

FINANZAS Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

**PARTE I: RELACIÓN ENTRE DESARROLLO DE LAS
FINANZAS Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.**

**PARTE II: MEDICIÓN DEL GRADO DE DESARROLLO
FINANCIERO REGIONAL Y VÍAS PARA
INCREMENTARLO**

Luis E. Rivero M.
Facultad de Economía
Universidad de Los Andes

0 Introducción

El sector financiero de la economía de un país o de una región particular del mismo puede ser, a la vez, causa y consecuencia del grado de crecimiento económico de ese país o región. Mientras mas pobre sea el área en consideración, probablemente su sector financiero se caracterice así mismo por su atraso relativo. De aquí que una de las posibles estrategias de crecimiento económico se base en el desarrollo de las variables financieras, para tratar de facilitar de ese modo el crecimiento de las variables reales¹.

Las acciones conscientes que se emprenden para acelerar la tasa de crecimiento económico de un área deben tener su justificación. En la primera parte de este trabajo se

¹ Tal como lo sugiere Hugh T. Patrick es su: "Financial Development Economic Growth in Underdeveloped Countries", Economic Development and Cultural Change, Vol. 14, N° 1-4, January 1966. Patrick llama a este enfoque "fenómeno de liderazgo de la oferta" queriendo decir con ello que una de las maneras de romper el círculo vicioso de atraso consiste en crear los servicios financieros (oferta) para que el crecimiento económico (real) incremente luego la demanda de los primeros.

expone la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Con tal explicación por delante, en la segunda parte se pasa a considerar la problemática del crecimiento económico regional desde la óptica del mercado financiero.

Parte I Relación entre desarrollo de las finanzas y crecimiento económico

El crecimiento económico se concibe generalmente en términos de variables reales: producción, empleo, ingreso, acumulación de riqueza. Pocas veces se le asocia con la ampliación y mejoramiento de los servicios financieros, de las instituciones que se dedican a intermediar entre los ahorristas y las unidades económicas que efectúan gastos, del volumen de instrumentos financieros, de la institucionalización de los flujos financieros. Y sin embargo es evidente que los países, y las regiones dentro de ellos, que exhiben las tasas más altas de crecimiento económico, también son los que se caracterizan por el mayor grado de especialización de su actividad financiera. En pocas palabras, crecimiento económico es sinónimo de desarrollo de las finanzas y de crecimiento de las variables reales. Para evitar que esta última aseveración no pase de ser un **obiter dictum**, la relación mencionada requiere ser explicada. Esto se intentará mediante dos pasos. En primer lugar, se expondrán las características del desarrollo del mercado financiero. Luego, la forma como el desarrollo de ese mercado puede contribuir al proceso de crecimiento económico.

A. Características del desarrollo financiero

El intercambio de bienes y servicios entre distintas unidades económicas se puede llevar a cabo por lo menos

mediante tres modalidades: comprando y vendiendo al contado, regalando, y financiándolo a través de la utilización de instrumentos financieros². Esta división tripartita es, por supuesto, convencional y con fines analíticos, ya que en la práctica las modalidades mencionadas se pueden combinar, al menos la primera y la tercera de ellas. Igualmente es de utilidad a efectos de incidir sobre la naturaleza del proceso de compensación por el traslado de bienes y servicios entre unidades económicas.

Por **compra** (y venta) al contado se hace referencia al mecanismo de adquirir (y traspasar) bienes y servicios mediante la entrega (y recepción) de dinero³. El **regalo**, institucionalizado o no, consiste en el intercambio de bienes y servicios sin compensación monetaria. A esta categoría se le llama en economía "donaciones y transferencias". Y por **financiamiento** del proceso de canje se entiende la cesión (y recibo) de tales bienes y servicios a través de la aceptación (y emisión) de instrumentos financieros. Por tanto, dichos instrumentos financieros no son otra cosa que documentos (de diferente naturaleza física y jurídica) que evidencian derechos de acreedores frente a deudores, y que nacen de las operaciones de crédito⁴. Como se verá más adelante, los

² El trueque directo de bienes y servicios es una forma de comprar y vender sin utilizar dinero. No se toca aquí por la importancia cada vez menor que tiene hoy en día, al menos dentro de las economías nacionales.

³ A veces en economía monetaria es conveniente visualizar el mismo proceso en sentido contrario: la "compra" (y "venta") de dinero mediante la entrega de bienes (y la recepción de los últimos).

⁴ El dinero es uno más entre los instrumentos de crédito. Es un pasivo de las instituciones que lo emiten, y un activo (financiero) de quienes lo poseen. En este sentido la compra de bienes y servicios mediante dinero también es una forma de intercambio a través del financiamiento, y fue por esta razón que en el texto se afirmó que las tres modalidades de intercambio señaladas se combinan en la práctica. Al fin y al cabo la entrega de bienes y servicios se hace esperando recibir a cambio otros bienes y servicios. La recepción de dinero sólo aplaza este último flujo.

instrumentos de crédito no nacen siempre como consecuencia directa de un determinado canje de bienes y servicios, porque existe el financiamiento indirecto de tales operaciones, financiamiento este último que lleva a cabo las unidades económicas que intermedian en el crédito. Sin embargo, aun dentro de la modalidad de financiamiento indirecto, la finalidad última del crédito es el intercambio de bienes y servicios sin el pago simultáneo correspondiente.

A los instrumentos financieros también se les conoce con el nombre genérico de activos financieros, aunque tal denominación supone que así como son activos de alguien, necesariamente tienen que ser pasivos de alguien más que es la contrapartida. En términos más populares, las tres formas de intercambio señaladas son conocidas como vender (comprar) al contado, regalar y fiar (prestar, vender sin cobrar al contado, mediando por eso el tiempo en la transacción). De estas tres modalidades de intercambio la que permite el desarrollo del mercado financiero es la tercera⁵.

Los instrumentos financieros nacen del acto de la creación de crédito, como se señaló antes, o en el acto de tomar prestado, y disminuyen o desaparecen en el acto de cancelación del crédito, o del pago de la deuda. Efectivamente, lo que esto significa es que cuando una unidad económica (familia, empresa o gobierno) presta fondos (ofrece crédito), lo que hace es comprar activos financieros creados por otra unidad. Cuando esta última unidad cancela tal préstamo, lo que ha hecho es retirar del mercado tal activo financiero. Dichos activos financieros por otra parte

⁵ Es posible el funcionamiento de un sistema de intercambio sin ningún desarrollo del mercado financiero y donde las unidades monetarias que se utilizan en él provengan de mercados monetarios ajenos. De esta manera se facilita el comprar y vender, sin realizar operaciones de crédito. Lo que interesa describir aquí es el mercado crediticio, sin embargo.

representan derechos sobre activos reales, porque al fin y al cabo, la transacción que su creación y circulación facilita es la de bienes y servicios. Esto último no significa que' el crecimiento del número y valor de los activos financieros sea siempre paralelo al de los activos reales, ya que muchas circunstancias que intervienen tanto en el mercado financiero como en el mercado real condicionan la relación mencionada. En las siguientes paginas se ira ofreciendo explicación de tal relación y de los factores que la hacen crecer, que son los que después de todo permiten el desarrollo del mercado financiero, dada la relación de causa y efecto mutuo que une a las finanzas y al crecimiento económico real. Tampoco significa que textualmente, con determinados activos se puedan reclamar determinados activos reales (a menos que se hayan emitido los primeros directamente con tal intención específica). Se hace referencia mas que todo a la naturaleza de contrapartida financiera de los activos reales, que ellos representan.

Mientras más alto sea el nivel de ingresos de un área específica (o de un país), ceteris paribus, mayor será la importancia cuantitativa de las operaciones financieras por unidad de producto. En otras palabras, a mayor crecimiento del sector real de la economía, mayor será el crecimiento de su sector financiero, lo cual, entre otras razones, se debe a lo siguiente:

1. Cuanto más alto sea el ingreso por habitante, mas alto será el valor de los activos reales por habitante y, por consiguiente, las posibilidades de mayores operaciones de crédito en base a la riqueza de que se dispone. Al mismo tiempo, tal circunstancia abre la oportunidad de que las funciones especializadas de las finanzas por parte de los oferentes de fondos sean mas atractivas por ser menos riesgosas. En pocas palabras, tienden a crecer tanto la disponibilidad como la demanda de fondos, con la cual se

incrementa el ahorro y la inversión, tal como se explicará más adelante.

2. Cuanto mayor sea el nivel de ingresos por habitante, es más probable que haya unidades económicas receptoras de ingresos que tengan superávit o déficit que necesiten movilizarse. La importancia de este hecho dentro del desarrollo del mercado financiero es grande, y merece la pena una explicación adicional de cierta extensión⁶.

Las unidades que efectúan gastos en consumo, inversión o en bienes y servicios gubernamentales por un monto igual a su ingreso, mantiene presupuestos balanceados. Si ahorran, invierten también una cantidad igual, de tal forma que no aumentan ni disminuyen sus activos financieros. Por el contrario, las unidades superavitarias se caracterizan por tener un exceso de ingresos sobre su gasto en bienes y servicios, de tal manera que al ahorrar, tal ahorro excede su propia inversión. Se constituyen de esta forma en oferentes netos de fondos. Su tenencia de activos financieros crece más rápidamente que su emisión de pasivos financieros, o decrece más lentamente que su disminución de pasivos. Lo contrario sucede con las unidades deficitarias las cuales, al tener más gastos que ingresos por supuesto, en el período en cuestión, demandan fondos.

La igualdad contable de los flujos hace que el total de fondos ofrecido al mercado (por las unidades superavitarias) iguale la demanda de fondos (requerida por las unidades deficitarias). Y dentro de esos flujos el crecimiento neto de

⁶ El concepto de unidades deficitarias y superavitarias y su papel en el mercado financiero fue propuesto por SALANT, Walter E., *Studies in Income and Wealth* (Nueva York: National Bureau of Economic Research, 1939). Vol. III. Págs. 305-311. Luego lo popularizaron GUERLEY, Jhon y SHAW, Edward S., en *Money in a Theory of Finance* (Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1960)

los activos financieros de las unidades superavitarias debe igualar el crecimiento de los pasivos financieros que emiten las unidades deficitarias. Así, a medida que una economía va creciendo -es decir, que se incrementa su ingreso- también crece el flujo de activos y pasivos financieros y, por tanto, aumenta su estructura financiera. Es decir, la mayor nivel de creación de deudas y acreencias, mayor será el **tamaño** de su mercado financiero. Por supuesto, tal hecho se basa en la consideración de que la propensión marginal a consumir es menor que la unidad, esto es, que a medida que crece el ingreso, se tiende a no gastar en la misma proporción que aumenta dicho ingreso.

El crecimiento **cualitativo** de esa estructura financiera depende a su vez de varios factores, uno de los cuales es el mismo **nivel** de creación de déficit y superávit de las unidades económicas. Los otros dos son la **separación** entre unidades superavitarias y deficitarias, y la **prolongación** en el tiempo de tal separación. Veamos.

Los déficit y superávit, como se asentó antes, son los que permiten el crecimiento del mercado financiero. Sin la existencia de déficit y superávit no se crearan activos financieros, y sin estos últimos no podrían operar las instituciones financieras. Esto se puede entender mejor prestándole atención a las modalidades de financiamiento que existen. Si las unidades económicas trabajan mediante presupuestos balanceados, su consumo lo financia su ingreso, y su inversión su propio ahorro. Esta modalidad de financiamiento se denomina **autofinanciamiento**, y es más común a medida que el grado de atraso económico de una área es más conspicuo, aunque no desaparece totalmente con el crecimiento económico (buen ejemplo de ello es la reinversión de utilidades de las grandes empresas).

Una economía de trueque ser; a el ejemplo clásico de la vigencia del autofinanciamiento⁷. Obviamente el autofinanciamiento aunque posibilita la inversión y la producción, impone serios limitantes, al crecimiento, sobre todo de las empresas, en términos de su propia posibilidad de crear ingresos. Al mismo tiempo impide la entrada de savia nueva a la unidad económica que lo practica (como serían los nuevos adquirientes de acciones con ideas, costumbres y formación diferentes a las tradicionales). El autofinanciamiento también impide la simple necesidad de imprimirle un ritmo distinto al proceso productivo como consecuencia de las exigencias que hagan los oferentes de fondos externos a la empresa⁸.

El financiamiento **externo** a la unidad económica en cuestión (familia, empresa o gobierno) tiene dos facetas que, en términos del desarrollo del mercado financiero, constituyen dos etapas: El financiamiento directo y el indirecto. El **directo** consiste en el préstamo que hace la unidad superavitaria a la deficitaria, sin que medie una tercera unidad en la transacción. La unidad deficitaria emite un instrumento financiero que adquiere la superavitaria. Dicho instrumento evidencia el compromiso adquirido por la unidad que gasta más de lo que ingresa: su deuda o déficit. Cuando lo que se está financiando es la formación de capital, en la misma dirección en que crece la riqueza de la comunidad

⁷ En cuanto a que no se acude a otra (s) unidad (es) para ofrecer ahorros o demandar fondos, pero ya se aclaró también que el trueque implica generalmente la no existencia de financiamiento.

⁸ El autor de este trabajo ha tenido bajo su responsabilidad la elaboración de los capítulos correspondientes al sector financiero de los análisis que de la Región de Los Andes, Venezuela, ha elaborado el Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales durante una serie de años (bajo los nombres de Informe Económico de la Región de Los Andes, y Diagnóstico Económico de la Región de Los Andes). Buena parte de las aseveraciones hechas en el texto han sido comprobadas por el autor en la región referida.

crece la existencia de deuda, o de activos financieros. En otras palabras, crece el mercado de fondos prestables. Aunque el financiamiento, directo constituye una evolución con respecto al autofinanciamiento, su existencia en un mercado crediticio se convierte de todas formas en una rémora al crecimiento del mismo. El mecanismo, por medio del cual se lleva a cabo la operación de crédito, bajo esta modalidad se podría equipar un “trueque” de activos financieros, con todos los inconvenientes intrínsecos al mismo: pérdida de tiempo en la localización de la unidad que desee corresponder en la operación, enfrentamientos de deseos entre deudor y acreedor, dificultad para limitar el monto de la operación a los requerimientos de oferente y demandante, etc. Estos problemas retardan el crecimiento económico del área en cuestión y el desarrollo de su mercado financiero.

La etapa más refinada en la evolución del mercado crediticio la constituye el financiamiento **indirecto**. En el mismo, la unidad acreedora no se enfrenta a la unidad deudora sino que se establece el vínculo a través de un tercero: el intermediario financiero. Por su puesto que la existencia de intermediarios financieros en forma extendida en un mercado dado no es garantía en sí de una alta tasa de desarrollo del mismo. Se requiere además la calidad en el tipo de operación que lleva a cabo, sobre lo cual se insistirá más adelante. Pero sin duda el intermediario financiero constituye una señal de avance del mercado. Cuando el proceso de intermediación financiero se lleva a cabo mediante instituciones (bancos, entidades de ahorro y préstamo, sociedades financieras, de capitalización, compañías de seguros, cajas de ahorros, institutos financieros del Estado, etc.), se hace referencia a la “institucionalización del proceso

de financiamiento”, con lo cual se adelanta el intercambio financiero y el crecimiento económico⁹

Los intermediarios financieros solicitan fondos de las unidades superavitarias. Para esto emiten sus propios instrumentos financieros (indirectos) y luego colocan dichos fondos entre las unidades deficitarias, absorbiendo los instrumentos financieros (directos) que estas últimas unidades emiten. En el proceso el flujo de activos financieros que acumulan las unidades superavitarias tiende a ser igual al flujo de deuda de las deficitarias. Pero así como en el financiamiento directo cada operación de crédito da origen a un instrumento financiero (el activo financiero directo emitido por el deudor y aceptado por el acreedor), en el financiamiento indirecto interviene una unidad adicional (el intermediario) y se crea un instrumento financiero nuevo además del anterior: el indirecto del intermediario hacia el acreedor (a nivel agregado el total de activos financieros crece al doble de velocidad), y se tienden a solucionar los problemas del "trueque de instrumentos financieros"¹⁰. Es fácil

⁹ GURLEY, John G. y Shaw, E.S., “Financial Aspects of Economic Development”, *The American Economic Review*. Vol. XLV. Septiembre, 1955, pág 519.

¹⁰ Es conveniente tener presente que las consideraciones hechas con respecto a la relación acreedor -intermediario financiero- deudor, describen una situación de emisión primaria de instrumentos financieros. Por tal se entiende el otorgamiento y obtención de créditos entre las unidades superavitarias y deficitarias originales. Los instrumentos nacidos de tal relación se denominan instrumentos (o activos) financieros primarios. Una vez en el mercado, tales instrumentos pueden ser objeto de ulteriores transacciones. Tales transacciones de reventa (y recompra) se realizan en el mercado secundario (el cual puede ser el mismo en su aspecto físico que el primario). Ejemplos de uno y otro son la compra de bonos públicos por parte de un banco (mercado primario), y la posterior colocación de tales bonos por parte de ese banco en la bolsa de valores (mercado secundario). Un mercado secundario es parte importante del mercado financiero porque le imprime transparencia al último (ayuda a completar el conocimiento que de él se tiene especialmente de los precios de los instrumentos financieros), y porque le añade liquidez a

ver por esto último que crece el mercado financiero (más unidades, más instrumentos, más facilidades para el ahorro y la inversión), y también por las mismas razones puede crecer el ingreso (mercado real). Entre las mismas instituciones financieras existe un mercado de fondos que transforma las características originales de la oferta inicial y le imprime mayor flexibilidad al sistema.

Pues bien, toda esta explicación sobre las distintas modalidades y etapas de los procesos de financiamiento tenía por objeto aclarar como el crecimiento de la estructura del mercado financiero depende de la existencia de superávit y déficit de las unidades económicas. Se sostuvo páginas atrás que los superávit y déficit no solo hacen crecer cuantitativamente ese mercado, sino que la calidad de las transacciones financieras también se mejora con el aumento de deudas y acreencias. La descripción de las etapas del proceso de financiamiento, desde el autofinanciamiento hasta el financiamiento indirecto, puso en evidencia tanto uno como lo otro, es decir, como a través del aumento de la complejidad de los mecanismos de traslado del ahorro al gasto (de consumo, de inversión o de bienes y servicios gubernamentales) crece el tamaño de la estructura financiera, pero también crecen las facilidades para que se ahorre más y se gaste más. Falta insistir sobre los otros dos elementos importantes que tienen que ver con el mejoramiento de la estructura de las actividades crediticias que se logra con el

los activos. La liquidez de los instrumentos financieros incrementa su atractivo, ya que una vez adquiridos se pueden colocar en el mercado sin esperar hasta su vencimiento. De esta forma también se contribuye a desarrollar el mercado financiero. En oportunidades se desdeña el papel a jugar por el mercado secundario señalándose que sólo permite el cambio en la propiedad de los activos negociados en él. Tal conclusión obvia los importantes aspectos señalados de aumentar la transparencia del mercado y la liquidez de los instrumentos financieros.

aumento de los déficit y superávit de las unidades económicas, y que fueron mencionadas antes: la separación de las unidades superavitarias y deficitarias, y la prolongación en el tiempo de tal separación¹¹.

Una vez creados los superávit y déficit -es decir, una vez que algunas unidades económicas adquieren mas activos financieros que los que venden, mientras que otras venden mas de dichos activos que los que demandan- el que la especialización alcanzada por ese mercado crediticio se mantenga depende de que cada unidad que interviene en él se cambie lo menos posible de deudor a acreedor o viceversa. Si la unidad económica (o grupo de unidades) tiene un superávit en un período, y luego tiene un déficit en el período siguiente, la cantidad de instrumentos financieros pendientes tienden a desaparecer o será menor que si mantuviera superávit permanentemente (o déficit, ya que a los efectos de esta discusión es lo mismo). En el primer caso es muy factible que el superávit del primer periodo mencionado lo utilice (total o parcialmente para cubrir el déficit del siguiente período. En cambio en el segundo caso, la no alternabilidad del estado acreedor y deudor hace que la situación deficitaria o superavitaria de las unidades se mantenga, que tengan mayor valor los superávit y déficit y, por tanto, que la estructura financiera conserve su complejidad. Por esto fue que se afirmó que la separación de las unidades superavitarias y deficitarias es importante para el desarrollo del mercado crediticio.

A su vez el que la separación sea mas completa depende de las características de los activos financieros en si, es decir

¹¹ Estos dos factores: la separación y la prolongación, fueron tratados inicialmente por GOLDSMITH, Raymond en *Financial Structure and Economic Growth in Advanced Countries. Conference in Capital Formation and Economic Growth* (Nueva York: NBER, 1953).

de que se puedan rescatar fácilmente o no, lo cual por su parte es función de la estructura legal de dichos instrumentos. También depende de la medida en que las unidades superavitarias deseen simplemente continuar como tales, o correr riesgos contrayendo deudas, y de que las deficitarias en un periodo decidan dedicar los fondos que han conseguido en otros periodos a cancelar sus obligaciones en vez de mantenerlas con el animo de emprender nuevos gastos . A su vez estas actitudes reflejan la aversión o inclinación que se tenga hacia el riesgo (que es prácticamente lo mismo que la aversión o inclinación hacia el aumento de ingresos en el futuro, versus la tranquilidad de unos ingresos mas bajos pero mas seguros en el presente). El proceso de desarrollo del mercado financiero parece estar relacionado positivamente con una mayor inclinación al riesgo.

Entonces, además de la separación de las unidades deficitarias y superavitarias, el otro elemento, que determina la estructura del mercado crediticio, es la **prolongación en el tiempo** de tal separación. Como se explicó antes, los superávit y déficit financieros son flujos, al igual que el ahorro, la inversión, el ingreso, las exportaciones e importaciones, etc. Aparecen en determinado momento, durante un periodo dado, como resultado de la diferencia entre los ingresos y los gastos. Tales flujos desaparecen también en el período en que se han formado, pero pueden dejar y es corriente que lo hagan- instrumentos financieros con vigencia durante varios periodos mis. Esos instrumentos financieros constituyen entonces el stock con que cuenta el mercado crediticio. Un ejemplo de ello es el dinero. También lo son las acciones, las cédulas hipotecarias, etc.

Estos instrumentos financieros tienen una vida que depende originariamente de la madurez que se les imprima al nacer. Por ejemplo, un deposito de ahorro en un banco generalmente tiene la vigencia que establece el contrato de

compra -venta del mismo- tres o seis meses, un año, etc. Una cédula hipotecaria tiene una madurez mayor. Una acción de una empresa tiene una madurez generalmente indefinida, dependiendo de la vida de la empresa cuya propiedad representa. La variedad de instrumentos financieros -y su madurez original- depende de la inventiva de sus oferentes.

Pues bien, mientras más duren estos instrumentos, más complejo tiende a ser el mercado y mayor su grado de desarrollo. En esa misma medida se mantienen los fondos provenientes de las unidades superavitarias financiando gastos en la economía. Y a mayor nivel de gastos se supone que el crecimiento tiene más posibilidades de mantenerse.

La duración de la separación entre unidades deficitarias y superavitarias, la nitidez de tal separación en sí, y el nivel de creación de déficit y superávit en la economía son entonces los elementos que fundamentalmente determinan el desarrollo del mercado. Un cuarto factor, sin embargo, tiene también importancia, y no se menciona sino solo tangencialmente unas líneas atrás. Es la **variedad** de instrumentos en los que se materializa la **duración** de la separación entre unidades superavitarias y deficitarias. La razón por lo que no se incluyó con los tres inicialmente citados estriba en que esos tres tenían que ver directamente con los déficit y superávit del mercado: nivel, separación de las unidades, y prolongación en el tiempo de tal separación. La variedad de instrumentos es parte (y muy importante) del **residuo**, o sea, del hecho de la existencia de déficit y superávit .

Se señaló que la diversidad de instrumentos financieros depende de la inventiva de los oferentes originales. Los potenciales demandantes de activos financiero (unidades superavitarias) tienen inclinaciones distintas hacia el riesgo y

el ingreso. Algunos preferirán más riesgo buscando más ingresos; otros se contentarán con menos ingresos al evitar el riesgo; otros simplemente no pueden escoger entre los activos financieros de alto valor porque el remanente de su ingreso (ahorro) es poco. En la medida en que la disponibilidad de activos financieros sea amplia no solo se tiende a resolver el problema de los gustos y posibilidades de los oferentes de fondos. También se satisfacen las exigencias de los demandantes. Sobre este punto se insistirá en la siguiente sección de esta primera parte del trabajo.

Cuando se tocó el aspecto de la separación de las unidades superavitarias y deficitarias se señaló que fundamentalmente dicha separación depende de la estructura legal de los activos financieros, de que se puedan rescatar con facilidad o no¹², y de la aversión o inclinación hacia el riesgo, el cual se refleja en buena parte en el ánimo que se tenga para entrar y permanecer en la condición de deudor o de acreedor. En este sentido, tanto la estructura legal de los activos financieros como la actitud hacia el riesgo son determinantes **mediatos** de la complejidad y desarrollo del mercado financiero en lo relativo a la separación de las unidades que lo conforman.

Otros determinantes mediatos, relacionados tanto con la separación, como con la duración de los déficit y superávit y su nivel, serían: la madurez con que se emitan originalmente (el mismo monto de déficit y superávit duraría más si en vez de estar conformado fundamentalmente por activos de corta vida -depósitos de ahorro, créditos comerciales, etc.

¹² El aspecto de la estructura legal de los instrumentos en sí es a su vez muy amplio. Se refiere no sólo a la facilidad de rescatar los activos antes de su vencimiento. Toca también toda la gama de requisitos suplementarios para su compra y venta (comisiones, castigos, en trabamientos burocrático, dificultades para el peritaje de su valor, etc.).

contienen una gama mas amplia de instrumentos de plazo mayor-acciones de empresas, cédulas hipotecarias, bonos gubernamentales, etc.)¹³; la frugalidad de la población (a mayor propensión al ahorro, tanto de unidades familiares, como de empresas y gobierno, mayor posibilidad de demandar activos financieros); las modalidades de financiamiento del gasto publico (por ejemplo, la recurrencia al endeudamiento externo, o a la emisión de moneda con poco respaldo en operaciones reales de la economía, alimentan menos el mercado financiero nacional y regional que la colocación de deuda publica en dicho mercado¹⁴); la importancia del sector monetario de la economía (factor que puede ser de cierto

¹³ La madurez de los instrumentos financieros ha permitido separar el mercado financiero en dos grandes componentes: el mercado monetario y el mercado de capitales. El primero, en su acepción más general (se usa la denominación para casos muy específicos, como el de las Casas Londinenses de Descuento) hace referencia al conjunto de instrumentos, instituciones y leyes que permitan el intercambio de fondos a corto plazo. Ejemplo de instrumentos de tal mercado son el dinero (por excelencia), los préstamos bancarios, etc. Instituciones típicas de dicho mercado son los bancos comerciales. Las leyes que lo regulan en Venezuela tienen un buen ejemplo en la Ley del Banco Central. Por el contrario, en el Mercado de Capitales. las instituciones, instrumentos y leyes están orientados hacia el plazo más largo. Ejemplo de los tres elementos mencionados son: los bancos hipotecarios, las acciones y, en Venezuela, la Ley de Mercado de Capitales. Aunque conceptualmente se hace la separación de ambos mercados, en el mundo real aveces es difícil delimitarlos. Tal es el caso de la bolsa de valores, que de por sí se clasifica como una institución del mercado de capitales, pero que permite las transacciones de activos financieros a la vista como las divisas. Para una ampliación de estos conceptos puede consultarse a ROBINSON, Rolnald Y. y Wrightsman, Dwayne, *Financial Markets, The Accumulation and Allocation of Wealt* (Nueva York: Mc Graw-Hill Book Company, 1974)

¹⁴ Un análisis de tales modalidades de gasto público, y su interrelación con la política monetaria puede encontrarse en RIVERO M., Luis E., *El Financiamiento del Gasto Público. Modalidades, Interrelaciones y Efectos* (de próxima publicación por el Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de la Facultad de Economía de la Universidad de Los Andes, Mérida, Venezuela).

peso en economías menos desarrolladas, en las cuales una parte de las unidades económicas dependen del autoconsumo); la distribución del ingreso (aunque la dirección de la relación no es clara, pues una distribución regresiva del mismo puede promover la acumulación de ahorros); el tamaño medio de las empresas (factor que presenta el mismo problema de identificación de la dirección de su relación con el desarrollo del mercado financiero), la apertura de la economía (un sector externo dinámico tiende a aumentar los flujos de ahorro e inversión), la tendencia de los precios (con el mismo problema de los dos factores mencionados antes aunque ciertamente una fuerte inflación puede reducir drásticamente los ahorros de algunos sectores, con lo que disminuye la materia prima de los superávit financieros); el tamaño del sector público (especialmente en países menos desarrollados, en los cuales buena parte de la responsabilidad de crecimiento económico se carga sobre los hombros del estado, obligándolo a mantener un alto nivel de gastos), etc.

Resumiendo lo concerniente a las características del desarrollo financiero, se puede señalar que el mismo se fundamenta en el intercambio mediante operaciones de crédito (para contrastarlo con la compra-venta al contado, y con el regalo). El desarrollo del mercado financiero es concomitante al crecimiento del ingreso, probablemente como causa y como efecto. Esto es así por cuanto el aumento del ingreso hace crecer los activos reales y, por tanto, las posibilidades de obtener y conceder crédito. El crédito marca el avance del mercado financiero, a través de los déficit y superávit de las unidades económicas, desde el autofinanciamiento hasta el financiamiento indirecto, pasando por el directo. A mayor nivel de déficit y superávit, al igual que a mayor separación de las unidades superavitarias y deficitarias, y más prolongación en el tiempo de sus estados acreedores y deudores, el desarrollo del mercado financiero

es mas profundo. Ese desarrollo se asiente además con la variedad de instrumentos financieros con que se cuente.

A su vez, los factores mediatos que permiten el desarrollo del mercado crediticio hay que buscarlos en la estructura legal de los instrumentos financieros disponibles, en la aversión al riesgo, en la madurez original de los activos, en la propensión al ahorro de la población, en el tamaño del sector público y en las modalidades de financiamiento de su gasto, en la extensión del autoconsumo, en la distribución del ingreso, en el tamaño medio de las empresas, en la apertura de la economía, en la tendencia de los precios.

B. Contribución del Mercado Financiero al Crecimiento Económico

En varios factores se origina esa contribución. En paginas precedentes se explico como entre las modalidades de llevar a cabo el intercambio, la del crédito es la que permite el desarrollo de las finanzas. Por tanto, dejando de lado la variedad de intercambio mediante el regalo, y suponiendo dadas las funciones de demanda de las unidades económicas (sus gustos, los precios de los bienes que desea, así como los de los bienes alternativos etc.), la intervención de esas unidades en el mercado para canjear bienes y servicios será función de sus ingresos, de los ahorros con que cuenten, y de su capacidad para obtener recursos en préstamo¹⁵. Estas tres variables conforman su restricción presupuestaria.

Tal como antes se aclaro al relacionar el ingreso y las finanzas, el crecimiento del ingreso permite que se

¹⁵ Como se sabe, el ahorro puede mantenerse en efectivo o convertirse en ete último mediante la liquidación de activos en los cuales se ha materializado.

incremente el valor de los activos reales por habitante con lo que se posibilita la realización de operaciones de crédito, en base al capital del cual se dispone. Esto da base para expresar la restricción presupuestaria en otra forma: la demanda se lleva a cabo por un lado, de acuerdo a la capacidad de generación de ingresos, y por otro, en base a la posición de activo, pasivo y capital de las unidades económicas. El capital es la diferencia entre el activo y el pasivo, y se modifica de acuerdo al juego de dos factores: mediante el ahorro o desahorro que se haga del flujo de ingreso corriente generado, o a través de las ganancias o pérdidas de capital en el valor de mercado de los activos y pasivos con que cuentan dichas unidades (este último factor podría considerarse como la modificación que experimente el ingreso no percibido para contrastarlo con el primero).

Pues bien, cuando se tienen en cuenta las transacciones financieras, el total y la composición de los activos y pasivos **también** puede modificarse. Esto fue lo que se aseveró unas líneas atrás al mencionar el crédito como variable que influye en la restricción presupuestaria. Esa modificación puede lograrse independientemente del ahorro o desahorro que se haga del ingreso corriente y también, independientemente, de las ganancias o pérdidas de capital.

Dichas modificaciones en el valor del capital promovidas por los activos financieros (y modificaciones por tanto en el total y en la composición de gastos que realizan las unidades económicas) se **explican por los siguientes hechos:**

1. El intercambio mediante activos financieros en un proceso que tiende a ser eficiente, dadas las propiedades de tales activos¹⁶.

Se pueden crear o destruir rápidamente, al solicitarse un crédito o cancelarse el mismo. Los activos reales se caracterizan por su producción mas lenta en términos generales (que dependen de la organización económico-político-social-institucional dentro de la cual se conjuga el uso de los factores de producción tierra, trabajo, capital y oferta empresarial).

- Tienen a ser mas líquidos, entendiendo por tal propiedad la característica de ser fácil y rápidamente convertibles en dinero, sin perder valor. Los activos reales se alejan mas de tal propiedad bipartita. La liquidez hace mas flexible la utilización de los activos financieros, y por tanto, más práctica.

- Permiten enfrentar la alternativa del trueque. Aunque el dinero -activo financiero como el resto de ellos, pero además liquido por excelencia- es el protagonista que siempre se menciona en la solución al intercambio directo de bienes y servicios, los demás activos financieros también pueden intervenir una vez que quede sentada la función de unidad de cuenta que realiza el numerario. Al hacerlo, se descompone el intercambio en dos actos donde media el tiempo: la venta actual y la compra futura, facilitándose de esta manera la acumulación de activos, la espera para mejores

¹⁶ Algunas de las ideas concernientes a las propiedades de los activos financieros expuestas en el texto se basan en MOORE, Basil, *An Introduction to the theory of Finance. Asset Holder Behavior under Uncertainty* (Nueva York: The Free Press, 1968). Cap. I. Moore a su vez se inspiró en la lectura de un ensayo inédito de James Tobin.

oportunidades y la prudencia ante la incertidumbre¹⁷. Ya se explicaron antes, al mencionar el proceso de financiamiento directo, algunos de los inconvenientes del trueque: pérdida de tiempo en la localización de la contrapartida en la operación de canjes, enfrentamiento de deseos de ambas unidades ínter cambiantes, dificultad para delimitar el monto de la operación a los requerimientos de oferente y demandante. Habría que añadirle otros más: problemas para organizar sistemas de contabilidad con sentido práctico, para firmar contratos que requieran pagos futuros, etc. Todas estas limitaciones al intercambio se solucionarían con el uso del dinero y, detrás de él, con los demás activos financieros en mayor o menor grado. Si se piensa que la división del trabajo, que se da aun en los estadios más rudimentarios de la vida humana, una vez que traspasa el ámbito familiar, conlleva al intercambio, y que ese intercambio se agiliza, se abarata, se perfecciona mediante los instrumentos financieros, se puede concluir que dichos instrumentos financieros prácticamente son productivos en sí hacen posible el grado óptimo de especialización, y de esta manera el crecimiento de la producción y del ingreso.

- Los servicios que prestan son más generales que los de los activos tangibles. Los servicios que provienen de estos últimos se materializan en especie, la cual hay que vender para convertirla en cualquier otra modalidad tanto para consumo como para inversión. En cambio los activos financieros rinden servicios a elección del emisor y/o del propietario, además de habitualmente generar

¹⁷ Tal incertidumbre hacia el futuro es, según Keynes, la condición necesaria para que exista una preferencia por el dinero, como puede constatarse en KEYNES, Jhon M., *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* (México: Fondo de Cultura Económica, 1956), p. 166.

ingresos . La reserva de poder adquisitivo que constituye puede ser ejercida discrecionalmente y en un amplísimo rango contra la producción corriente o la riqueza existente .

- Tales servicios prestados por los activos financieros son generalmente independientes de los servicios que prestan otros elementos, mientras que esa dependencia se manifiesta en alto grado dentro de los activos reales. Los bienes de consumo, aun cuando comúnmente se buscan para satisfacer deseos directos, requieren del concurso de otros bienes para su producción. Esta dependencia es mas intensa en el uso de los bienes de capital. Los activos financieros, en cambio, necesitan menos de otros bienes para llevar a cabo el trabajo que pueden realizar.

- Los mercados dentro de los cuales se canjean activos financieros tienden a ser mas transparentes y fluidos, en contraste con lo que sucede en gran parte de los mercados reales. La bolsa de valores es un buen ejemplo, que incluso ha llegado a ser citado como uno de los casos raros en los cuales se aproxima el ideal de competencia perfecta¹⁸. A medida que los mercados son mas transparentes, los ajustes que necesariamente hay que efectuar en la economía ante las condiciones cambiantes en la oferta y en la demanda, son mas rápidos. Y eso se refleja en costos mas bajos, precios mas bajos, menos desperdicio de recursos, mayor productividad, etc.

- Como consecuencia de la mayor tendencia a la perfección en el funcionamiento de los mercados

¹⁸ LEFTWITCH, Richard, *The Price System and Resource Allocation* (Nueva York: Holt, Rinehart and Winston, 1966), p. 24.

financieros, los rendimientos de los distintos activos financieros conjugan mejor los elementos de escogencia - riesgo e ingreso- ofreciendo posibilidades mas amplias y mejor adaptadas a los gustos y condiciones de los emisores y adquirientes potenciales.

Por todas las propiedades descritas de los activos financieros, su utilización generalizada tiende a permitir un mejor uso de los recursos con los cuales cuenta una determinada economía. La riqueza representada en activos financieros (posesión indirecta de riqueza real) tiende a satisfacer mejor los deseos de las unidades económicas que la misma tenencia de activos reales.

2. Cuando en paginas anteriores se toco lo referente a la diversidad de instrumentos en el mercado crediticio como señal de su desarrollo, se menciono el hecho de que mediante tales instrumentos se tiende a satisfacer deseos de oferentes y demandantes de fondos. Mas específicamente, con eso se quería decir que los oferentes de fondos normalmente desean colocar sus ahorros bajo las modalidades que les brindan los más altos rendimientos al mismo tiempo que les ofrezcan la mayor liquidez posible. Los demandantes de fondos, por el contrario, desean pagar lo menos que se pueda por tales ahorro, y utilizarlos por el período de tiempo mas amplio que sea posible conseguir. Ya se aclaró que si el proceso de financiamiento es el directo, los deseos de ambas partes del mercado chocan. La solución en gran parte proviene entonces del mercado financiero, donde el intermediario crea su propio instrumento financiero que le presenta al oferente de fondos, brindándole a este ultimo, un rendimiento y una liquidez apropiada. Luego recibe otro instrumento diferente del demandante de fondos, al cual también le brinda una escogencia de madurez y de cargo de crédito que se supone son más

atractivos que los que obtendría del ahorrista original. Esta actividad intermediadora, por tanto, incentiva el ahorro al proporcionar canales y rendimientos adecuados. Y lo mismo hace con el gasto, con lo que ambos flujos tienden a crecer y, asimismo, la economía. Esas unidades intermediadoras generalmente no tienen importantes montos de superávit o déficit propio, al menos comparados con los flujos que reciben de los ahorristas y que colocan entre quienes realizan gastos . La importancia de su actividad reside fundamentalmente en hacer coincidir oferta y demanda de fondos, y en conciliar los deseos y requerimientos de ambos tipos de participantes en el mercado . Y para llevar a cabo tal función tienden a concentrarse en determinadas clases de instrumentos -tanto en sus operaciones activas como en las pasivas- y a especializarse en algunas actividades (por eso existen bancos comerciales, bancos hipotecarios, bancos industriales, compañías de seguros, etc.)¹⁹. Pero además, las instituciones juegan de hecho un papel importante en cuanto a la **dirección** en que orientan la inversión.

3. En general, y mas aun en piases (y regiones dentro de ellos) que exhiben cierto grado de subdesarrollo, el ahorro de la comunidad se produce por parte de muchas unidades económicas en montos relativamente pequeños, mientras que la inversión, típicamente, requiere montos mas grandes en cada operación. El mercado financiero permite que los intermediarios reúnan los limitados fondos de cada uno de los ahorristas y los consoliden en

¹⁹ Ciertamente el prestamista no institucional realiza en esencia la misma función aunque su actividad , en general, tiende a hacer surgir ciertos problemas de control, de costos en los fondos, de menor transparencia del mercado, de dificultades para el logro de objetivos concretos que se plantean las autoridades financieras, etc.

cantidades mayores para cada proyecto de inversión. Esta actividad constituye una contribución significativa al proceso de crecimiento económico, de tanta importancia como la coincidencia que logra entre ahorristas y unidades deficitarias, y como la conciliación que procura de los deseos de ambos. El que el mercado financiero ofrezca distintos instrumentos para canalizar ahorros y gastos -es decir, el que posibilite variedades de carteras en términos de riesgo, ingreso, divisibilidad, madurez, atención a actividades particulares (construcción, comercio, industria, agro, turismo, sector externo, servicios en general, etc.), y otras características del negocio financiero en sí, permite a las unidades económicas alcanzar curvas de indiferencia más altas, y a la economía como un todo, le facilita expandir sus fronteras de posibilidades de producción.

4. El mercado financiero posibilita la separación entre la propiedad y la administración de la riqueza. Los procesos de obtención de riqueza (ahorro, herencia, azar y hasta deshonestidad) no garantizan que sus poseedores sean los más capaces o los más deseosos de administrarla y ponerla al servicio de la sociedad. El mercado financiero hace factible el que ciertas unidades económicas sigan poseyendo activos que no controlan, aunque si les produzcan rendimientos, mientras que otras unidades utilicen, administren y hagan crecer activos que no son de su propiedad. Este proceso hace aumentar la razón ingresos corrientes respecto del capital o la riqueza, es decir, promueve el incremento de la renta.

Por todas las razones mencionadas: propiedades de los activos financieros que hacen más eficiente el proceso de intercambio, posibilidad aumentada de crecimiento del ahorro y del gasto mediante la satisfacción de los deseos y requerimientos de oferentes y demandantes de fondos,

facilidades para que las unidades económicas alcancen curvas de indiferencia mas altas y la economía expanda sus fronteras de producción mediante la existencia de variedad de carteras en términos de riesgo, ingreso, divisibilidad, madurez, atención a actividades particulares, consolidación de fondos para el gasto, etc., y vialidad de que la propiedad y el uso de la riqueza se separen, con lo que se elimina la necesidad de que cada unidad económica demande bienes y servicios por un monto igual a la suma de su ingreso real corriente y su desahorro, es por lo que el mercado financiero contribuye al crecimiento económico .

El que el mercado financiero crezca en términos de cantidad y calidad implica entonces que promueva el aumento del **monto** del ahorro (porque se facilita la expansión del ingreso, la transferencia de recursos de sectores menos eficientes a los mas eficientes el grado de monetización de la economía, el cambio en la composición y diversificación de las carteras de las unidades económicas al prestársele menos atención a modalidades no financieras de ahorro -y con frecuencia menos productivas, tales como los inventarios de bienes tangibles de producción y consumo por encima de sus posibilidades de utilización al menos en el corto plazo²⁰), etc. y el de la inversión (porque se facilita al haber mayor disponibilidad de ahorros al aumentarse las perspectivas de negocios rentables, al ampliarse el contacto con empresarios que trabajan en otras áreas).

Asimismo el desarrollo del mercado financiero implica mayor interacción de los flujos de fondos con los proyectos reales que utilicen mas **productivamente** los recursos con que se cuenta, por ejemplo, mediante el logro de **economías de escala**, lo cual tiende a ser directamente el resultado de

²⁰ a este punto relativo a la reestructuración de la cartera le da mucha importancia John W. Lowe en su "Financial Markets in Developing Countries", Finance and Development, Vol. 11, N° 4, December 1974.

una mayor **competencia**. Cuando las distintas partes del mercado financiero están poco relacionadas, al igual que cuando hay poco intercambio de los flujos pertinentes entre el mercado financiero y el real, se habla de la **fragmentación** de esos mercados²¹. Tal hecho no propende al **uso óptimo** de los recursos porque se limita la **movilidad** de los mismos, con lo cual tiende a ser permanente la abundancia de esos recursos en algunos sectores, y su deficiencia en otros. De esta manera aumentan los costos y los precios, con lo que disminuye el bienestar general. Cuando por el contrario, se desarrolla el mercado, es decir se **profundiza** (se acumulan rápidamente los activos financieros), aumenta la **eficiencia** general del funcionamiento de la economía, y viceversa, el crecimiento real retroalimenta el desarrollo de los servicios financieros.

Entre los especialistas en el estudio de la interrelación de los sectores financieros y reales, prácticamente existe el acuerdo que la **represión** financiera (que es la contrapartida de la fragmentación en ese mercado), solo se corrige mediante su acción antónima, es decir, mediante la **liberación** (de precios en general, entre los cuales se cuentan las tasas de interés, las tasas de cambio, los de los otros bienes y servicios, al igual quede los flujos entre sectores, áreas geográficas, y en el tiempo)²². En este aspecto de la liberación, la de la tasa de interés es de importancia fundamental, y al contrario de lo que se piensa, su determinación, mas en concordancia con las fuerzas del mercado, tiende a provocar su caída (aun en términos reales) para el promedio de la economía, porque al estar reprimida, la

²¹ Shaw, Edward, *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press, 1973).

²² Entre otros además de Gurley y Shaw, sobresale Ronald Y. Mckinnon. Por ejemplo su *Financial Repression and the Liberalization Problem within less Development Countries*, Center for Research in Economic Growth, Stanford University, California, 1978.

asignación de fondos escasos para la inversión (ahorros) que provoca obliga a que se haga por medios distintos a su precio. En tales circunstancias prolifera el mercado informal (ilegal o no) donde las tasas tienden a ser muy altas. Por el contrario, la liberalización le imprime transparencia al mercado, y un mejor conocimiento de la ubicación de los fondos disponibles para el crédito y su monto, crean presiones para que suba la oferta y demanda (como se explico en paginas anteriores) y para que disminuya, en promedio, su precio (la tasa de interés)²³. Resultados como este, que pueden aparecer sorprendentes a primera vista (liberación de tasas de interés y disminución en promedio de las mismas), son comunes en el estudio integral de muchas variables económicas, porque ese tipo de estudio suele considerar tanto **costos** como **beneficios**. Y no se conforma con la contemplación solo de los objetivos de la manipulación de las variables económicas (olvidando generalmente los costos), acción esta ultima que (común en paises menos desarrollados) adquiere entonces nada mas que una connotación política.

Para concluir esta parte, se puede recurrir a Patrick, quien resume el contenido de la estrategia financiera para el crecimiento económico: "... los objetivos básicos de la política financiera para el crecimiento económico son el incentivo para los ahorristas (tenedores de activos) mantengan sus ahorros (activos) en forma de activos financieros en vez de activos tangibles improductivos; asegurar que la inversión (existencia de capital) sea asignada eficientemente a los usos socialmente mas productivos; y proveer incentivos para inducir ahorros, inversión y producción incrementados"²⁴.

²³ Al efecto, el autor ha preparado un trabajo sobre el tópico, entre otros, de la manipulación de las tasas de interés y sus consecuencias: Una estrategia contra La Recurrencia Simultánea de Inflación y Estancamiento, será publicado por el Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales. U.L.A., Mérida, Venezuela.

²⁴ Patrick, Hugh, op. cit., p. 185.

Parte II

Medición del grado de desarrollo financiero regional y vías para incrementarlo

Si se acepta que existe una relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, por un lado, y teniendo en cuenta que a un país lo conforman sus diferentes regiones, por el otro, es lógico pensar en una estrategia de crecimiento económico regional basada en el desarrollo del mercado financiero. Para hacer esto, sin embargo, es conveniente conocer primero la situación del mercado financiero.

A. La Medición del Desarrollo Financiero Regional

Para servirle de marco comparativo, el sector financiero regional puede empezar a ser descrito dentro de las cifras de población, extensión geográfica y producto generado en la región que se analiza. Tales cifras, al ser comparadas con las de otras regiones y/o con las correspondientes a las de la totalidad del país, dan paso a las estrictamente financieras. Entre estas destacan, fundamentalmente por su disponibilidad en casi cualquier país, las que se enumeran a continuación:

1. **Banco Comercial:** El aporte al crecimiento regional de este tipo de institución financiera dependerá, entre otras cosas, del:
 - Numero de casas matrices, sucursales y agencias. En la medida de la existencia de estos distintos niveles de importancia de las oficinas bancarias, será asimismo diferente el poder de decisión de sus directivos. Una región privilegiada en su desarrollo financiero, contara
-

con más casas matrices que otras . Es típico de una región pobre el mayor peso de las agencias . Especialmente en cuanto a la discrecionalidad en la escogencia de las unidades económicas receptoras de créditos, y en cuanto al monto de las colocaciones, el rango operativo de los gerentes de agencias de bancos comerciales tiende a ser limitado . Esto a su vez, o retarda y entorpece los procesos productivos que se nutren con los fondos bancarios, o simplemente les limita cuantitativamente su acceso al crédito .

-Número de habitantes servidos por oficina bancaria regional. Tal indicador afina un poco más el anterior, y permite adelantar algún juicio sobre la calidad del servicio bancario prestado en la medida del porcentaje de exceso de población servida en relación al nivel de otra(s) región(es), se tienden a presentar con más frecuencia problemas de aglomeración de público en las oficinas de los bancos y, por tanto, de peor servicio por parte de estos. Una afinación aun mayor del indicador se obtendría, si se pudiera comparar la distribución física de las oficinas bancarias por área poblada en las regiones a contrastar.

-Porcentaje de captación de depósitos a la vista con respecto al total de depósitos en el marco de las regiones a comparar. Una baja cifra regional implica poca disponibilidad de dinero para su economía y una tendencia al encarecimiento de los créditos que se nutren de otras fuentes de captación de fondos por parte de los bancos, y refleja al mismo tiempo un movimiento más lento y limitado de la actividad económica regional en general. Esto es así dado el hecho de que por su naturaleza estos depósitos constituyen un lubricante importante de esa actividad, al

mismo tiempo que dicha actividad económica es la que tiende a generarlos²⁵.

- Peso relativo de los depósitos de ahorro dentro del total de depósitos. Un peso relativo mayor de este tipo de depósitos constituye un indicador de que el habitante de la región puede ser considerado pequeño ahorrista. De todas formas, teniendo en cuenta que a mayor atraso económico del área le corresponde un menor ingreso, el volumen de ahorros generados tiende también a ser bajo, por lo que no puede esperarse que, por ejemplo, el porcentaje del nivel de depósito de ahorro regional, con respecto a su homólogo nacional sea muy alto.

- Peso relativo de los depósitos a plazo dentro del total de depósitos a nivel del área de comparación. El comportamiento de esta clase de instrumento financiero sirve también para calificar al ahorrista medio de una región, solo que en contraste con los depósitos de ahorro, su mayor importancia relativa se presenta en las regiones más favorecidas económicamente. El depósito a plazo, por las exigencias que trae consigo en cuanto al valor mínimo elevado e liquidez relativa (al menos si se le compara con los depósitos a la vista o con los de ahorro) generalmente es demandado por los medianos y fuertes ahorristas. Por tanto, debe esperarse que constituya uno

²⁵ La demanda de créditos a la banca comercial, así como la voluntad (y posibilidad) que tenga esta última para concederlos, es lo que da origen al proceso, denominado “creación múltiple de dinero bancario”, por el cual la existencia de base monetaria (pasivos monetarios del banco central) permite la multiplicación de dinero en forma de depósito a la vista. Tal proceso se encuentra descrito en la mayoría de textos de Macroeconomía, y en todos los de introducción a la Teoría Monetaria. Puede verse, por ejemplo, a SAMUELSON, Paul: *Economía* (México: Mc Graw-Hill, 1983), Cap. 16.

de los porcentajes mas bajos de los indicadores que se examinen en las regiones atrasadas.

- Porcentaje de captación de depósitos oficiales. Usualmente este tipo de deposito esta directamente relacionado con la importancia del gasto publico regional. Como la naturaleza generalmente exógena del gasto publico hace difícil relacionar su monto con el grado de rezago económico de las distintas regiones de un país -por ejemplo, el balancear desequilibrios regionales puede inducir un mayor nivel de gasto público hacia las regiones mas pobres- no se puede indicar a priori la dirección de este indicador. Sin embargo, al menos en Venezuela es común que las regiones menos favorecidas desde el punto de vista de su desarrollo regional también sean las que reciban una proporción mas baja del gasto publico total. Siendo este el caso, la proporción de depósitos oficiales también será limitada.

-Nivel de las colocaciones e inversiones. Dada la naturaleza de la banca comercial -más orientada hacia la intermediación financiera a corto plazo- sus inversiones tienden a representar un peso menor que sus prestamos en el total de las operaciones activas que lleva a cabo. No obstante, tal relación será aún más conspicua a medida que el atraso regional sea más evidente. Un menor conocimiento del mercado financiero nacional y una mayor aversión al riesgo, características parciales del subdesarrollo financiero, contribuyen a explicar la dirección de este indicador.

- Volumen de las Filtraciones del Ahorro Regional. La relación "Colocaciones e Inversiones a Depósitos" mide en buena parte la proporción de los depósitos de la banca captados a nivel regional, que no son inyectados

a la misma región; en otras palabras, constituye un estimador del ahorro que la banca comercial transvasa a otras regiones probablemente más dinámicas desde el punto de vista económico²⁶. Una baja cifra de la relación para una región determinada puede interpretarse entonces como un entramamiento a su crecimiento, pues probablemente al bajo nivel de su ahorro se le suma el no ejercicio pleno de las colocaciones e inversiones regionales.

2. **Otras Instituciones Financieras:** Un análisis similar al que se ha descrito para la banca comercial puede llevarse a cabo con la banca hipotecaria, las entidades de ahorro y préstamo, las sociedades financieras, las sociedades de capitalización, las bolsas de valores, las instituciones financieras de carácter público, etc., y con las empresas no financieras, (por ejemplo, las compañías anónimas y compañías de responsabilidad limitada) en la parte de sus operaciones concernientes a lo financiero.

Por supuesto, el tipo de institución demarcara el alcance y variedad de análisis que se puede realizar, ya que diferirán los instrumentos financieros que utilicen en cuanto a clase, monto, plazo, rendimiento, unidades y actividades económicas a las que van dirigidas, etc. Por ejemplo, en las entidades de ahorro y préstamo se pueden estudiar la distribución geográfica de los préstamos hipotecarios protocolizados (en número y

²⁶ La relación "Colocaciones e Inversiones a Depósitos" no mide exactamente la filtración del ahorro captado por los bancos porque estas instituciones mantienen un encaje (legal o superior a él), y porque además hay que llevar a cabo compensaciones de los depósitos entre estas instituciones. En épocas normales, sin embargo, estos montos no son muy grandes, por lo que la relación constituye un indicador que revela bastante la actitud tanto de banqueros como de prestatarios frente a la situación económica corriente.

monto), las cuentas de ahorro (por tipo, volumen acumulado, cancelaciones, etc.), la discriminación entre colocaciones para compra, construcción y otros fines (también en número y monto), número y monto de solicitudes de crédito en tramitación, etc. Con respecto a las empresas no financieras (compañías anónimas y sociedades de responsabilidad limitada, etc.) los rubros pertinentes a analizar, nuevamente comparándolos en su relación porcentual con los de otras regiones y/o con los de la totalidad del país, pueden ser: número de nuevas empresas creadas por período de análisis; monto de capitales suscritos; relación "capital pagado a capital suscrito la cual sirve para tener una idea del grado de riesgo que se corre o de la medida en que se aventuran fondos en las nuevas empresas, y que probablemente tendera a ser mas baja mientras mayor sea el grado de especialización de los mercados financieros y real; y, en general, indicadores de la tendencia a democratizar el capital, tales como porcentaje del número de suscriptores de títulos (cantidad de empresas que tengan por ejemplo entre 1 y 2 suscriptores, entre 3 y 5, entre 6 y 10, entre 11 y 20, entre 21 y 50, y mas de 50), valores nominales de los títulos (también discriminados en intervalos), etc. En el caso de estos dos últimos indicadores, un alto número de empresas que estén en manos de pocos suscriptores de títulos es señal inequívoca de una alta concentración de la propiedad y en la misma dirección pueden interpretarse los altos valores nominales de los títulos, ya que de ser así, se dificulta su adquisición por parte de un mayor número de pequeños y medianos ahorristas.

- 3. Gasto Público Regional:** Las unidades gubernamentales, al igual que las empresas y las familias, obtienen ingresos y efectúan gastos. En general, los ingresos no gastados los mantienen en instituciones

financieras privadas y publicas. Al llevar a cabo el análisis de las operaciones pasivas de las instituciones financieras regionales, se consideran los rubros correspondientes a fondos propiedad del Estado (se hizo mención a ello en paginas anteriores). Sin embargo, la disponibilidad en sí de esos fondos en el ámbito regional debe ser estudiada, pues es la única manera de tener una idea precisa de la importancia de esta variable en el desempeño económico del área. En el caso de países con gobiernos que perciben un volumen considerable de ingresos, como Venezuela, y bajo la sombra de marcos teóricos que enfatizan la importancia de la manipulación de la demanda agregada, como la economía Keynesiana, las inyecciones de fondos públicos a una área determinada adquieren una vasta relevancia.

Específicamente, se puede llevar a cabo la contrastación entre el gasto público regional y el nacional (o entre el de la región que interesa y el de otras regiones) a nivel consolidado, la cual incluiría los niveles administrativos central, regional, municipal, entidades administrativas y empresas del Estado. Asimismo, se pueden hacer comparaciones de su nivel por habitante, en su dimensión temporal, discriminado de acuerdo a los niveles administrativos mencionados, al tipo de gasto (corriente, de capital, pago de deuda, otros), por actividades (agricultura y cría industria manufacturera, construcción, servicios, etc.), al igual que combinaciones entre esas categorías de análisis (por ejemplo, la relación gastos corrientes a gastos de capital). Lo que interesa destacar es que además del impacto que pueda tener el gasto publico sobre el nivel del ingreso y su tasa de crecimiento, sobre el nivel del empleo, sobre el nivel de precios, y sobre el comportamiento de la balanza de pagos regional, también es importante su influencia sobre las instituciones, instrumentos y flujos financieros.

4. **Tasas Promedio de Interés.** Aún en el caso en que las tasas de interés estén controladas institucionalmente, pueden existir diferencias regionales de sus promedios que reflejan hasta cierto grado la disponibilidad de crédito, su demanda, y la influencia que tengan los movimientos de los índices de precios regionales sobre dichas tasas. Cuando la autoridad monetaria impone límites mínimos y máximos a las fluctuaciones de las tasas de interés, en vez de regularlas estrictamente en sus niveles únicos, se posibilita más el análisis de las diferencias regionales de esta variable -en el caso en que exista libertad completa para fluctuar, el análisis puede arrojar aún más luz sobre las condiciones del mercado crediticio, pero esta última condición es difícil de encontrar en los países menos desarrollados,

Si las tasas promedio de interés -para distintas instituciones, instrumentos, finalidades, y plazos- son más altas para la región bajo análisis, se puede deber a menor oferta relativa de crédito -con respecto a la(s) región(es) con la(s) que se compara(n)- o a mayor demanda relativa de crédito (con respecto a la demanda de otras regiones y/o con relación a la oferta de la región en cuestión), o a un aumento más violento del índice de precios regional. Menor oferta de crédito, y más alto crecimiento del índice de precios pueden estar asociados a un menor desarrollo del mercado financiero. Aún cuando sea difícil relacionar niveles de las tasas de interés con desarrollo del mercado financiero, dado que la tasa de interés no solo refleja la estructura del mercado financiero sino que también es producto del desenvolvimiento del mercado real, la asociación referida puede ser corregida o reforzada por los resultados del análisis de los instrumentos de captación de fondos y de

colocación de esos fondos, de las distintas instituciones financieras regionales .

5. **Indicadores Financieros Globales** . En esta parte se hará referencia a la construcción de índices que ofrecen una idea sobre el grado de desarrollo general de la estructura financiera de un área (país o región), y de su importancia cuantitativa -esto es ya no se incidirá sobre instituciones e instrumentos particulares, como por ejemplo, la banca comercial y los depósitos a la vista.

5.1. **Coeficiente Incremental Financiero-Real.**

Obviamente una comparación del tamaño de la estructura financiera en relación a la producción de bienes y servicios es conveniente desde todo punto de vista no solo para tener una idea del peso relativo de cada sector, sino también de su evolución -de la medida en que crecimiento de uno esta siendo acompañado del crecimiento del otro. Esto último sirve para ir aclarando la relación causa-efecto entre ambos. Al fin y al cabo la estructura financiera se levanta sobre la parte real de la economía: tanto sobre la producción de bienes y servicios como sobre el **stock** de capital, mano de obra, y recursos naturales.

Para medir el peso relativo de ambos sectores, se puede estimar el valor de los activos financieros y dividirlo por el valor de la riqueza regional. Este indicador, sin embargo, además de los problemas de valoración de los rubros que componen tanto el numerador como el denominador, presenta el inconveniente de que el valor(corriente) del denominador es difícil de obtener no solo a nivel nacional sino mucho mas a nivel regional.

Para resolver ese problema se puede pensar en la "relación incremental financiero-real" que se encontraría dividiendo el aumento entre dos períodos del valor total de los activos financieros, por el incremento del producto regional para el mismo tiempo. El numerador de la fracción sigue presentando los mismos problemas de valoración señalados antes, y su solución y su solución tiene que venir de la manipulación de los distintos precios que se pueden utilizar: a valor de los libros para los que no presentan fluctuaciones (como depósitos bancarios), a valor de mercado para los que se negocian en el mismo (como bonos de empresas privadas y valores gubernamentales, al igual que al precio determinado en la bolsa de valores para acciones de empresas privadas). Por supuesto, en la medida en que mayor cantidad de rubros integren el numerador de la fracción más completo es el resultado. De encontrar dificultades insalvables para calcular el valor de ciertos rubros (como el ya mencionado de las acciones de empresas privadas), se puede construir el numerador adicionando el cambio en el valor de los instrumentos financieros de las instituciones financieras y no financieras que operan a nivel de la región, para luego dividirlo por el incremento del producto y compararlo con el mismo índice a nivel de otras regiones o con el del país en su totalidad. Claro que el cálculo del denominador no es fácil, pero los problemas que surgen en su medición han sido ampliamente estudiados por los expertos en cuentas agregadas (nacionales y regionales), y de todas formas ya no es infrecuente encontrar cifras del producto regional aún en países con escasa disponibilidad de estadísticas económicas. En pocas palabras pues, el último índice propuesto, además de poder ser

construido con relativa facilidad, ya que en su numerador simplemente se puede incluir la suma de los valores de los instrumentos financieros publicados (a efectos de comparación de la región con otras áreas para las cuales se efectúan el mismo cálculo), presenta la ventaja conceptual de que tanto el numerador como el denominador mensura cantidades incrementales: del acervo de instrumentos financieros al flujo de la producción de bienes y servicios.

Este coeficiente tendría un valor mínimo teórico igual a cero, en el caso de la inexistencia de instrumentos financieros (completo autofinanciamiento de todas las unidades dentro de un marco de intercambio mediante trueque). En cuanto a su valor superior, no tendría límite y dependería del monto de los superávit y déficit, de la separación de las unidades que los generan y de la duración de los mismos. Entonces, a mayor desarrollo financiero, mayor será el valor del coeficiente. Siendo el coeficiente el resultado de los superávit y déficit que se generan, y de la “calidad” de los mismos (separación de las unidades y duración de su posición deudora o acreedora), constituye en sí una medida aceptable de la densidad del sector financiero.

5.2 Coeficiente de Intervención: Puede ser importante conocer el grado en que determinado tipo de institución, financiera o no, interviene en el mercado financiero. Esto no sólo desde el punto de vista de la institución en sí, sino también desde la óptica de la evolución del total de participantes en el mercado, ya que la teoría de las instituciones financieras reconoce que en el proceso de desarrollo

del mercado, algunas ganan importancia mientras que otras la pierden. Por ejemplo, es posible que en una primera etapa del desarrollo del mercado financiero, la intervención de los bancos comerciales sea muy fuerte. Con la evolución del mercado, la importancia de estas instituciones puede ir dando paso al papel creciente de las instituciones de ahorro (entidades de ahorro y préstamo, bancos o asociaciones cooperativas de ahorro, etc.). Luego se incorporan otras instituciones que persiguen fines específicos (bancos hipotecarios, organizaciones que proporcionan ingresos a las personas durante su retiro, bancos oficiales con propósitos de financiar la agricultura, la industria, etc.). En algunas regiones se pueden desarrollar instituciones que intermedien en la compra-venta de determinados instrumentos financieros (bolsas de valores, por ejemplo, o fondos mutuales). Las instituciones no financieras pueden empezar a adquirir importancia, asimismo en el mercado financiero de ciertas regiones (lo cual a su vez sea tal vez producto de políticas oficiales dirigidas a desconcentrar industrias mediante una serie de instrumentos, como la manipulación de exenciones impositivas, de permisos de operación, del crédito selectivo, etc.), a través de la cantidad de acciones que manejan, del monto de los créditos con que trabajan, etc.

De todo esto se deduce que un indicador de la importancia relativa de las instituciones (y lo mismo se aplica a los instrumentos financieros en sí) es importante para medir la evolución del mercado financiero. Tal indicador puede ser construido dividiendo la suma del valor de los activos financieros, las obligaciones y las acciones y bonos que emiten cada institución o grupo de instituciones, entre el total del valor de los mismos instrumentos financieros de la región.

La comparación en el tiempo de este indicador permite irse formando una idea de las distintas etapas del desarrollo del mercado, y de la forma como se va institucionalizando el proceso de ahorro y la formación de capital (no debe olvidarse que una parte importante del mercado financiero se maneja mediante canales no institucionales en las regiones atrasadas económicamente).

Pues bien, una vez mensurado el grado de desarrollo del mercado financiero de una región dada mediante los indicadores descritos en esta parte del trabajo, se puede arribar a conclusiones acerca de su atraso relativo con respecto a otros sectores económicos de la misma región, y con relación al desarrollo del sector financiero de otras regiones o del país. Se facilita asimismo detectar fallas específicas de instituciones, de instrumentos, de leyes, de costumbres y objetivos de las unidades oferentes y demandantes de fondos, etc. Como consecuencia, también se posibilita diseñar una estrategia de desarrollo de ese mercado financiero, que incida en el refuerzo de las áreas que presentan ventajas y en la búsqueda de soluciones a las que exhiben problemas. A continuación se proponen algunas vías generales para procurar el desarrollo del mercado financiero de una región.

B. Sugerencias para Desarrollar el sistema Financiero Regional.

En esta parte se indican algunas direcciones por donde se puede enfocar el crecimiento del mercado financiero de cualquier región de un país.

1. Para hacer un seguimiento del crecimiento del mercado financiero y de su contribución al desarrollo regional es necesario contar con más información financiera regional. Se debe insistir con

las autoridades que controlan y supervisan el funcionamiento de las instituciones financieras (en Venezuela, el Banco Central, la Superintendencia de Bancos, etc.), que publiquen desagregadamente - por estado y/o por regiones- parte de la información que sólo se consigue a nivel nacional agregado. Por ejemplo: distribución de los depósitos del públicos por escala, distribución de los préstamos, descuentos y créditos por actividad económica, volumen de préstamos y descuentos según vencimiento, distribución de las colocaciones por garantía, inversiones según tipo, etc.

2. Facilidades definitivas para la apertura de nuevos bancos regionales. La desconcentración industrial del país debe estar acompañada de la desconcentración financiera. El aval de corporaciones regionales de desarrollo puede ser importante en esta dirección. Estos nuevos bancos deberán a su vez nacer con una óptica distinta a la tradicional, de tal manera de convertirse en lo que en la especialización bancaria comercial se denomina “bancos de servicios”.
3. Las políticas de encaje legal, redescuento y anticipos más flexibles por parte del Banco Central hacia los bancos que operan en la Región deben, asimismo, promover una política de operaciones activas, más flexibles por parte de los últimos hacia los demandantes de fondos regionales. En esta dirección el Banco Central debe ser enfático. Si así se hiciera, los prestamistas no institucionales tendrían menos campo de acción y esto redundaría en beneficio no sólo de los demandantes de fondos regionales, sino también del mismo Banco Central, el cual podría coordinar mejor la política monetaria.

La flexibilidad de operaciones de los bancos comerciales regionales puede ampliarse aún en otros aspectos, tales como la introducción de cuentas corrientes que paguen un modesto interés. Pero asimismo, un mayor control debe ejercerse en aquellos aspectos que puedan ser nocivos para el crecimiento regional, tales como: prestar apoyo financiero para el acaparamiento de existencias, prestar en exceso al comercio en detrimento del financiamiento a los sectores primario y secundario, apoyar la compra de importaciones de bienes de consumo, financiar aunque sólo sea parcialmente la construcción de residencias lujosas y de oficinas, etc. En pocas palabras, se debe propiciar la lubricación financiera de actividades que produzcan niveles mayores de valor agregado.

4. Para hacer más operativo la implementación de los enunciado en los puntos 1, 2 y 3, se puede pensar en el establecimiento de una oficina del Banco Central en la región. Esta oficina recogería información más directa y, asimismo, la ofrecería y coordinaría **in situ** la política monetaria. El grado de especialización que vaya adquiriendo el mercado financiero obliga a considerar la regionalización de la política monetaria.
5. Para fines de desarrollo e inversión reproductiva, los gobiernos locales y regionales pueden considerar el sistema de la lotería. La lotería tiene las siguientes ventajas: a) aumentar la tasa de ahorro neto disponible para la inversión pública (que sería la diferencia entre la cantidad percibida por el organismo que organice los sorteos menos los gastos por concepto de premios y costos de operación. b) Reduce el consumo sin el efecto negativo que sobre

la propensión al trabajo tienen los impuestos. c) Penetra a todas las clases sociales de formas insensibles y hasta agradable e induce a privarse de otros gastos en bienes y servicios los cuales, de otra manera, probablemente nunca serían rebajables a efectos de mantener la propensión al ahorro. La compra de loterías es considerada por el individuo como un acto de consumo, y realmente puede ser visto como un impuesto voluntario.

El hecho de que jueguen tanto las personas que pertenecen a los grupos de altos ingresos como las que se clasificarían dentro de las de más bajos ingresos tiene su explicación económica²⁷. Como se sabe, la utilidad marginal de un bien -es decir, la satisfacción adicional que se consigue de la última unidad del bien consumida- disminuye a medida que se consume más de ese bien. Jugando, las personas consiguen utilidad (esto es satisfacción) de la posibilidad de ganar, así como de la pura emoción del juego. Claro que tal utilidad tiene que ser pesada contra las posibilidades de perder, que son grandes. Lo que se puede perder, a su vez, es la parte de la riqueza del jugador que se entrega para poder participar en el juego, más el desagrado de no ganar. Si se juega es simplemente porque se experimenta una utilidad marginal mayor o igual que la utilidad marginal de los bienes o servicios que se pueden adquirir con los fondos destinados al juego.

Considerando entonces que mientras más cantidad de un bien se detente la última unidad tiene menos valor para su poseedor, las personas que obtienen altos ingresos valoran menos el último bolívar que

²⁷ Como en cualquier análisis económico puro, las consideraciones éticas no entran en el mismo.

poseen que las personas que reciben ingresos bajos. Por eso, quienes perciben ingresos altos juegan porque la utilidad marginal de los fondos destinados al juego es **más baja** que la utilidad marginal de jugar. Y quienes obtienen bajos ingresos también lo hacen porque aunque valoran más el dinero que juegan -ya que tienen menos de él- la utilidad marginal que experimentan jugando (la posibilidad que ven de mejorar su situación si ganan) es **más alta** que la de los fondos que gastan en el juego.

d) Si se concibe sistemas de sorteo en cuentas que se lleven en instituciones financieras, se tiende a incentivar hábitos de ahorro que pueden subsistir aún en caso de desaparecer el incentivo especial del sorteo.

e) Si se dirige hacia la formación de cooperativas para el logro de ciertos fines, estimula la práctica de combinar recursos mutuos, lo que constituye la base de la acción común.

6. Si se piensa en la inversión industrial como fuente de desarrollo, es necesario incentivarla fuertemente. A tal efecto, pueden estudiarse medidas tales como:

a) Crear condiciones especiales dentro de las instituciones regionales que puedan financiar la inversión industrial; por ejemplo, obligar a las que presentan a mediano plazo a exigir a los prestatarios porcentajes mínimos de su activo en equipo y otros rubros similares, o permitir a las que operan en el corto plazo que realicen operaciones en el mediano plazo.

- b) Incentivar la creación de nuevos instrumentos financieros, y hacer más atractivos los existentes; por ejemplo, mediante convenios de recompra para garantizarles liquidez, seguros de depósitos, venta por debajo del valor a la par, pronto redescuento, etc. Esto no sólo atraería fondos hacia el área industrial, sino que además podría evitarse, al menos en parte, que a causa de la inflación el ahorrista desdeñe los instrumentos financieros y realice “inversiones de cobertura” -compra de terrenos, de bienes de lujo, de inmuebles para alquilar, de divisas, inversiones en el exterior, etc.

 - c) Atraer hacia la región instituciones financieras ausentes en ella, tales como sociedades de inversión, mediante incentivos adecuados (disminución de impuestos, etc.). El establecimiento de nuevas instituciones financieras de la región, que venden acciones en vez de bonos o de otros instrumentos de renta fija, se va haciendo necesario en la medida que algunas de las instituciones tradicionales, que hayan crecido en base a la oferta de fondos de la clase media y baja, vean limitado su futuro. La inflación, en este último caso, al castigar directamente a dichas clases sociales irá limitando los ahorros que pueden aportar si quieren mantener sus condiciones de vida y, por tanto, el mismo disminuirá en relación a sus propios ingresos y al ingreso nacional.
7. Implantar una política fiscal decidida que ayude a movilizar empresas hacia esta zona mediante incentivos tributarios sobre utilidades, sobre

insumos, sobre otros gastos, sobre la producción, y sobre rubros varios como la subvención de alquileres de complejos industriales, tarifas de servicios, etc.

8. Creación de oficinas regionales de las instituciones encargadas a nivel nacional de controlar, supervisar y ordenar el mercado de capitales. Tales oficinas estarían en condiciones de adjudicarse la iniciativa, de desarrollar la experiencia y promover la captación de cambios en las prácticas financieras regionales. Tales cambios tenderían a suplir los incentivos necesarios para estimular el ahorro y la inversión en formas y montos adecuados a las necesidades regionales. Por ejemplo, si las instituciones bancarias tienen estructuras que les dificultan el financiamiento a mediano y largo plazo para el sector productivo, debe ser el mercado de capitales el que asuma este papel. Los índices altos de endeudamiento de las empresas regionales son buena señal de que conviene la capitalización de dichas deudas, mediante la venta de acciones en el mercado de capitales.

Tal como se afirmó al principio de esta parte, la misma tenía como finalidad ofrecer una lista de ideas para promover el desarrollo financiero regional. Como se podrá observar, las vías escritas tienen un carácter general, dado el hecho de que una estrategia específica para una región particular debe partir del diagnóstico previo que se realice. En otras palabras, las ideas tratadas no parten de una organización de objetivos precisos ni de su complementariedad. Esto último sólo podrá hacerse en situaciones concretas. Pero al menos se ha esbozado direcciones iniciales por donde puede enfocarse el esfuerzo consciente para desarrollar el mercado financiero.

Bibliografía

- Gurley, John y Shaw, E.S.(1955): "Financial Aspects of Economic Development". **The American Economic Review**. Vol. XLV, Septiembre.
- Gurley, John y Shaw, Edward S.(1960): **Money in a Theory of Finance** Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Goldsmith, Raymond (1953): **Financial Structure and Economic Growth in Advanced Countries**. Conference in Capital Formation and Economic Growth Nueva York: NBER.
- Keynes, John M.(1956): **Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero**. México: F.C.E..
- Leftwich, Richard (1966): **The Price System an Resource Allocation** Nueva York: Holt, Rinehart and Winston.
- Lowe, John (1974): "Financial Markets in Developing Countries". **Finance and Development**, December.
- Moore Basil (1968): **An Introduction to the theory of Finance. Assetholder Behavior under Uncertainty**. Nueva York: The Free Press.
- Mckinnin, Ronald I.(1978): **Financial Represion and the Liberalization - Problem within Less Developed Countries**. Center for Research in Economic Growth, Stanford University, California.

Rivero M., Luis E.: **El financiamiento del Gasto Público: Modalidades, Interrelaciones y Efectos.** Que será publicado por el Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales. U.L.A. -. Mérida, Venezuela

Rivero M., Luis E.: **Una Estrategia contra la Recurrencia Simultánea de Inflación y Estancamiento (Estanflación),** - a ser publicado por el Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de la U.L.A.. Mérida, Venezuela

Robinson, Roland I. y Wrightman, Dwayne (1974): **Financial Markets, the Accumulation and Allocation of Wealth** . Nueva York:Mc Graw Hill Book Company.

Salant, Walter E.(1939): **Studies in Income and Wealth.** Nueva York: National Bureau of Economic Research.

Samuelson Paul (1973): **Economía Mexico:** Mc Graw-Hill.

Shaw, Edward (1973): **Financial Deepening in Economic Development.** New York : Oxford University, Press.

Varios autores: **Informe Económico de la Región de Los Andes** Mérida: Instituto de Investigaciones Económicas - Corpoandes, varios años. Igualmente: **Diagnóstico Económico de la Región de Los Andes.**