservaban gran parte de sus colocaciones vinculadas al gobierno o empresas contratistas del Estado. En los casos excepcionales, los bancos privados quebrados estuvieron fuertemente ligados al Estado. Al revertirse el ciclo y deteriorarse la capacidad de pago del sector público, se afectó sensiblemente la cartera de créditos de estas instituciones.
- Al estimar la variación del componente cíclico del producto en Venezuela a lo largo de más de tres décadas hasta el último trimestre de 1994, se observa que los episodios de quiebra se presentaron justo entrada la recesión. Por lo demás, el análisis multivariado aplicado a la descomposición del producto interno permitió identificar dos vectores de cointegración entre las variables producto interno bruto real, inversión real, consumo real y exportaciones petroleras. El primero de estos vectores exhibió signos no esperados por la teoría
- Numerosos factores ligados al entorno macroeconómico ayudan a explicar el desarrollo de la crisis de 1994-1995. Como hemos señalado, los choques externos adversos y/o caídas en el nivel de actividad económica, aumentan el riesgo de incumplimiento de las unidades deudoras; la inestabilidad de los términos de intercambio y la volatilidad inflacionaria afectan negativamente la demanda de crédito, y tasas de inflación más altas hacen posible créditos más riesgosos. Todos estos eventos macroeconómicos estuvieron presentes en Venezuela, en el período previo e inmediato a la crisis.
- La carencia de una adecuada supervisión y regulación prudencial contribuyó a agudizar los problemas del sistema en los años noventa. Los problemas e ineficiencias generados por la escasez de información fueron amplificadas por el deficiente desempeño de

los organismos regulatorios. El marco legal y las regulaciones eran laxas y sus exigencias inadecuadas para las transformaciones y prácticas de la banca.

- La política de liberalización financiera llevada a cabo a partir de 1989, condujo a un incremento de las transacciones de alto riesgo y a un aumento en la fragilidad de los bancos. Las altas tasas de interés constituyen una señal de alerta sobre la dinámica perversa que puede desarrollar la liberalización financiera. Si las altas tasas deterioran la posición financiera de las unidades deudoras, los bancos pueden reaccionar ante la necesidad creciente de liquidez que suscita un ambiente económico y político inestable con mayores tasas a fin de incrementar los depósitos. Otras políticas que suelen formar parte integral de las reformas ortodoxas pueden tener efectos negativos sobre la salud del sistema. En la medida en que el sector real de la economía se vea afectado por la liberalización comercial y por las políticas de demanda contractivas, buena parte de la cartera de los bancos puede hacerse incobrable.

BIBLIOGRAFÍA

Adelman, Irma y Adelman, Frank. (1959).

“The Dynamical Properties of the Klein-Goldberger Model”, *Econometrica*, 27, 596-625.

Aftalion, A. (1913).

Les Crises Périodiques de la Surproduction, Paris: Riviere.

Altman, E. (1968).

“Financial Ratios Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, *Journal of Finance*.

Allen, Franklin (1990).

“The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation”, *Journal of Financial Intermediation*. N° 1.

Arocha, M. y E. Rojas (1996).

“La crisis bancaria en Venezuela: Antecedentes, desarrollo e implicaciones”, *Monetaria*, Vol. 19, N° 2.

Beaver, W. (1966).

“Financial Ratios as Predictors of Failure”, *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*.

Beaver, W. (1968).

“Market Prices, Financial Ratios and Predictors of Failure”, *Journal of Accounting Research*.

Bello, O. (1986).

“Tendencias y problemas del sistema financiero en Venezuela”, *Revista BCV*, Vol. 1, N° 1.

Bernanke, B. (1983).

“Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, N° 4.

Bernanke, Ben S. (1983).

“Nonmonetary Effects of the Financial Crises in the Propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*. Vol. 73, pp. 257-76.

- Bernanke, Ben y Blinder, Alan. (1988).**
 “Credit, Money and Aggregate Demand”, *American Economic Review*,
 Vol. 78, pp. 435-439.
- Beveridge, Stephen y Nelson, Charles R. (1981).**
 “A New Approach to Decomposition of Economic Time Series Into
 Permanented Transitory Components with Particular Attention to
 Measurement of the ‘Business Cycles’”, *Journal of Monetary Economy*.
 Vol. 7, 151-174.
- Blanchard, O. y Fisher, S. (1989).**
Lectures on Macroeconomics, MIT Press.
- Blanchard, O. J., and Quah, D. (1989).**
 “The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances”,
American Economic Review. Vol. 79, N° 5, pp. 1.146-1.164.
- Boschen, John y Mills, Leonard (1988).**
 “Test of the Relation Between Monetary and Output in the Real Business
 Cycle Model”, *Journal of Monetary Economy*, 22, 355-374.
- Box, G. y Jenkins, G. (1976).**
Time Series Analysis: Forecasting and Control. Revised Edition, San
 Francisco: Holden-Day.
- Boyd, John and Prescott Edward (1986).**
 “Financial Intermediary-Coalitions”, *Journal of Economic Theory*, Vol. 38.
- Boyd, John y Runkle, David (1993).**
 “Size and Performance of Banking Firms”, *Journal of Monetary Eco-
 nomics*, Vol. 31, 47-67.
- Buffie, E. (1984).**
 “Financial Repression, the new Structuralists, and Stabilization Policy
 in Semi-Industrialized Economies”, *Journal of Development Eco-
 nomics*, N° 14.
- Burkett, P. y Dutt, A. (1991).**
 “Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDCs”, *Inter-
 national Review of Applied Economics*, Vol. 5, N° 2.
- Burns, Arthur and Mitchell, Wesley (1946).**
Measuring Business Cycles, New York, NBER.

- Carrillo Batalla, T. E. (1981).**
Historia crítica de las teorías de las fluctuaciones económicas y análisis del caso venezolano, Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Casas, A. (1996).**
“Experiencia venezolana en el manejo de la crisis financiera”, *Revista BCV*, Vol. 10.
- Banco Central de Venezuela, (Varios Años).**
Informe Económico, Caracas: BCV.
- Cochrane, John H. (1988).**
“How Big is the Random Walk in GDP”, *Journal of Political Economy*, Vol. 96, N° 5, 893-920.
- Corden, W. (1984).**
“Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation”, *Oxford Economic Papers*, 36, 359-380.
- Cuthbertson, Keith; Hall, Stephen y Taylor, Mark (1993).**
Applied Econometric Techniques, The University of Michigan Press.
- De Gregorio, J. y Sturzenegger, F. (1997).**
“Financial Markets and Inflation under Imperfect Information”, *Journal of Development Economics*, Vol. 54, N° 1.
- De Juan, A. (1997).**
“Aspectos microeconómicos de las crisis bancarias”, *Revista BCV*, Vol. XI, N° 1.
- Diamond, Douglas (1984).**
“Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *Review of Economic Studies*, Vol. 51.
- Díaz-Alejandro, C. (1985).**
“Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash”, *Journal of Development Economics*, Vol. 19.
- Dickey, D. y Fuller, W. (1979).**
“Distribution of the Stimators for Autorregresive Time Series with a Unit Root”, *Journal of American Statistical Association*, 84, 427-431.

- Dickey, D. y Fuller, W. (1981).**
 “Likelihood Ratio Statistics for Autorregresive Time Series with a Unit Root”, *Econometrica*, 50, 1.057-1.072.
- Dornbusch, R. y Reynoso, A. (1989).**
 “Financial Factors in Economic Development”, *American Economic Review*, Vol. 79, N° 2.
- Dutt, A. (1990).**
 “Interest Rate Policy in LDCs: a Post Keynesian View”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 13, N° 2.
- Eichner, Alfred (1985).**
Toward a New Economics, New York, M.E. Sharpe, Inc.
- “El Banco Latino sale a flote” (1994). *VenEconomía*, Vol. 11, N° 4.
- Engle, R. and Granger, C. (1987).**
 “Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing”, *Econometrica*, 251-76.
- Evans, George y Reichlin, Lucrezia (1994).**
 “Information, Forecast and Measurement of the Business Cycle”, *Journal of Monetary Economy*, Vol. 33. pp. 233-254.
- Faraco, F. y Suprani, R. (1995).**
La crisis bancaria venezolana, Caracas: Editorial Panapo.
- Fernández, R. (1983).**
 “La crisis financiera argentina: 1980-1982”, *Desarrollo Económico*, Vol. 23, N° 89.
- Friedman, M. (1957).**
A Theory of the Consumption Function, Princeton: Princeton University Press.
- Friedman M. y Schwartz, A. (1963).**
A Monetary History of the United States, 1867-1960, Princeton University Press.
- Frisch, R. [1933] 1965.**
 “Propagation Problems and Impulse Problems in Dynamic Economics”. Reeditado en *Readings of Business Cycles*, Homewood.

- Galbis, V. (1986).**
“Financial Sector Liberalization under Oligopolistic Conditions and a Bank Holding Company Structure”, *Savings and Development*, Vol. 10, N° 2.
- González-Arrieta, G. (1988).**
“Interest Rates, Savings, and Growth in LDCs: An Assessment of Recent Empirical Research”, *World Development*, Vol. 16, N° 5.
- Grabel, I. (1996).**
“Financial Markets, the State and Economic Development: Controversies within Theory and Policy”, *International Papers in Political Economy*, Vol. 3, N° 1.
- Gruben, W. y McComb, R. (1997).**
“Liberalization, Privatization, and Crash: Mexico’s Banking System in the 1990s”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, First Quarter.
- Guerra, J., Sáez, F. y Sardi, R. (1996).**
“Experiencias cambiarias en América Latina”, *Revista BCV*, Vol. 10.
- Guttentag, J. y Herring, R. (1985).**
The Current Crises in International Lending, Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Guzmán, P. (1995).**
La crisis financiera venezolana y la política de auxilios financieros, Universidad Central de Venezuela, Codex Faces, N° 68.
- Haubrich, Joseph (1990).**
“Nonmonetary Effects of Financial Crises”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 25, pp. 223-225.
- Hausmann, R. (1990).**
Shocks externos y ajuste macroeconómico, Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Hausmann, R. y Gavin, M. (1996).**
“Orígenes de las crisis bancarias: El contexto macroeconómico”, *Revista BCV*, Vol. X.

- Hayek, F. (1933).**
Monetary Theory and the Trade Cycle (reimpreso en Kelley, New York, 1975).
- Held, G. (1992).**
“Desarrollo del sector financiero, liberalización y complementación financiera”, Mimeo.
- Hood, W., y Koopmans, T. (1953).**
Studies in Econometrics Method, Vol. 14, Cowles Commission, Monograph.
- International Monetary Fund (1996).**
“Venezuela: Recent Economic Developments”, *Country Report*, N° 96/87. (Washington, D.C.: IMF).
- Johansen, S. (1988).**
“Statistical Analysis of Cointegration Vectors”, *Journal of Economics Dynamics and Control*, Vol. 12, 231-54.
- Kane, Edward (1984).**
“Deregulation and Changes in the Financial Services Industry”, *The Journal of Finance*. Vol. 39, N° 3, 759-773.
- Kane, Edward (1988).**
“How Market Forces Influence the Structure of Financial Regulation”, en *Restructuring Banking & Financial Services in America*, American Enterprise Institute.
- Kindelberg, C. (1978).**
Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, New York: Basic Books.
- King, Robert; Plosser, Charles y Rebelo, Sergio (1988).**
“Production, Growth and Business Cycles”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 21, 195-232.
- Kondratieff, Nicolai (1926).**
“Los grandes ciclos de la vida económica”, Reimpreso [1936], *The Review of Economic Statistics*, Vol. 17, N° 6.
- Koopmans, T. (1947).**
“Measurement without Theory”, *Review of Economic Statistics*, Vol. 29, 161-172.

- Krivoy, R. (1997).**
“Rueda de prensa del BCV con motivo de la decisión de la Dirección de Averiguaciones de la Contraloría General de la República”, Banco Central de Venezuela.
- Kydland, Finn and Edward Prescott, (1982).**
“Time to Built Aggregate Fluctuations”, *Econometrica*, Vol. 50, N° 6, 1.345-1.370.
- Kydland, Finn and Prescott, Edward (1990).**
“Business Cycles: Real Facts and Monetary Myth”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*.
- Lewis, P. and H. Stein (1997).**
“Shifting Fortunes: The Political Economy of Financial Liberalization in Nigeria”, *World Development*, Vol. 25, N° 1.
- Lucas, Robert Jr. (1977).**
“Understanding Business Cycles”, in *Stabilization of the Domestic and International Economy*, Carnegie-Rochester Conferences Series on Public Policy, 5.
- Mankiw, G. (1986).**
“The Allocation of Credit and Financial Collapse”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101, N° 3.
- Mata, L. (1996).**
“Banca y crisis económica en Venezuela”, *Nueva Economía*, Vol. 5, N° 6.
- McKinnon, R. (1989).**
“Macroeconomic Instability and Moral Hazard in Banking in a Liberalizing Economy”, in Brock, P., Connolly, M. and González-Vega, C. (eds.) *Latin american debt and adjustment*, New York: Praeger, pp. 99-111.
- Minsky, Hyman (1977).**
A Theory of Sistematic Fragility, in Finacial Crises, editado por Altman y Sametz, Ed. New York.
- Minsky, Hyman (1986).**
Stabilizing an Unstable Economy, Yale University Press.

- Mitchell, Wesley (1913).**
Business Cycles, Berkeley, University of California Press.
- Moreno, M. (1997).**
 “Venezuela: Déficit fiscal e inflación”, en Vera, L. (eds.) *Contribuciones al análisis de la inflación: Anotaciones para el caso venezolano*, Caracas: Ediciones EVE-FACES.
- Mujica, A. (1995).**
 “Liberalización financiera y crisis bancaria”, *Revista de Ciencias Sociales*, Vol. 1, N° 2.
- McKinnon, R. (1988).**
 “Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies, in LDCs”, in G. Ranis y T.P. Schultz, *The State of Development Economics*, Oxford: Basil Blackwell.
- Nelson, Charles y Plosser, C. (1982).**
 “Trends and Random Walks in Macroeconomic Time Series”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 10, pp. 130-62.
- Osterwald-Lenum, M. (1992).**
 “A Note with Quantiles of the Asymptotic Distribution of the Maximum Likelihood Cointegration Rank Test Statistics”, *Oxford Bulletin of Economic and Statistics*, Vol. 54, 461-710.
- Palma, P. (1985).**
1974-1983: Una década de contrastes en la economía venezolana, Academia Nacional de Ciencias Económicas, Cuaderno N° 11.
- Paz, M. y Sardi, R. (1989).**
 “Criterios para la definición de una política de endeudamiento externo”, *Revista BCV*, Vol. 4, N° 4.
- Philips, P. y Perron, P. (1988).**
 “Testing for a Unit Root in Time Series Regressions”. *Biometrika*, Vol. 75, 335-46.
- Pindyck, R. (1991).**
 “Irreversibility, Uncertainty, and Investment”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 29, N° 3.

- Pindyck, R. y Dixit, A. (1994).**
Investment and Uncertainty, Princeton: Princeton University Press.
- Prescott, Edward (1986).**
 “Theory Ahead of Business Cycle Measurement”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*.
- Robertson, D. (1926).**
 “Banking Policy and the Price Level”, (reimpreso en Kelley: New York, 1949).
- Rodríguez, M. (1986).**
La política económica del crecimiento en Venezuela, Academia de Ciencias Económicas, Cuadernos N° 13.
- Rojas-Suárez Liliana y Wesisbrod, Steven. (1995).**
 “Banking Crises in Latin America: Experience and Issues”, Mimeo, BID.
- Rosas Bravo, Pedro. (1986).**
 “Indicadores cíclicos de la economía venezolana”, *Revista BCV*, N° 2.
- Sargan, J. y Bhargava, A. (1983).**
 “Testing Residuals from Least Squares Regressions for Being Generated by the Gaussian Random Walk”, *Econometrica*, Vol. 51, 153-74.
- Sargent, Thomas (1987).**
Macroeconomic Theory, Academic Press, Inc.
- Saunders, A.; Strock, E. y Travlos, N. (1990).**
 “Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking”, *Journal of Finance*.
- Scott, J. (1976).**
 “A Theory of Optimal Capital Structure”, *Journal of Economics*.
- Schneider, A. (1985).**
 “La crisis financiera chilena”, *El Trimestre Económico*, N° 208.
- Schumpeter, J. (1935).**
 “Analysis of Economic Change”, *The Review of Economic Statistics*, Vol. 16, No. 4.
- Sims, Christopher. (1980).**
 “Macroeconomics and Reality”, *Econometrica*, Vol. 48, N° 1, pp. 1-42.

- Slutzky, E. (1937).**
 “The Summation of Random Causes as the Source of Cyclic Processes”,
Econometrica, Vol. 5, 105-146.
- Smale, Pauline. (1993).**
Bank Failures and Deposit Insurance Fund, Congressional Research Service, The Library of Congress.
- Stiglitz, J. (1972).**
 “Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take Overs”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 3, pp. 458-82.
- Stiglitz, J. and Weiss, A. (1981).**
 “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *American Economic Review*, Vol. 71, 393-410.
- Taylor, J. (1979).**
 “Staggered Wage Setting in a Macro Model”, *American Economic Review*, Vol. 69, 108-113.
- Taylor, L. (1983).**
Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World,
 New York: Basic Books.
- Taylor, Lance and O’Connell Stephen. (1989).**
 “A Minsky Crises. Financial Dynamics and Business Cycles”, edited by
 Willi Semmler in *Financial Dynamics and the Business Cycles*, New
 York: Sharpe.
- Van Wijnbergen, S. (1983).**
 “Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy”,
Journal of Development Economics, Vol. 13, N° 1-2.
- Van Wijnbergen, Sweder (1984).**
 “Inflation, Employment and the Dutch Disease in Oil Exporting Countries: A Short Run Disequilibrium Analysis”, *The Quarterly Journal of Economics*.
- Vera, L. y González, R. (1998).**
 “Quiebras bancarias y crisis financieras en Venezuela: Aspectos macroeconómicos”, Mimeografiado.

- Williamson, S. (1996).**
“Real Business Cycle Research comes of Age: A Review Essay”, *Journal of Monetary Economy*, Vol. 38, 161-170.
- Williamson, S. (1986).**
Costly Monitoring Financial Intermediation and Equilibrium Credit Rationing”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 18, 159-179.
- Williamson, S. (1987).**
“Financial Intermediation, Business Failures and Real Business Cycles”, *Journal of Political Economy*. Vol. 95, N° 61.
- Wojnilower, A. (1980).**
“The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History”, *Brooking Papers in Economic Activity*, 2, 277-326.
- Wolfson M. H. (1986).**
Financial Crisis: Understanding the Post War U.S. Experience. Sharpe.
- Yule, G. (1927).**
“On a Method of Investigating Periodicities in Disturbed Series, with Special Reference to Wolfer’s Sunspot Numbers”, *Philosophical Transactions of the Royal Society*. Vol. 226, 267-298.
- Zambrano, L., Riutort, M. Muñoz, R. y J.C. Guevara (1996).**
“Elasticidad sustitución, términos de intercambio y restricciones de liquidez en Venezuela”, *Revista BCV*, Vol. 10.