

REPUBLICA DEL ECUADOR
SECRETARIA GENERAL DEL CONSEJO
DE SEGURIDAD NACIONAL
INSTITUTO DE ALTOS ESTUDIOS
NACIONALES



XVI Curso Superior de Seguridad Nacional
y Desarrollo

TRABAJO DE INVESTIGACION INDIVIDUAL

"LA POLITICA DE TASAS DE INTERES DEL ECUADOR EN EL
PERIODO 1979-1988
ANALISIS, RESULTADOS Y PERSPECTIVAS"
ECON. ANA LUCIA ARMIJOS H.

1988-1989



I N D I C E

INTRODUCCION	2
CAPITULO I	4
1. <u>Dinero y Desarrollo Económico</u>	4
1.1. La función del dinero en el proceso de desarrollo	4
1.2. Objetivos de política monetaria	14
1.3. Condiciones para la eficacia de la política monetaria	16
1.3.1. La demanda de dinero	19
1.3.2. La oferta de dinero	32
1.3.3. Instrumentos de Política	33
CAPITULO II	45
2. <u>Consideraciones Teóricas sobre las Tasas de Interés</u>	45
2.1. Teorías sobre las tasas de interés	45
2.1.1. Teoría Clásica	45
2.1.2. Teoría Keynesiana	46
2.1.3. Síntesis Moderna	47
2.2. Modelos teóricos de determinación de las tasas de interés en economías en desarrollo	49
2.2.1. Las tasas de interés en una economía cerrada	49
2.2.2. Las tasas de interés en una economía abierta	50
2.2.3. Las tasas de interés en una economía en desarrollo con combinación de factores de economía cerrada y abierta	51
2.3. Las tasas de interés y sus efectos en las variables económicas	52

CAPITULO III	56
3. <u>Política de Tasas de Interés en el Ecuador</u>	56
3.1. Antecedentes	56
3.2. Análisis y resultados del período 1979-1984	58
3.3. Análisis y resultados del período 1984-1988	65
3.4. Análisis del período a partir de septiembre de 1988 y sus perspectivas	72
CAPITULO IV	79
4. <u>El manejo de las tasas de interés</u>	79
4.1. Condiciones para la determinación de las tasas de interés por las fuerzas del mercado	80
4.2. Manejo discrecional de las tasas de interés	84
4.3. Problemas derivados de la implantación de una reforma a la política de tasas de interés	96
CAPITULO V	104
5. <u>Conclusiones</u>	104
BIBLIOGRAFIA	

INTRODUCCION

En los países en desarrollo, el sector financiero y las tasas de interés desempeñan un papel de gran importancia en el logro de los objetivos de política económica. Influyen no sólo en el monto total del ahorro, y de la inversión, sino también en la asignación de los recursos productivos de los proyectos de inversión. Esto es algo que han reconocido desde hace tiempo las autoridades de muchos países en desarrollo. Sin embargo, en vista de la escasez de capital, los gobiernos han adoptado diferentes estrategias financieras para estimular el desarrollo económico.

El Ecuador ha ensayado tanto la estrategia intervencionista, usando el control de las tasas de interés y de otras variables financieras para estimular el crecimiento, como una estrategia financiera diferente, basada en los mecanismos de mercado con el fin de promover y movilizar el ahorro, lograr una asignación eficiente de los recursos disponibles, mantener la estabilidad macroeconómica y reducir la incertidumbre.

Durante la década de 1980 el país ha experimentado ambas estrategias. Entre 1980 y 1984 se utilizó el manejo discrecional de las tasas de interés y a partir de diciembre de 1984 y hasta agosto de 1988 el país reemplazó su estrategia intervencionista anterior por una estrategia determinada por el mercado. La aplicación de esta estrategia basada en las fuerzas del mercado para promover una asignación eficiente de los recursos financieros es lo que se ha llamado liberalización financiera. Después de agosto de 1988 el país vuelve a adoptar la estrategia intervencionista pero sin derogar la flotación de las tasas de interés.

Los resultados obtenidos como consecuencia de la aplicación de políticas diferentes han sido también diversos.

Dadas las funciones importantes que desempeñan en una economía las tasas de interés y en virtud de que éstas no sólo afectan el comportamiento de los agentes económicos en el sector financiero del país, sino que, también afectan al comportamiento de los agentes

económicos en el sector real, en el Capítulo Primero se analiza el papel que el dinero desempeña en el proceso de desarrollo, los objetivos de la política monetaria, la determinación de la oferta y demanda de dinero y los instrumentos de política monetaria, uno de los cuales es la tasa de interés.

En el Segundo Capítulo se analizan las consideraciones teóricas sobre las tasas de interés a fin de refrescar los distintos enfoques, los modelos de determinación y los efectos que éstos tienen sobre las variables económicas.

Como el objetivo fundamental del presente trabajo es efectuar un análisis empírico de la política de tasas de interés a partir de 1979 hasta 1988 y sus perspectivas futuras, el Capítulo Tercero presenta los principales aspectos que hay que considerar en el análisis de la realidad concreta de los períodos 1979-1984, 1984-1988 y agosto de 1988 en adelante, en virtud de que se pueden diferenciar cuatro estrategias en este lapso de tiempo. La primera de 1979 a febrero 1981, caracterizada por la fijación de las tasas de interés; la segunda de marzo 1981 a agosto 1984 que consiste en la adopción de un ajuste gradual; la tercera de diciembre 1984 a agosto 1988 que conlleva una liberalización financiera y la determinación de las tasas de interés por el mercado; y, la cuarta de agosto de 1988 en adelante que experimenta una mezcla de flotación de las tasas de interés con intervencionismo por parte de las autoridades a través del establecimiento de márgenes controlados entre tasas activas y pasivas.

Finalmente, en el Capítulo Cuarto se presenta los principales aspectos que hay que considerar para establecer un manejo idóneo de la política de tasas de interés ya sea que ésta se determine por las fuerzas del mercado o que se aplique un manejo discrecional; y, se advierten los problemas que se podrían derivar de la implantación de una reforma a la política actual de tasas de interés. En la última parte se señalan las principales conclusiones a las que se llega luego del análisis efectuado.

CAPITULO I

1. DINERO Y DESARROLLO ECONOMICO

1.1 LA FUNCION DEL DINERO EN EL PROCESO DE DESARROLLO

Cuando comenzó a centrarse la atención en el crecimiento económico de los países menos desarrollados (PMD) durante el período siguiente a la Segunda Guerra Mundial, la economía keynesiana era el marco dominante para analizar la función que desempeñan el dinero y la política monetaria. Se produjo naturalmente la sugerencia de que podría ser una buena política el tratar de ampliar la oferta monetaria y rebajar los tipos de interés, para así contribuir a incentivar al máximo la inversión privada y, consecuentemente, el empleo y el crecimiento económico. Esta idea prevaleció durante largo tiempo, hasta que las presiones inflacionarias resultantes de la misma, en los años 50 se hicieron tan graves que retrasaban el crecimiento en los países menos desarrollados (particularmente en los países del cono sur latinoamericano). Entonces aparece en los análisis sobre política monetaria una tendencia a oscilar hacia el otro extremo, sugiriendo que la teoría cuantitativa podría ofrecer un marco de política más adecuado, que el dinero debería crecer a una tasa anual constante de $X\%$, donde X se determinaría por la tasa de crecimiento secular del PNB real, ajustada por los cambios seculares en la velocidad de circulación del dinero. Cuando dejaron de funcionar de la forma prevista las recetas derivadas de la economía keynesiana y de la teoría cuantitativa, se argumentó que debían buscarse otros métodos distintos; no obstante, al ir contando con más experiencia en la gestión del dinero y el crédito en los países más desarrollados, empezó a pensarse que lo que se necesitaba no eran nuevos conceptos sino nuevas formas de servirse de ellos.

En los países menos desarrollados no se debe menoscabar ni exagerar la función del dinero. Las funciones tradicionales del dinero como medio de pago y como acumulador de valor siguen siendo importantes en los países menos desarrollados, pero su función como canalizador de recursos de los ahorristas a los inversionistas es más importante

para entender la contribución que hace al desarrollo.

La mayoría de los libros de texto indican que las características fundamentales y específicas del dinero son las de constituir una unidad de valor y un medio de cambio. Como estas funciones se complican con el correr del tiempo, puede decirse que el dinero cumple dos funciones derivadas, o sea, la de actuar como medio de acumulación de valor y como patrón de pagos diferidos.

Como unidad o medida de valor, el dinero permite expresar el valor de los bienes y servicios en función de una unidad única de medida y, por lo tanto, permite establecer el valor de todos los bienes y servicios. Si no hubiera una unidad de medida, el valor de cada bien o de cada servicio tendría que expresarse en función de todos los bienes y servicios que pudieran obtenerse a cambio de dicho valor. En estas circunstancias no sólo se complicaría sumamente el intercambio de bienes y servicios, sino que sería imposible que existiera un sistema contable racional. Conviene destacar que no es lo mismo medir el valor de un bien o de un servicio en términos monetarios que medir la característica física de un objeto. Las mediciones físicas se hacen en función de unidades de medidas constantes y homogéneas, pero, como todos sabemos, el valor del dinero rara vez se mantiene constante a través del tiempo, e incluso puede diferir de un lugar a otro aún cuando se exprese en una misma unidad; su valor, al igual que el de cualquier bien o servicio, depende de la acción conjunta de la oferta y la demanda del mismo.

Como medio de cambio el dinero elimina las conocidas limitaciones e inconvenientes que presenta el trueque y simplifica y amplía de ese modo las posibilidades de efectuar un intercambio comercial entre particulares y países. Si no existiera un medio de cambio, los particulares se verían obligados a llevar a cabo sus operaciones esencialmente en forma bilateral; es decir, el intercambio entre un ente económico y otro requeriría que sus respectivas necesidades coincidieran. Por ejemplo, un individuo, al que llamaremos A, necesitaría encontrar a otro que quisiera y estuviera en condiciones de proporcionarle lo que busca y que, a su vez, deseara obtener lo que A le ofrece. Pero, una vez que el dinero se acepta como medio de

cambio, lo único que A necesita es encontrar a alguien que esté dispuesto a entregarle dinero a cambio del bien que A ofrece; posteriormente, A podrá obtener, a cambio de dinero, los bienes y servicios que desea adquirir.

Como medio de acumulación de valor, el dinero permite a su poseedor comprar las cosas que quiere en el momento en que lo desea; es decir, el que tiene dinero no necesita precipitarse a comprar cosas, sino que puede mantenerlo inactivo temporalmente y usarlo en el momento que quiera. Si el dinero no desempeñara esta función, difícilmente podría efectuar las otras dos ya descritas. Sin embargo, el dinero no es lo único que sirve como medio de acumulación de valor, ya que pueden emplearse igualmente bienes no perecederos y valores financieros y de otra índole. Este hecho permite a las personas elegir la clase de bienes, uno de los cuales es el dinero en que van a mantener sus recursos inactivos.

Como patrón de pagos diferidos, el dinero facilita los contratos de préstamo. Sin un patrón de pagos diferidos, los presuntos prestatarios y prestamistas se verían obligados a intercambiar bienes o servicios actuales por futuros, y ello entrañaría los mismos inconvenientes que el trueque. O sea, que el prestatario tendría que encontrar un prestamista que pudiera y quisiera proporcionarle bienes o servicios de la calidad y en la cantidad que desea a cambio de un título sobre bienes o servicios que el prestatario pudiera proporcionar más tarde. El hecho de que exista un patrón de pago diferido permite que el prestatario obtenga dinero en calidad de préstamo en el momento actual a cambio de un título sobre los bienes o servicios que él pudiera proporcionar más tarde. Mediante este procedimiento los presuntos prestatarios pueden obtener un préstamo de cualquiera que pueda otorgarlo, que no tiene que ser necesariamente el dueño de los bienes y servicios que ellos necesitan. Igualmente, los que deseen otorgar préstamos pueden concederlos a cualquiera que desee tomar dinero prestado y esté en condiciones de suministrar garantías adecuadas en cuanto al futuro reembolso de dicho dinero. De este modo la existencia de un patrón de pagos diferidos ha permitido que existan las diversas clases de instrumentos e intermediarios financieros que existen en el sistema

económico moderno.

Para poder desempeñar estas cuatro distintas funciones, el dinero debe tener ciertas características, la más importante de las cuales es la aceptabilidad.¹ El dinero no puede desempeñar sus funciones a menos que tenga aceptación general a cambio de bienes y servicios y para el pago de deudas. La aceptabilidad del dinero puede depender, aunque no tiene que ser así necesariamente, del valor intrínseco del medio empleado como dinero. En realidad, como se dijo antes, no hay necesidad alguna de que el dinero exista realmente en forma física; tampoco depende de que se le haya conferido la calidad de ser de curso legal, como ha sucedido en muchos casos.

La aceptabilidad del dinero, pues, tiene que depender de su idoneidad para desempeñar las cuatro funciones ya descritas. Pero en esto nos encontramos en un círculo vicioso; el dinero puede desempeñar esas funciones porque tiene aceptación general, y tiene aceptación general porque desempeña esas funciones. Lo que esto significa en realidad es que el dinero es dinero sólo en razón del consenso de sus usuarios. En otras palabras, el dinero es lo que la sociedad considera como tal.

Luego de haber descrito las funciones y principales características del dinero, pasaremos a la identificación del activo o serie de activos que en el mundo empírico actual se aproximan más al concepto teórico del dinero. Este es un problema que presenta dificultades a causa de varias circunstancias.

La primera dificultad es de carácter empírico y se debe a que no hay dos categorías claramente distintas de activos, de las cuales una esté integrada exclusivamente por elementos que desempeñan las cuatro funciones antes descritas (dinero) y la otra por elementos que no

¹ Naturalmente, si el medio utilizado como moneda es una cosa material es necesario que posea además características tales como durabilidad, divisibilidad y homogeneidad, y que pueda ser reconocido y susceptible de ser transportado.

no desempeñan esas funciones. En otras palabras, para fines prácticos siempre habrá activos que desempeñen ciertas funciones monetarias pero no otras. La medida en que se empleen para desempeñar estas distintas funciones puede variar conforme a las circunstancias.

La segunda dificultad es de orden analítico. Las clasificaciones y definiciones se han adoptado convencionalmente para fines del análisis. En principio, el dinero se puede definir en cualquier forma, siempre que la definición que se escoja se use con uniformidad. Si se desea elegir una de las varias definiciones posibles, lo que sirve de pauta generalmente es la eficacia de las mismas desde el punto de vista analítico.

La tercera dificultad consiste en una complicación que presentan las estadísticas. Para los fines del análisis económico, necesitamos datos estadísticos que registren las fluctuaciones del volumen de dinero. Por este motivo, procuraremos definir el dinero de tal manera que su volumen pueda medirse fácilmente. Para el análisis económico es de muy poca utilidad un concepto cuya magnitud no se pueda determinar.

Por último, se presenta también una dificultad de índole política. Es posible que una vez que se ha formulado la teoría acerca del efecto que produce el dinero, y que se han analizado los aspectos monetarios de una situación concreta, se desee implantar ciertas medidas de política monetaria. Para ese fin lo que interesa son los activos monetarios que están sujetos a la regulación de las autoridades monetarias.

De lo anterior se desprende que hay muchas consideraciones que afectan a la definición del dinero, y es evidente que cada definición permite obtener resultados teóricos diferentes y llegar a conclusiones de política distintas. Es obvio que una definición que parezca ser apropiada para alguno de los fines antes indicados, no lo sea para todos los demás. Además, una definición que es aceptable en un país en un momento dado quizá no sea de utilidad en un país diferente, ni tampoco en el mismo país en un momento distinto.

En esta tesis no intentaremos estudiar a fondo las definiciones principales del dinero que se encuentran en la literatura económica moderna. Sin embargo, para dar una idea de los problemas que entraña elegir una definición del dinero, tenemos que mencionar algunas de ellas e indicar la utilidad que prestan desde el punto de vista del análisis.

El dinero como medio de cambio

Muchos economistas sostienen que la característica por excelencia del dinero radica en la función que desempeña como medio de cambio. De ahí que definan al dinero como un medio de pago de aceptación general. Esta definición es quizás la más antigua y generalizada. Como en el mundo moderno, salvo en aquellas regiones donde el trueque todavía sigue siendo el medio principal de efectuar transacciones, los activos reconocidos y aceptados en general como medios de cambio son las monedas metálicas, los billetes y los depósitos a la vista;² éstos son los únicos activos que se clasifican como dinero.

Las costumbres sociales y legales hacen que cada una de estas clases de activos resulte especialmente adecuada para ciertas transacciones,³ y que se pueda rechazar en algunas transacciones el uso de un tipo determinado de medios de pago. Pero por lo general, la moneda (moneda acuñada y billetes) y los depósitos a la vista son medios de pago intercambiables.

² Dichos depósitos se consideran como medios de pago porque pueden transferirse de una cuenta de depósito a otra mediante cheques.

³ Así la moneda acuñada generalmente se usa para hacer pagos pequeños y los billetes sirven para pagos de mediana cuantía. Finalmente, los depósitos a la vista pueden usarse para toda clase de pagos, siempre que se llenen ciertas condiciones. El sistema bancario tiene que estar bien desarrollado; se debe contar con facilidades técnicas para la rápida compensación de los cheques; el público tiene que haber adquirido el hábito de mantener cuentas de depósito en los bancos y el de girar y aceptar cheques.

El dinero como "morada" temporal del poder de compra

Otras definiciones del dinero subrayan sus funciones de acumulación de valor o de activo. Un grupo de economistas de la escuela de Chicago define al dinero como "morada temporal del poder de compra que permite la separación entre el acto de comprar y el de vender."⁴

Los activos que estos economistas clasifican como dinero son la moneda acuñada, los billetes y los depósitos bancarios, es decir, tanto los depósitos a la vista como los depósitos a plazo y de ahorro. Aunque los depósitos a plazo y de ahorro no son, estrictamente hablando, medios de pago, no es posible diferenciarlos de éstos como medio de acumulación de valor. Una de las objeciones que se ha hecho contra esta definición es que clasifica como dinero los depósitos a plazo y de ahorro mantenidos en los bancos comerciales, pero excluye de esa categoría los depósitos similares en poder de otras instituciones financieras. Los teóricos que usan esta definición no han explicado satisfactoriamente la razón por la que se da un tratamiento diferente a depósitos similares colocados en distintas instituciones financieras.

Además de la objeción antes mencionada (o sea, de que no se había explicado satisfactoriamente la disparidad de tratamiento de depósitos similares en poder de distintas instituciones financieras), existe otra más: esta definición del dinero no permite estudiar el efecto que las variaciones en la tasa de interés pagada sobre los depósitos bancarios a plazo y de ahorro tienen sobre el deseo de poseer medios de pago.

El dinero como medio de financiar compras

Es bien sabido que en un sistema económico medianamente desarrollado hay una gran variedad de activos, tanto financieros como reales, y facilidades para su intercambio rápido y eficiente. Debido a ello,

⁴ M. Friedman y A.J. Schwartz, A Monetary History of the United States, 1867-1960, pág. 650.

tanto los particulares como las empresas tienen la posibilidad de decidir en qué forma concreta de activos desean conservar su riqueza bruta, y la de variar la composición y la cantidad de sus activos siempre que lo consideren oportuno. Entre los diversos activos financieros, hay medios de pago que son perfectamente líquidos, y otros que tienen distintos grados de liquidez.⁵ El valor de los activos más líquidos, excepto dinero, puede hacerse efectivo rápidamente y sin mayores problemas; por lo tanto, son similares a los medios de pago como una forma de acumulación de valor, pero inferiores a ellos como medios de cambio, ya que por corto que sea el tiempo y la dificultad que entrañe su transformación en medios de pago, se precisa dicha transformación antes de que pueda usarse para un pago. Son superiores a los medios de pago en el sentido de que producen un ingreso en forma de intereses o de dividendos. Dadas estas características, los medios de pago y los activos con alto grado de liquidez son activos que compiten entre sí y por lo tanto pueden sustituirse los unos por los otros en la cartera del tenedor de valores.

Partiendo de esta observación, muchos economistas reconocen la similitud que existe entre los medios de pago y otros activos que gozan de un alto grado de liquidez, hasta el punto de considerar que el monto de los medios de pago tiene poca o ninguna importancia en la explicación del nivel del gasto total o del de otras variables macroeconómicas significativas. Es decir, se reconoce que los medios de pago son necesarios para realizar transacciones, pero la falta de ellos no impide que los particulares o las empresas efectúen compras, con tal de que tengan otros activos que puedan transformarse rápidamente en medios de pago con poca o ninguna pérdida de valor.

Como un sistema financiero está en condiciones de crear muchas clases de activos financieros con alto grado de liquidez, la cantidad de medios de pago no puede por sí sola explicar el nivel del gasto total o de otras variables macroeconómicas.

⁵ La expresión, liquidez de un activo, significa la facilidad, la rapidez y la relativa falta de riesgo con que es posible

Luego de desarrolladas estas nociones sobre el dinero, y en el contexto de este estudio, lo que tiene importancia esencial desde el punto de vista del proceso de desarrollo es la existencia de canales a través de los cuales se transmitan los recursos de las unidades superavitarias a otras unidades que tengan mayor necesidad de esos recursos. De no haber dichos canales, el crecimiento económico no logrará alcanzar las tasas factibles ya que el ahorro permanecerá estéril o no se asignará bien. Estableciendo dicho canal y mejorando su eficacia es como adquirirá personalidad propia la política monetaria.

En las etapas tempranas del desarrollo económico, los flujos intersectoriales tienen lugar mediante la concesión directa de préstamos. Es decir, los superávits de los ahorristas de un sector se prestan directamente a base de estrechos contactos con los inversionistas de otros sectores; estas transacciones se efectúan sin mediación documental. Por ello, el mercado del crédito otorgado por esta vía directa de préstamo se describe como mercado de crédito no organizado.

Al ampliarse la economía los contactos personales tienden a hacerse más lejanos y las formas directas y casuales de concesión y obtención de préstamos se convierten cada vez más en formas indirectas que incluyen la utilización del dinero. La sustitución de la concesión directa de préstamos por la intermediación bancaria eleva la relación entre el dinero y el ingreso nacional.

Las unidades o sectores de ahorro acumulan títulos financieros contra las unidades de inversión o contra los intermediarios financieros que a su vez transmiten los fondos así movilizados a las unidades de inversión. Con el tiempo, estas modalidades de préstamo producen una relación constantemente creciente entre los activos financieros de todas clases y el ingreso y la riqueza, con una elevación correspondiente en las relaciones de ahorro y de inversión. Los ahorristas e inversionistas, que hasta ese momento habían estado dispersos y aislados entre sí, quedan unidos mediante varias clases de instrumentos de crédito e instituciones financieras. En resumen, esto significa que el mercado del crédito queda organizado, ampliado,

unificado y expuesto plenamente al mecanismo del precio.

Concomitantemente, en el proceso del flujo de fondos entre las diversas unidades económicas se crean activos y pasivos, pero la estructura de los mismos no es igual en cada fase del desarrollo económico. Las pruebas empíricas sugieren que la elasticidad de la demanda de dinero con respecto al ingreso, está inversamente relacionada con el estado de desarrollo, cuando la economía tiene un sistema financiero muy exiguo, se desea el dinero principalmente como depósito de riqueza. Al organizarse mejor los mercados del crédito, se amplía la gama de activos para la colocación del ahorro, con bonos, acciones, etc. El deseo de una configuración variada de activos financieros está motivada por factores tales como la aversión de los ahorristas (prestamistas) al riesgo, además de sus necesidades para transacciones y liquidez. Por tanto, hay que crear activos financieros, aparte del dinero, para poder movilizar plenamente al ahorro con el fin de financiar la inversión.

El crecimiento económico significa una mayor capacidad productiva. Esto exige más y mejores herramientas y equipo y una mano de obra más capacitada, lo cual no puede lograrse sin que se asignen recursos a esta finalidad. Por otra parte, todos los recursos, no aportarían nada al crecimiento económico si no se utilizaran en forma productiva. El impacto de los recursos dados (ahorro) en cuanto al crecimiento reflejará la eficiencia con que se utilicen. El dinero y los activos financieros se hallan en el mismísimo centro de este proceso como vínculo vital. Se ven entonces con más claridad las cuestiones de política monetaria y financiera, si ha de acelerarse el desarrollo de la economía, es esencial que los recursos ahorrados por los sectores superavitarios se destinen a los usos más productivos y que se aumente la cuantía de dicho superávit. Como ambas cosas exigen que se ofrezcan a las unidades superavitarias activos financieros más atractivos para la colocación del ahorro transferible, deben tomarse las medidas oportunas para que se produzca la oferta de activos financieros que demandan los sectores superavitarios.

1.2 OBJETIVOS DE POLITICA MONETARIA

En términos convencionales, la política monetaria suele describirse como el control de la oferta monetaria, dicha política se vincula institucionalmente con la autoridad monetaria -Junta Monetaria y Banco Central- y con el sistema bancario, y forma parte del conjunto de instrumentos de manejo macroeconómico principalmente orientados a la atenuación de los ciclos económicos.

De esta manera, al concebirse la política monetaria dentro de la política macroeconómica global, se ha sostenido que aquella debe colaborar al logro de cuatro objetivos: la estabilidad del nivel de precios, el equilibrio externo, el funcionamiento de la economía al nivel de pleno empleo y la maximización del ritmo de crecimiento económico. La evidencia apunta a que en la práctica se le ha dado prioridad a algunos sobre otros objetivos, dependiendo de la situación económica que se enfrente y de la orientación global de la política económica.

La discusión en torno a los objetivos de la política monetaria se relaciona, además, con la capacidad del instrumental monetario para el logro de determinados objetivos.

En primer lugar, se presenta aquí la problemática (ya tradicional) en torno a la correspondencia entre el número de objetivos y el número de instrumentos.

Esto deriva de que usualmente se le asigna a la política monetaria múltiples objetivos, todos ellos en forma más o menos simultánea, como por ejemplo: estabilizar el nivel de precios, la tasa de interés, el tipo de cambio o el nivel de reservas internacionales e incrementar el empleo; es evidente que siendo complejo el logro de uno sólo de los objetivos mencionados se hace prácticamente imposible pretender compatibilizar dos o más de ellos.

Si uno de los objetivos de la política monetaria es la estabilidad de precios y también lo fuese que la tasa de interés no supere un determinado nivel, entonces la política monetaria debería ser

contractiva. Pero si se reduce la oferta de dinero, entonces la tasa de interés y el desempleo tienden a subir; esto provoca presiones al alza en el nivel de precios, lo que exige nuevamente contraer la oferta monetaria, con lo que, evidentemente, se torna imposible intentar lograr el conjunto de los objetivos propuestos.

Existe, sin embargo, un problema más fundamental en relación a los objetivos de la política monetaria que se presenta incluso si hay una adecuada correspondencia entre el número de instrumentos y el de objetivos.

Este problema consiste en que, bajo determinadas circunstancias, en las que los agentes económicos carecerían de ilusión monetaria, puede volverse muy difícil intentar controlar variables reales a través de variables nominales. Esto tiende a ocurrir con mayor probabilidad cuando el objetivo de la política monetaria no es el control del ingreso nominal y/o cuando la oferta y demanda de dinero son más estables que las funciones del sector del gasto.

Como el presente capítulo destaca la función del dinero y del sector financiero en el proceso de crecimiento económico, se ampliará el análisis de los objetivos de política monetaria sugeridos por dicha función. Es sumamente importante que la política se instrumente de manera tal que vuelva atractivo al rendimiento real de los activos financieros aplicando una política de tipos de interés apropiada.

Debe lograrse que el rendimiento de los activos financieros, que en los países en desarrollo son sobre todo el dinero, sea competitivo con el que devengan otras formas menos productivas de ahorro como por ejemplo el atesoramiento de mercancías, etc. Si el rendimiento de activos financieros se ha mantenido bajo, como suele ocurrir en los países en desarrollo, es posible desviar el ahorro desde el atesoramiento de mercancías hacia el sector financiero elevando el rendimiento de los activos financieros (elevando la rentabilidad nominal de los depósitos) o disminuyendo el rendimiento del atesoramiento de mercancías (es decir, disminuyendo la inflación) o ambas cosas a la vez. El rendimiento del dinero en comparación con el de las mercancías, es decir la tasa de rendimiento real del

dinero, debe ser al menos positivo.

En la práctica, es más difícil determinar a qué nivel por encima de cero se debe fijar ese rendimiento real y ello dependerá de las oportunidades de inversión que tengan los usuarios finales del ahorro. La elevación de la rentabilidad real del dinero invariablemente significa un incremento del costo real del crédito (por ejemplo, si elevamos el tipo nominal de los depósitos, por lo general será necesario elevar los tipos nominales de los préstamos), pero, si los tipos se han mantenido bajos, ello contribuirá a acelerar el desarrollo forzando la canalización de fondos hacia inversiones con mayor rentabilidad de la que suele obtenerse cuando el crédito se asigna según criterios no basados en el precio.

1.3 CONDICIONES PARA LA EFICACIA DE LA POLITICA MONETARIA

Para que tenga sentido diseñar e implementar una política monetaria eficaz se requiere al menos de dos condiciones: "es necesario que la autoridad pueda efectivamente guiar la evolución de la oferta de dinero y que la demanda de dinero sea una función estable (predecible) de pocas variables independientes"⁶.

En efecto, para qué cambios en la oferta de dinero, que deben poder controlarse o programarse, se reflejen en alguna variable objetivo, ésta debe ser un argumento de una función estable de la demanda de dinero. Sólo en ese caso puede sostenerse que la política monetaria tiene racionalidad interna, condición básica y necesaria, aunque no suficiente, de eficacia. Esto nos lleva a la necesidad de discutir los elementos más importantes de la demanda y de la oferta de dinero.

Las funciones de oferta y demanda de dinero son temas importantes en el campo de la teoría económica y en esta tesis revisten especial interés. La función de oferta de dinero se refiere a la relación entre la cantidad de dinero existente y ciertas otras variables

⁶ Roberto Zahler, y otros, Políticas Macroeconómicas (Santiago de Chile: Alfabeto Impresores, 1986), pp. 159

macroeconómicas, como las obligaciones monetarias del Banco Central, el nivel y estructura de las tasas de interés, etc. La función de demanda de dinero, por otra parte, se refiere a la relación que existe entre la cantidad de dinero que la sociedad desea poseer y ciertas otras variables macroeconómicas, como son el nivel de la demanda total, el nivel y estructura de las tasas de interés, etc. La importancia de estas funciones obedece al hecho de que si no existieran estas relaciones, no habría posibilidad de efectuar el análisis monetario ni de dictar la política en ese campo. En los párrafos siguientes indicaremos brevemente el porqué de la importancia de estas relaciones.

El análisis monetario nos sirve para tratar de explicar los cambios que experimentan ciertas variables macroeconómicas que pueden atribuirse a cambios en las variables macroeconómicas de índole monetaria. Por otra parte, la política monetaria sirve para tratar de lograr que se produzcan modificaciones convenientes en ciertas variables macroeconómicas mediante cambios en las variables monetarias que las autoridades pueden regular. Para que la descripción sea menos general y a la vez más sencilla vamos a decir que con el análisis monetario se trata de explicar el nivel de la demanda total en relación con la oferta de dinero, mientras que con la política monetaria se procura lograr que a través de modificaciones en la oferta de dinero se produzcan cambios convenientes en el nivel de la demanda total.⁷ Para poder llevar a cabo estas actividades es preciso que existan las siguientes condiciones: a) tiene que haber una relación entre la oferta de dinero (variable independiente) y el nivel de la demanda total (variable dependiente); b) la magnitud de la oferta de dinero no debe depender del nivel de la demanda total; y c) la oferta de dinero tiene que estar sujeta al control directo o indirecto de las autoridades monetarias.

⁷ Debe tenerse muy en cuenta que este es un ejemplo, en la realidad la política y el análisis monetarios se ocupan de muchos otros agregados, cuyas relaciones tienen que ser mucho más complejas.

Para establecer la relación entre la oferta de dinero y el nivel de la demanda total se parte del supuesto de que existe una función de demanda de dinero. Este supuesto significa que la sociedad desea poseer una determinada cantidad de dinero y no simplemente una cantidad cualquiera, y que esa suma guarda relación con el nivel de la demanda total. De acuerdo con la hipótesis, siempre que la oferta de dinero difiera de la suma deseada, la sociedad tratará de establecer el equilibrio entre ambas cantidades y, al hacerlo, afectará al nivel de la demanda total. En esta descripción simplificada, se supone que la oferta de dinero es una variable exógena y que, por lo tanto, no resulta afectada por el proceso de equilibrio.

La condición b) es decir, que el volumen de la oferta de dinero tiene que ser independiente del nivel de la demanda total, es imprescindible porque de no ser así no tendría significación alguna la explicación del nivel de uno de esos factores en términos del otro, y no habría posibilidad de seguir una política monetaria. La única conclusión que podemos derivar del supuesto de que la demanda total depende del nivel de la oferta monetaria, y que éste a su vez depende de la demanda total es que uno de ellos varía cuando varía el otro. No podríamos establecer una relación causal entre ambos, ni intervenir en uno de ellos con el fin de influir en el otro.

La condición c) o sea, que la oferta monetaria tiene que estar sujeta al control directo o indirecto de las autoridades monetarias, es especialmente importante para la formulación de la política monetaria, y la necesidad de que exista es manifiesta. Sin embargo, cabe hacer algunas observaciones. Si, como se suele suponer, las autoridades monetarias regulan indirectamente la oferta monetaria haciendo que varíe el volumen de las obligaciones monetarias netas del Banco Central, necesitamos una función de oferta del dinero que relacione el nivel de dichas obligaciones (variable independiente) al de la oferta monetaria (variable dependiente). Conforme a esta hipótesis, si las autoridades tratan de lograr un cambio en el nivel de la demanda total (objetivo de política) tendrán que hacerlo a través del monto de las obligaciones monetarias del Banco Central (variable de política) el cual, por medio de la función de oferta de

dinero, afectará a la oferta monetaria (objetivo de política mediato) y ésta, a su vez, por conducto de la función de demanda de dinero, influirá en el nivel de la demanda total. Huelga indicar que si las funciones de oferta y demanda de dinero -- las cuales son los eslabones necesarios para que funcione el mecanismo que transmite los efectos de las medidas de política-- no poseen un alto grado de estabilidad, es posible que el objetivo perseguido no sea alcanzado o tal vez superado. Cualquier falta de estabilidad de las funciones de oferta y demanda de dinero también reduce la posibilidad de realizar análisis monetarios.

La sencilla descripción que se ha presentado tiene el propósito de mostrar que, debido a las características específicas de las funciones de oferta y demanda de dinero, a que nos hemos referido, ambas son indispensables, tanto para el análisis como para la política monetaria. Sean cuales fueren las complicaciones que se añadan, dichas funciones siguen siendo los vínculos requeridos entre los cambios que se operan en una variable monetaria determinada en forma exógena, como son las obligaciones monetarias de un banco central, y el efecto definitivo que se produce en otras variables macroeconómicas.

En la práctica ha habido suficientes indicios de que la intervención o falta de intervención de los bancos centrales influye muchísimo en el volumen de la demanda total y en otras variables que dependen de la misma. Por consiguiente, podemos suponer con bastante seguridad que las funciones de oferta y demanda de dinero efectivamente existen en la realidad. Los economistas, tanto teóricos como prácticos, parecen estar casi en perfecto acuerdo sobre ese punto, pero existe una diversidad de opiniones respecto a las características concretas de que dependen las funciones de oferta y demanda del dinero, que las expondremos a continuación en sus aspectos principales.

1.3.1. La demanda de dinero

El concepto de demanda de dinero es uno de los elementos más fundamentales del análisis macroeconómico contemporáneo. El concepto entraña la relación funcional, a menudo expresada como

ecuación matemática, entre la cantidad demandada de dinero que el público mantiene y las variables (por ejemplo, tipos de interés, ingresos, riqueza, etc.) de que esa cantidad depende. Las ecuaciones de la demanda de dinero son componentes clave de los actuales modelos teóricos y empíricos del conjunto de la economía. Por ejemplo, representan el comportamiento de la demanda en el llamado "sector de mercado monetario" de los modelos econométricos en gran escala utilizados para simular la influencia que surten en el sistema económico las medidas de política y otras variaciones. En esos modelos, las ecuaciones de la demanda de dinero sirven para hallar los valores de equilibrio de la renta nacional, de los tipos de interés, del nivel de los precios y de otras medidas de la actividad económica agregada.

La razón principal del interés de los economistas en la función de demanda de dinero estriba, no obstante, en sus efectos prácticos en materia de política. El análisis macroeconómico parece indicar que ciertas propiedades de la función de demanda de dinero influyen decisivamente en la eficacia de la política monetaria. Merecen destacarse sobre todo: 1) la elasticidad-tipo de interés de la demanda de dinero demandada ante las variaciones de los tipos de interés de mercado y 2) la estabilidad de la relación funcional entre los saldos de dinero demandados y las variables independientes de la ecuación (tipos de interés, ingreso, etc.). Por ejemplo, si la cantidad de dinero demandada es muy elástica respecto del tipo de interés, puede que la política monetaria no sirva para estimular a la economía porque, en ese caso, la menor disminución del tipo de interés, que sea el resultado de una expansión de la masa monetaria inducida por las medidas de política, sólo alentaría a los tenedores de saldos en efectivo a absorber toda creación de dinero en atesoramientos ociosos. En consecuencia, el gasto no aumentaría. Ahora bien, aún si la demanda de dinero no fuera muy sensible a las modificaciones del tipo de interés, puede que se continúe planteando a los formuladores de política el problema de una relación inestable de la demanda. La inestabilidad de la función de demanda de dinero obstaculizaría la política monetaria, pues dificulta el pronóstico de las autoridades en cuanto al efecto en la oferta de dinero que producen las modificaciones inducidas por la política. La variación

errática de la función de demanda podría anular en algún momento el efecto de una variación controlada de la oferta de dinero, o acentuarlo en otro. Sin el firme control de la función de demanda, no cabría esperar que los formuladores de política pudieran evaluar correctamente la magnitud o dirección de los efectos que producen las medidas de política.

En los últimos 20 años la demanda de dinero ha sido tema de muchos estudios ingeniosos y complejos de orden teórico y empírico. Ahora bien, no siempre fue así. Cabría suponer que, debido a la importancia central de la función de demanda de dinero, hacía tiempo que se había perfeccionado el análisis de la misma.

¿A qué cabe atribuir que los métodos y procedimientos del análisis tradicional de la demanda se adaptasen tan lentamente al análisis monetario? ¿En qué consistieron esos métodos y procedimientos, y en qué manera se apartó de ellos la teoría de la demanda de dinero? ¿Qué diferencias hay entre el antiguo enfoque de la demanda de dinero y su formulación actual? ¿Cuáles fueron las etapas principales de la transición desde el enfoque antiguo al actual, y de qué manera se manifestó esa evolución en las sucesivas formulaciones de la función de demanda de dinero? ¿Qué variables explicativas se recalcaron en cada formulación? Pero aún más importante: ¿Cuáles fueron los principales efectos de política que tuvieron las distintas opiniones? El objeto de este apartado es dar respuesta a esas preguntas con el estudio de la evolución general seguida por la teoría de la demanda de dinero.

1.3.1.1. La demanda de dinero. Enfoque de la velocidad de las transacciones.

Al economista moderno le parece lógico construir ecuaciones de la demanda de dinero exactamente de la misma forma en que formula las ecuaciones de la demanda de bienes. Inicia el análisis al nivel del tenedor individual de saldos en efectivo, establece la limitación de presupuesto apropiada y las variables pertinentes de costo de oportunidad o precios relativos que incorpora la función de demanda de dinero y, por agregación, deduce la función

de demanda de dinero del mercado total. El análisis estudia seguidamente los efectos de sustitución entre dinero y activos competidores debidos a variaciones de las tasas relativas de rendimiento y los efectos de ingreso (o riqueza) en la demanda de dinero producidos por variaciones de la renta nacional.

No obstante, ese enfoque convencional es relativamente nuevo. En las primeras décadas del siglo XX los economistas no solían analizar la demanda de dinero según los preceptos de la teoría clásica de la demanda. Se adujo que los principios racionalistas o el análisis de la maximización de la utilidad no explicaban la razón de que un individuo mantuviera saldos de dinero pues se estimaba que las tenencias en efectivo no producían, en cuanto tales, una satisfacción directa. En resumen, se consideraba que el dinero era únicamente un medio de cambio es decir, algo que facilitaba las transacciones de mercado y la circulación de bienes, pero sin los atributos de un activo rentable.

En el método de la velocidad de las transacciones se destaca el economista estadounidense Irving Fisher, cuya obra principal en el campo de la teoría monetaria, *The Purchasing Power of Money* fue publicada en 1911. Fisher no formuló una función explícita de la demanda de dinero, pero sí examinó el comportamiento de la velocidad en el marco de su famosa ecuación del cambio, $MV = PT$. Esta fórmula es una identidad donde se expresa que MV , el gasto total, -- M , la masa media de dinero, multiplicada por V , el número medio de veces que cada unidad de dinero se utiliza para financiar intercambios (velocidad)-- tiene que ser igual a PT , el valor agregado de las transacciones, es decir, T , el número total de transacciones, multiplicado por P , el precio medio por transacción.

Fisher adujo que la velocidad de transacción del dinero estaba determinada por factores tecnológicos e institucionales que cambiaban lentamente, por ejemplo, el estado de desarrollo del sistema bancario, la frecuencia de las entradas y los desembolsos, el plazo del período de pago, el grado de sincronización de las entradas y salidas de efectivo, la rapidez de los transportes y las comunicaciones, etc. Como los cambios en esos factores estaban sujetos únicamente a una

evolución gradual, podía considerarse que, desde el punto de vista práctico, la velocidad en la ecuación de cambio era un factor constante.

Si la velocidad es constante, la demanda de dinero será completamente estable. Y siendo esta última absolutamente estable, cabe esperar que la política monetaria ejerza una influencia poderosa y previsible en los precios y el ingreso nominal. Con la ecuación de cambio, Fisher demostró la posible potencia de la política monetaria en la formulación de una demanda estable. Siendo la velocidad, V , un factor constante y las transacciones T , un factor que también se supone constante y determinado por la utilización a plena capacidad de los recursos productivos de la economía, la ecuación puede expresarse en la siguiente forma, $P = (V/T)M = M$ en donde se indica una relación proporcional constante entre los precios promedios y la masa de dinero. De lo cual se desprende que una variación porcentual dada de la masa de dinero produce la misma variación porcentual en el nivel de los precios.

1.3.1.2. El método de Cambridge de saldos en efectivo.

La teoría de la demanda de dinero comienza a evolucionar hacia el análisis ordinario de la demanda de dinero con los estudios que simultáneamente realizan varios economistas europeos. Entre los analistas más influyentes surgió el grupo vinculado a la Universidad de Cambridge en Inglaterra. En una serie de trabajos que abarcan el período 1917-1930, los economistas de la escuela de Cambridge contribuyeron al análisis monetario con innovaciones que perfeccionaron la formulación sobre la velocidad de las transacciones concebida por Fisher.

La ecuación del cambio formulada por Fisher se reformuló luego de la siguiente manera, $MV_y = P_y = Y$, donde M es la masa de dinero en circulación, Y es el ingreso nacional nominal, " y " es el ingreso real o producto nacional valorado a precios constantes, P es el nivel de precios del producto nacional, y V_y es la velocidad-ingreso de dinero, es decir, la razón entre el ingreso nacional nominal y la masa de dinero, o en su lugar, el ritmo de circulación del dinero en relación

con el producto nacional. Algunos analistas, sobre todo en Estados Unidos, comenzaron a utilizar esta ecuación para estudiar el comportamiento de la velocidad del ingreso. No obstante, en general, la escuela de Cambridge no prestó atención al análisis de la velocidad de circulación del dinero y centró su estudio en la famosa "k de Cambridge", es decir, en el coeficiente deseado, k , de saldos monetarios en relación con el ingreso. Es decir, la escuela de Cambridge trató de descubrir la proporción del ingreso anual que la comunidad desea mantener en forma de dinero, no la rapidez con que el dinero circula para comprar el producto nacional.

En sentido estricto, k es sencillamente la recíproca de la velocidad-ingreso de circulación, es decir, $k = 1/V_y$. Pero el coeficiente k significa tenencias deseadas de saldos monetarios y por ello se aproxima más a la teoría convencional de la demanda que V_y , el ritmo de gasto del dinero. Como la escuela de Cambridge subraya el concepto de tenencias de efectivo, cabe concebir el dinero como un activo que rinde una utilidad, y la demanda de dinero, como la de cualquier otro bien, puede formularse en función de decisiones y gustos individuales.

La escuela de Cambridge reformuló la ecuación del cambio de manera más consistente con el análisis ortodoxo de la demanda y la oferta. Para ello se reemplazó el símbolo de la velocidad-ingreso del dinero por su recíproca, la k de Cambridge, y se incorporó después esta última en la ecuación de Cambridge de saldo en efectivo $M = kPy$. La ecuación de saldo en efectivo se interpretó como la solución de equilibrio de un sistema de tres ecuaciones para la demanda y la oferta, no como la simple identidad expresada en la ecuación del cambio. Concretamente, la formulación de Cambridge entraña 1) una ecuación de demanda de dinero $M_d = kPy$ en la limitación del ingreso, $Py = Y$, aparece como variable independiente explícita; 2) una oferta de dinero, exógena $M_s = M$; y 3) una condición de equilibrio (de mercado) que expresa que la oferta de dinero tiene que ser igual a la demanda de dinero, $M_s = M_d$, de donde resulta la ecuación de saldo en efectivo, $M = kPy$.

Sin embargo, en las formulaciones de Cambridge faltaba un elemento esencial. En las ecuaciones de la demanda de dinero nada se incorporaba que fuera análogo a las variables independientes de

precios relativos que las funciones ordinarias de la demanda tienen en cuenta. Las ecuaciones de Cambridge no incorporaban ninguna variable que representara los costos de oportunidad de las tenencias en efectivo, es decir, el rendimiento de otros activos no monetarios. No obstante, cabe esperar que la demanda de dinero reaccione ante las variaciones de esos costos o rendimientos.

Al parecer, la ausencia de los tipos de interés como determinantes de la demanda de dinero tiene su origen en que la escuela de Cambridge no vislumbró todas las repercusiones de su método analítico.

La circunstancia de que, en el análisis de Cambridge, k fuera constante tuvo las mismas repercusiones de política que tuvo la invariabilidad de la velocidad según Fisher. Ambos aspectos entrañaban la estabilidad de la función de demanda de dinero y, en consecuencia, la poderosa influencia de la política monetaria en los precios y los ingresos nominales.

1.3.1.3. La formulación de Keynes.

El inconveniente principal del análisis de Cambridge del saldo en efectivo fue no incorporar a la función de demanda de dinero las variables de rendimiento o costo. John Maynard Keynes rectificó parcialmente ese olvido con el análisis de la preferencia especulativa o preferencia por la liquidez como uno de los factores de la demanda de dinero, que presentó en su famosa obra The General Theory of Employment, Interest and Money, publicada en 1936.

Keynes dividió la demanda de dinero en dos partes diferentes: 1) demanda para transacciones o saldos activos para satisfacer los motivos de transacción y precaución y 2) demanda de saldos ociosos o de activos para satisfacer un motivo de especulación. Keynes calificó esas demandas M_1 y M_2 respectivamente.

Fue en relación con la demanda por motivo de especulación que Keynes consideró explícitamente el rendimiento de los activos que compiten con el dinero en las carteras del público. Keynes adujo que los individuos toman las decisiones de cartera después de haber comparado

los intereses que no recibirán si mantienen dinero con la ganancia o la pérdida de capital previstas si mantienen bonos. Según Keynes, se formulan esas expectativas mediante la comparación del tipo de interés corriente con algún tipo previsto "normal" o que pueda mantenerse permanentemente. Si el tipo de interés observado es más alto que el tipo de interés normal, el público esperará que baje. Ahora bien, como los precios de los bonos varían en proporción inversa al rendimiento, la expectativa de que bajen los tipos de interés significa un posible incremento de los precios de los bonos y, por consiguiente, ganancias de capital. Cuanto más alto sea el tipo de interés corriente mayor será la magnitud de las ganancias de capital previstas. Porque cuanto mayor sea la diferencia entre el tipo de interés corriente y el que se espera se mantenga, mayor será la probabilidad de que baje el tipo de interés y suba el precio de los bonos y mayor será la magnitud en que cabe esperar que baje. Así, pues, cuanto más alto sea el rendimiento corriente, más costosos son los saldos ociosos en relación las ganancias de capital previstas a que se renuncia y con los intereses que no se obtienen. En consecuencia, menor será la cantidad de dinero demandada para satisfacer el motivo especulación.

En cuanto a los saldos para transacciones en la demanda total de dinero, es decir, la parte que se mantiene para financiar las compras diarias y para contar con una reserva en caso de urgencia, Keynes coincidió con el criterio, ya indicado por Fisher y por la escuela de Cambridge, de que mostraba una relación simple, lineal (proporcional) con el ingreso nominal. De hecho, la formulación de Keynes de la función de demanda para transacciones es idéntica a la de la escuela de Cambridge y cabe expresarla por la ecuación de Cambridge de saldo en efectivo, $M_1 = kY$.

La combinación de ambos componentes de la demanda produce la función keynesiana total de demanda de dinero, $M = M_1 + M_2 = kY + f(r)$, donde la cantidad de dinero demandada varía en proporción directa con el ingreso y en proporción inversa con el tipo de interés.

Keynes y sus discípulos trazaron también nuevos rumbos en el examen del comportamiento de la función de demanda de dinero. En primer

lugar, a diferencia de Fisher y la escuela de Cambridge, los keynesianos sostuvieron que la función de demanda de dinero es muy inestable y se desplaza erráticamente ante el efecto de las expectativas del mercado.

En segundo lugar, los keynesianos consideraron que, en períodos de grave depresión, la función de demanda de dinero pasaría a ser horizontal (infinitamente elástica) al llegar a un determinado tipo de interés mínimo. Indicaron que existía un nivel crítico de tipo de interés positivo tan bajo que si el tipo corriente bajase efectivamente a ese nivel, no cabría prever un descenso mayor y todo el mundo esperaría una subida. Al llegarse a ese punto, el dinero en efectivo pasaría a ser un sustituto perfecto de las tenencias de bonos, y la demanda de dinero sería insaciable, es decir, infinitamente sensible a la más ligera preferencia absoluta por la liquidez. En dichas condiciones, todo aumento de la oferta de dinero quedaría completamente absorbido en saldos de dinero ocioso, sin que se redujeran los tipos de interés. Así, pues, si el banco central intervenía para aumentar la oferta de dinero mediante la compra de bonos en el mercado abierto, la menor cotización al alza de los precios de los bonos llevaría sencillamente a que el público vendiese los bonos en su poder al Banco Central y absorbiese el producto en efectivo y de la venta efectuada. Puesto que, alcanzado el nivel mínimo del tipo de interés, la demanda de dinero efectivo es insaciable y la disposición a vender bonos absoluta, por cuantiosas que fueran las operaciones de mercado abierto no habría forma de sobreponerse a la preferencia absoluta por la liquidez ni de lograr por medio alguno que los tipos de interés alcanzasen un nivel inferior.

Los economistas keynesianos señalaron que tanto la inestabilidad como el carácter infinitamente elástico de la función de demanda de dinero tenían repercusiones desfavorables para la política. La inestabilidad de la función de demanda de dinero significaba que era imposible prever con exactitud los efectos de la política monetaria. Ante una función de demanda de dinero volátil e imprevisible, las autoridades no podrían saber nunca si las variaciones de la demanda ampliarían o anularían las variaciones de la oferta de dinero inducidas por las

medidas de política. Además, aún en el caso de que las autoridades monetarias pudieran pronosticar el comportamiento de la demanda de dinero, la política monetaria seguiría siendo ineficaz en condiciones de preferencia absoluta por la liquidez.

En resumen, los economistas keynesianos argumentaron que, en períodos de grave depresión económica, las variaciones de la masa monetaria quedarían anuladas por variaciones compensatorias de la velocidad o de la k de Cambridge. Si la velocidad variable, o la k , absorbían todo el impacto de las variaciones de la masa monetaria, nada se transmitiría al ingreso nominal. Se rompía el eslabón rígido establecido por los economistas anteriores entre el dinero y la actividad económica. Por lo tanto, los economistas keynesianos llegaron a conclusiones de política distintas de las alcanzadas por Fisher y la escuela de Cambridge.

1.3.1.4. El dinero como activo de capital: La contribución de Friedman.

Siguiendo los pasos de Hicks, Milton Friedman empleó en 1955 los métodos de la teoría convencional sobre la demanda de bienes para construir una función detallada de la demanda de dinero. Como hiciera Hicks, Friedman planteó la demanda de dinero como un problema de equilibrio del balance o de selección de activos. No obstante, a diferencia de los economistas anteriores no trató de explicar la demanda de dinero en función de motivos especiales. En cambio, consideró que el dinero era un bien de capital que, como cualquier otro, rinde un flujo de servicios que lo hacen deseable.

El aporte de Friedman consistió en una demostración paso a paso de cómo puede derivarse la función de demanda de dinero de una unidad familiar, a partir de los fundamentos del análisis ortodoxo de la demanda. La relación entre esas variables y la cantidad de dinero demandada puede expresarse $M_d = f(W, r_b, r_e, r_r, p)$, en donde W representa la riqueza, r_b , r_e , r_r son los tipos reales previstos del rendimiento de bonos, acciones y activos reales, respectivamente, y p es la variación porcentual prevista del nivel de los precios que mide la tasa prevista de depreciación del poder adquisitivo de los saldos

de dinero.

Como Hicks, Friedman especificó que la riqueza era la limitación de presupuesto si bien la definió en forma poco acostumbrada, pues le dio el valor corriente de los ingresos futuros previstos de todas las fuentes, incluida la riqueza del individuo como ser humano, además de los bienes raíces y del capital financiero. A diferencia de Keynes, para el que los bonos eran el único activo que competía con el dinero efectivo, Friedman consideró que todas las clases de riqueza eran posibles sustitutos de las tenencias de dinero efectivo en los balances de los individuos. Así, pues, apartándose notablemente de la formulación keynesiana de preferencia por la liquidez cuya sola variable es el tipo de interés, la lista de variables de rendimiento relativo que Friedman incorpora a la función de demanda de dinero incluye las tasas de rendimiento previstas sobre bonos, acciones y activos reales. Otra característica innovadora fue incluir la tasa prevista de variación del nivel de los precios como medida de la tasa de rendimiento de los saldos de dinero. La lógica de incluir esa variable está en que los tenedores de dinero efectivo considerarán la tasa prevista de depreciación o apreciación del dinero al tomar las decisiones sobre sus saldos monetarios. Antes de Friedman nadie pensó en que la función de demanda incorporase la tasa prevista de inflación entre las variables independientes de la rentabilidad o el rendimiento relativos.

El concepto que Friedman tiene del dinero como sustituto general de todas las manifestaciones de riqueza, más bien que como sustituto específico de una estrecha gama de activos financieros le llevó a rechazar conclusiones keynesianas de que la política monetaria podría ser relativamente ineficaz.

Friedman argumentó que, como el dinero es sustituto no sólo de bonos sino también de bienes reales y servicios, las variaciones de la cantidad de dinero se dejarían sentir en el mercado de bienes de consumo y de producción y, por consiguiente tendrían un fuerte efecto directo en el gasto privado, no ya un débil efecto indirecto por intermedio del tipo de interés. Es decir, cabe suponer que todo excedente en efectivo se gaste directamente tanto en bienes como en

bonos a largo plazo. Además Friedman mantuvo que, como los efectos de sustitución entre el dinero y otros activos se repartirían entre una amplia gama de activos, el efecto particular de sustitución respecto a una determinada clase de activos tendería a ser pequeño. Por consiguiente, contra la opinión de Keynes, Friedman estimó que la cantidad demandada de dinero sería relativamente insensible a las variaciones del tipo de interés. Y si la demanda de dinero era relativamente insensible a las variaciones del tipo de interés no se planteaba el problema de atesoramiento que prevé la trampa de liquidez keynesiana. En resumen, Friedman estima, como hizo Fisher y la escuela de Cambridge, que el eslabón entre el dinero y el ingreso nominal es firme y relativamente estable, y que las variaciones de la masa monetaria tienen un impacto poderoso en la actividad económica.

1.3.1.5. Síntesis moderna de la demanda de dinero.

En la actualidad, el estudio de la demanda de dinero se entiende en términos reales, es decir, en función de una canasta de bienes y servicios o del número de días, semanas o meses del ingreso nacional que dicho acervo permite comprar. Esto se debe a que quienes demandan dinero son las personas y empresas no bancarias, las que se suponen carecen de "ilusión monetaria" y deciden el monto de sus tenencias de dinero con base en los servicios que éste presta, como por ejemplo, proveer liquidez, cerrar la brecha temporal entre el momento en que se perciben los ingresos y se realizan los gastos, constituir un depósito de valor, etc. todos los cuales dicen relación con el valor real del dinero.

Por tanto, los principales determinantes de la demanda real del dinero son el ingreso real y el costo de mantener dinero. Mientras que el primero puede entenderse como un indicador de restricción presupuestaria o vinculado a la función del dinero para realizar transacciones, el segundo refleja el costo de oportunidad relativo a la no mantención de otros activos. Puede entonces definirse la demanda real de dinero como:

$$\underline{M}^d = f(y, \pi^e, i, i^*, t, u)$$

p

donde:

- P = Nivel general de precios
- y = Ingreso real (corriente o permanente)
- π^e = Expectativas de inflación
- i = Tasa de interés nominal
- i^* = Tasa de interés internacional
- t = Expectativa de variación cambiaria
- u = Otros elementos (innovaciones financieras, cambios de las regulaciones financieras, etc.)

Si bien hacia fines de los años sesenta existía un consenso, basado en la evidencia empírica, bastante generalizado sobre la existencia de una demanda de dinero estable, en los últimos quince años, ha habido abundantes pruebas de que dicha función se ha desplazado, en períodos cortos de tiempo, de modo imprevisible en varios países industriales. En América Latina también se han observado importantes cambios en la demanda real de dinero en la última década, ellos obedecen, principalmente, a la generalización de las presiones inflacionarias unida a reformas financieras, al desarrollo del mercado de capitales de muy corto plazo, a cambios institucionales relativos a las regulaciones financieras y a la sustitución de monedas (dolarización).

La estabilidad de la demanda de dinero, en cuanto materia empírica, como función de unas pocas variables independientes susceptibles de medida y de predicción, es esencial para la formulación e implementación de la política monetaria; en efecto, sólo en esa situación adquiere sentido intentar orientar la evolución de la oferta de dinero en función de algún objetivo cuya trayectoria se intente controlar, o al menos influenciar en forma predecible. Por ejemplo, despejando el nivel de precios en la ecuación de equilibrio ($M^d/p = M$) entre la demanda real de dinero (M^d/p) y la oferta (M), es decir, $M^d = M/p$, observamos que la estimación de la cantidad de dinero necesaria para un nivel de precios fijado como meta, es sólo tan exacta como lo sea la estimación de la demanda real del público. Vale decir que las autoridades monetarias pueden prever las consecuencias de una determinada masa monetaria en el nivel de precios en la medida en que puedan predecir la demanda de dinero del público.

Por último, es importante anotar que el instrumental de la política monetaria orientada a modificar la demanda de dinero es más escaso y de más difícil implementación, ello se debe, principalmente, a que ésta la determinan las personas y empresas no bancarias y a que existe una débil base teórica y empírica que sugiera implementar políticas orientadas a modificar eficazmente los argumentos de la ecuación de la demanda real de dinero.

1.3.2. La oferta de dinero

El estudio de la oferta de dinero se refiere al valor nominal de determinados pasivos del sistema monetario, por cuanto la autoridad sólo puede controlar, en el mejor de los casos, dicho valor más no su capacidad de compra. La oferta de dinero puede representarse, alternativamente, por las siguientes dos ecuaciones definicionales:

$$M = B_m$$

$$M = RI + CI$$

donde:

B = Base monetaria

m = Multiplicador bancario

RI = Acervo de reservas internacionales (en moneda nacional) del sistema monetario

CI = Crédito interno del Sistema Monetario, que puede asignarse al sector público (CIg) o privado (CIp).

En términos de flujos, la ecuación $M = RI + CI$ queda como:

$$\Delta M = \Delta RI + \Delta CI_g + \Delta CI_p$$

ΔRI representa aproximadamente, el saldo de la balanza de pagos (BP), y es igual a la suma del saldo en cuenta corriente (CC) y en cuenta de capitales (CK).

ΔCI_g representa aquella parte del déficit del sector público (G - T) que se financia a través de la creación de dinero.

ΔCI_p representa el crédito interno del sistema monetario al sector privado.

Por lo tanto, las variaciones del acervo nominal de dinero pueden representarse por:

$$\begin{aligned}\Delta M &= BP + (G - T) + \Delta CI_p \\ \Delta M &= CC + CK + (G - T) + \Delta CI_p\end{aligned}$$

Las ecuaciones definicionales de la oferta de dinero destacan una situación que debe tenerse presente en cualquier análisis sobre la política monetaria, cual es la estrecha interdependencia que suele existir entre la política monetaria con la del sector externo, la del sector fiscal y la crediticia; nótese además, que los elementos del lado derecho de la última ecuación no son independientes entre sí.

Adicionalmente, tanto los shocks del sector externo como los derivados de las necesidades fiscales y de las empresas públicas, como las presiones ejercidas por distintos grupos y sectores económicos y sociales sobre el sistema monetario, que se traducen en demandas por crédito interno, tanto a través del sector público como del sector privado, llevan a la conclusión de que existe un importante componente endógeno en la oferta de dinero, es decir, que es difícil sostener que la oferta de dinero puede ser considerada exógena, en el sentido de que la autoridad monetaria pueda ejercer un efectivo control sobre aquella.

1.3.3. Instrumentos de política

Como se señaló anteriormente, por política monetaria entendemos el conjunto de medidas que toma el gobierno con el propósito de alcanzar determinadas metas macroeconómicas y que aplica a través de factores financieros tales como la cantidad de dinero y el nivel de los tipos de interés. La política monetaria comparte los objetivos generales de la política de estabilización macroeconómica:

estabilidad de precios, equilibrio en balanza de pagos, crecimiento económico y alto nivel de empleo. Además, la política monetaria tiene algunos objetivos más específicos tales como la estabilidad de los tipos de interés, una distribución equitativa del costo financiero ocasionado por la política monetaria restrictiva, limitar las quiebras bancarias y prevenir las crisis graves en el sistema financiero.

El impacto de la política monetaria en la economía puede contemplarse a través de sus efectos sobre la preferencia del sector privado en poseer activos reales o financieros. Las autoridades monetarias, a través de su intervención en los mercados financieros y mediante las limitaciones que imponen al sistema financiero y, en particular, al bancario, pueden modificar los tipos de interés o las cantidades relativas de activos financieros. Dichas modificaciones pueden provocar una divergencia entre la cartera de activos efectiva del sector privado y la cartera deseada. Los esfuerzos del sector privado por alcanzar el equilibrio de cartera deseado se traducirán en transacciones de activos tanto reales como financieros y esas transacciones afectarán a su vez a las corrientes de ingresos.

A fin de lograr los objetivos de política monetaria (estabilidad de precios, etc.) las autoridades deben actuar a través de variables sobre las cuales tienen control directo, y que llamamos instrumentos⁸ ya que los objetivos no pueden, en general, controlarse directamente. Así pues, la intervención de las autoridades monetarias en los mercados financieros tiene que llevarse a cabo mediante esos instrumentos. Más aún, como cualquier variación de un instrumento no afectará directamente a una variable que constituya un objetivo primordial de la política monetaria, hay dos grupos de variables intermedias entre los instrumentos y los objetivos. Esas variables se denominan metas intermedias y metas próximas. Las variables intermedias sirven de elemento transmisor a través del cual se aplican los instrumentos monetarios en la economía, para lograr los objetivos perseguidos. Podemos distinguir por último otra serie de variables:

⁸ Algunos economistas utilizan el término "herramienta" para referirse a lo que aquí llamamos instrumento.

las que reflejan el efecto de la política monetaria. Dichas variables indicadoras miden la repercusión de la política monetaria en la economía. Una variable indicadora, para ser fiable, tiene que presentar una relación previsible con una variable meta intermedia o próxima y ser controlable en buena medida por las autoridades monetarias. De hecho, es evidente que una variable indicadora puede servir tanto de variable meta próxima como de variable meta intermedia.

Los tipos de interés y la oferta monetaria son metas intermedias alternativas de la política monetaria. Pueden ser asimismo indicadores alternativos de la política monetaria. Los instrumentos de política monetaria pueden utilizarse para controlar los tipos de interés o el crecimiento de la masa de dinero. Por supuesto, en ambos casos debemos decidir antes la definición de oferta monetaria y de tipo de interés que vayamos a utilizar. Como existe una relación básica entre la oferta monetaria y los tipos de interés, no es posible tener metas independientes para cada variable⁹. Por consiguiente la elección de una meta intermedia debe llevarse a cabo sobre la base de la estabilidad de la relación entre la meta intermedia y el objetivo final y del grado en que los instrumentos de la política monetaria sean capaces de conseguir el valor deseado de la variable meta.

Las técnicas de control monetario se pueden dividir en tres grupos principales: la intervención de las autoridades monetarias en los mercados financieros para influir, de modo general, en el grado de disponibilidad y en la tasa de rentabilidad de los activos, los controles que limitan las carteras o las operaciones de un grupo de instituciones en especial (generalmente los bancos) y técnicas de control que no entran estrictamente en ninguna de las dos categorías mencionadas.

⁹ Al utilizar topes legales, ya sea para los tipos de interés o para los préstamos bancarios, puede quedar desfigurada la relación básica. En esas circunstancias, el mercado intentará palear estas imperfecciones, restableciendo la relación básica a largo plazo.

Los principales instrumentos de política se pueden clasificar de la siguiente manera:

- Operaciones de mercado abierto
- Política de redescuento
- Encaje Legal
- Controles directos
- Política de tasas de interés
- Depósitos previos a la importación
- Persuasión moral

1.3.3.1. Operaciones de mercado abierto

Las operaciones de mercado abierto sólo son posibles cuando el sistema financiero está bien desarrollado. Si se dan estas condiciones, el Banco Central o la autoridad monetaria puede intervenir directamente en los mercados financieros mediante la compraventa de valores. Dado que el activo del banco central de los países con deuda interna considerable consiste, en gran medida, en valores del Estado, existen los medios necesarios para llevar a cabo operaciones de compraventa en el mercado abierto. Mediante dichas operaciones, el banco central puede modificar los tipos de interés y la oferta monetaria. Una compra de valores traerá como resultado una variación de la composición de las carteras tanto de las instituciones financieras no bancarias como del sistema bancario, utilizando las primeras dinero en lugar de valores, e incrementando el sistema bancario su pasivo por depósitos y su activo líquido. El mayor volumen de efectivo disponible en el sistema bancario le permite a los bancos ampliar su concesión de crédito, lo que puede ocasionar un nuevo aumento de la masa de dinero. Según el volumen de operaciones de compraventa de valores que efectúe el banco central en relación con el mercado, dichas transacciones pueden tener una repercusión considerable sobre los tipos de interés. Si el banco central compra valores, aumentará la demanda de esos activos, con lo cual tenderá a subir el precio y a disminuir la rentabilidad. Además, el efectivo adicional disponible en el sistema bancario elevará la oferta de fondos disponibles para préstamo de los bancos, lo que ejercerá más presión a la baja sobre los tipos de interés. Si el banco central

vende valores se producirá el efecto contrario.

En principio la flexibilidad que caracteriza a las operaciones de mercado abierto representa una gran ventaja de este instrumento. Dichas operaciones pueden llevarse a cabo a pequeña o a gran escala y a intervalos frecuentes, de manera que las reservas del sistema bancario pueden ajustarse prácticamente casi en todo momento. Por último, se trata de operaciones que se realizan a iniciativa del banco central, de forma que éste pueda determinar el volumen preciso de las transacciones, tal es el caso de los bonos de estabilización monetaria.

1.3.3.2. Política de Redescuento

El mecanismo del redescuento es un instrumento de control monetario cuyo objetivo es controlar el nivel de crédito del banco central concedido al sistema bancario.

La forma en que el banco central puede utilizar el mecanismo de descuento como instrumento de política monetaria depende de si el acceso al crédito del banco central es automático o discrecional. En las primeras etapas del desarrollo financiero de un país, dicho acceso constituye uno de los principales medios por los cuales la banca comercial puede ampliar la concesión de préstamos. En esas circunstancias, la banca comercial otorga créditos sujetos a redescuento en el banco central a un tipo de interés inferior al que los bancos cobran a sus clientes. De hecho, el banco central remunera a los bancos comerciales por el servicio de conceder préstamos. Mientras a la banca comercial le resulte rentable la operación del redescuento con el banco central, este mecanismo será automático. En ese caso, el crédito queda regulado por el banco central limitando éste la cantidad máxima de crédito disponible a determinados prestatarios y/o para determinadas clases de préstamos, sin necesidad de modificar el tipo de interés.

En los países que cuenta con un sistema financiero más desarrollado y en especial con un gran mercado de valores del Estado, la banca comercial tendrá menor necesidad de préstamos del banco central,

puesto que el aumento de depósitos le proporciona fondos prestables y, además, una evolución adversa de los factores del mercado puede contrarrestarse con operaciones de mercado abierto. Sin embargo, cuando hay escasez de liquidez, el banco central, a través del mecanismo de redescuento, puede actuar de prestamista de último término, en lugar de fuente normal de crédito para el sistema bancario.

Así, en algunos de los países industriales, la participación directa del banco central en la ampliación del crédito interno no será muy necesaria, ya que gran parte de las transacciones de crédito se encausarán a través del mercado monetario al tipo de interés determinado en dicho mercado.

En principio, el tipo de interés de los valores que se pueden redescantar en el banco central no pueden superar en mucho al tipo de redescuento, pues de otro modo a ciertas instituciones (principalmente bancos) les resultaría rentable obtener en préstamo cantidades ilimitadas del banco central. Si no se limitara dicha concesión de préstamos, una elevación del tipo de interés de los títulos-valores por encima del nivel del tipo de descuento redundaría en una mayor demanda de valores, lo cual haría descender su rentabilidad. Por otro lado, el tipo de interés de los valores no descenderá muy por debajo del tipo de descuento debido a la renuencia de los prestatarios calificados a pagar al banco central en caso de falta de liquidez un tipo de interés de castigo. Por último, debido a que los activos del mercado monetario son hasta cierto punto sustitutos de otros activos financieros, la influencia del tipo de redescuento se hace notar en todo el sistema financiero.

Está claro que el tipo de redescuento influye de modo generalizado en el de los activos financieros cuando el banco central presta con frecuencia a ese tipo de interés. Pero cuando el banco central funciona principalmente como prestamista de última instancia, el efecto del tipo de redescuento es más ambiguo.

El aliciente de obtener préstamos puede variar, y de hecho varía, aún cuando el tipo de redescuento permanezca invariable. Si, por ejemplo,

el tipo de interés del mercado monetario y el de descuento se sitúan a un nivel del 30 por ciento y, acto seguido, sube el del mercado monetario, situándose en 35 por ciento mientras que el de redescuento permanece al mismo nivel, los prestatarios calificados tendrán mayor incentivo para acudir al banco central. Por lo tanto, una política de redescuento que anteriormente haya sido restrictiva puede convertirse en expansiva si suben otros tipos de interés y un alza del tipo de redescuento puede interpretarse como una medida restrictiva, aún cuando sea solamente una reacción al ascenso de la tasa de interés de mercado. En algunos casos, el banco central se sirve del efecto psicológico de las modificaciones en la tasa de redescuento a fin de controlar el crédito. Las variaciones de la tasa de redescuento pueden ser consideradas por los mercados financieros como un indicio de que el banco central desea llevar a cabo una variación general del tipo de interés. Como resultado, se han establecido relaciones más o menos fijas, a veces de forma convencional, entre el tipo de descuento y el que cobran los bancos comerciales. Dichas relaciones se basan en el hecho de que el banco central posee el suficiente poder para imponer la tasa de redescuento si la banca comercial no lo acepta voluntariamente.

1.3.3.3. Encaje Legal

Una de las principales preocupaciones del gobierno siempre ha sido que el sistema bancario disponga de suficiente liquidez. En muchos países, se han instituido medidas cuyo fin es proteger a los depositantes ante la posibilidad de un descenso imprevisto de la liquidez de los bancos en relación con su pasivo a corto plazo motivado quizás por una política crediticia imprudente por parte de los bancos. Dichas medidas normalmente consisten en limitaciones directas a la cartera de activos de los bancos a través del encaje legal. El encaje es un instrumento eficaz de política monetaria cuando el banco central tiene la autoridad de variar el porcentaje mínimo y, en este sentido, de alterar la liquidez de los bancos, influyendo así en su política crediticia.

Si el banco central decidiera elevar el coeficiente de reserva obligatoria, el sistema bancario necesitaría una mayor cantidad de

reservas para el mismo nivel de depósitos, Si con anterioridad al nuevo coeficiente no se disponía de reservas excedentes suficientes para cumplir el encaje, será preciso vender activos líquidos en el mercado, o los bancos tendrán que intentar obtener préstamos del banco central. La venta de activos en el mercado reducirá el precio de los activos, elevará el tipo de interés y reducirá los depósitos bancarios totales. Los intentos de los bancos de satisfacer el nuevo encaje, más alto, tenderá a hacer subir el tipo de interés.

La modificación del encaje puede ser menos flexible que las operaciones de mercado abierto. Incluso una variación porcentual mínima de la reserva obligatoria redundará en una adaptación de las políticas crediticias de los bancos. Estos pueden tener dificultad, a nivel individual, en ajustar sus activos. Por lo tanto, no es probable que el banco central varíe la reserva obligatoria si tiene previsto volverla a modificar en breve y en el sentido contrario. De ello se desprende que la modificación del encaje como instrumento de política monetaria, no debe aplicarse a la ligera, ya que es inevitable que incluso una variación mínima pueda resultar perturbadora para algunos bancos, por no decir para todos el sistema financiero.

Sobre todo en países con mercados monetarios menos desarrollados, las variaciones del encaje legal tendrán probablemente efectos diferenciales sobre los diversos bancos, ya que lo más probable es que tenga distinto nivel de liquidez. A fin de igualar el efecto de las modificaciones del encaje, será tal vez necesario, por lo tanto, formular normas diferentes para las distintas instituciones bancarias.

1.3.3.4. Controles directos

Los controles directos engloban límites cuantitativos y cualitativos a la libertad de que disponen las instituciones financieras de llevar a cabo determinadas actividades. Entre los controles directos más corrientes podemos citar los topes al conjunto de préstamos bancarios, las limitaciones selectivas a determinados tipos de préstamos bancarios y la política de tasas de interés. Se utilizan con frecuencia porque es creencia general que

los instrumentos de intervención en el mercado no serán suficientes para lograr los resultados deseados. Por ejemplo, si un banco central deseara limitar rápidamente el crecimiento de los préstamos bancarios, un método que permite lograr dicho resultado es hacer que suba el tipo de interés. Una manera de conseguirlo es elevar el encaje. Sin embargo, si los prestatarios no reaccionan inmediatamente a una pequeña elevación del tipo de interés, quizás sea necesaria un alza más considerable para lograr el resultado perseguido. Las variaciones del tipo de interés pueden crear un conflicto entre los objetivos de equilibrio interno y externo. Además, un fuerte incremento del tipo de interés causará un descenso consiguiente en el precio de los títulos valores, lo cual a su vez redundará en pérdida de capital para sus tenedores.

- Topes Globales

Para frenar directamente el crecimiento de la liquidez interna se puede imponer un tope global a los préstamos bancarios. Esta clase de tope puede ser particularmente útil en el contexto de un programa de estabilización de un país, pero también tiene sus desventajas. En algunos casos, los topes se aplican a los préstamos concedidos al sector privado, lo que implica una discriminación de este sector, favoreciendo al sector público. Una combinación de topes globales al crédito y topes al tipo de interés, puede producir una mala distribución de los recursos financieros, ya que los bancos se verían obligados a asignar el crédito dentro de dichos topes basándose en factores ajenos al mercado. Además, en la medida en que los bancos cuenten con fondos disponibles para préstamo que estén inmovilizados a causa de los topes de cartera, se reducirá la competencia entre ellos y entre los bancos y otras instituciones financieras. Como los ingresos de los bancos están limitados por las restricciones sobre su volumen potencial de préstamos, pueden encontrar dificultades en atraer depositantes.

- Controles selectivos de crédito

Los controles selectivos del crédito consisten a menudo en topes a los préstamos destinados a fines específicos. A veces consisten

también en márgenes obligatorios, exigiendo a los prestatarios que financien ellos mismos una parte del crédito que necesitan, según sea del propósito del crédito. El objetivo principal de los topes a los préstamos es el de influir en la dirección del crédito para encausar los recursos económicos hacia los fines deseados. Los controles selectivos a la distribución del crédito pueden incluir la prescripción de montos y vencimientos máximos para préstamos destinados a usos específicos, cantidades o porcentajes obligatorios de crédito que deben otorgar los bancos a determinadas categorías de prestatarios, y prohibición absoluta de ciertas clases de préstamos. Los controles selectivos se han instituido comúnmente en países donde los bancos tienden a financiar sobre todo el comercio exterior o el comercio, incluyendo este último sector quizás un considerable elemento especulativo a expensas de la agricultura o la pequeña industria.

Los problemas de índole administrativa que plantea una política de controles selectivos del crédito son considerables. Por otro lado, si bien es verdad que dichos controles pueden ser eficaces cuando se instituyen por primera vez, a la larga los prestatarios inmediatos pueden trasladar sus propios fondos de las actividades de alta prioridad para las que es posible obtener crédito, a actividades menos prioritarias para las cuales ya no hay crédito disponible. Otra posibilidad para los prestatarios de alta prioridad es convertirse ellos mismos en intermediarios, pasando a otros prestatarios el crédito por ellos obtenido. Los controles selectivos impuestos a los bancos dejan necesariamente a algunos prestatarios de baja prioridad insatisfechos y eso crea, por consiguiente, incentivos para la aparición de intermediarios financieros no bancarios, que pueden a su vez proporcionar crédito a tipos de interés más elevados.

1.3.3.5. Política de Tasas de Interés

Los límites al tipo de interés de los depósitos y préstamos de la banca comercial y de los valores del Estado son un elemento común de los sistemas monetarios de muchos países. El límite al tipo de interés de los depósitos sirve para proteger a quienes compiten con los bancos por fondos en el mercado o

para regular el margen bancario entre el tipo de interés de los depósitos y el de los préstamos. Asimismo, pueden utilizarse para limitar la competencia entre los bancos para obtener depósitos, reduciendo así el aliciente para conceder préstamos con fines especulativos. Los topes al tipo de interés de los préstamos se utilizan normalmente como medio de regular el costo del crédito y, especialmente, el costo de la obtención de préstamos según la categoría específica del prestatario, por ejemplo, las empresas públicas. Algunas de las mismas desventajas de los topes al crédito se aplican también a los topes al tipo de interés: distorsionan la competencia dentro del sector bancario y entre los bancos y otras instituciones financieras. Además, una estructura del tipo de interés obligatoria, inferior a la que normalmente imperaría sin la intervención, perjudica la intermediación financiera de los bancos y de cualquier otra institución al desalentar al sector privado captar ahorro. Esto fomenta la aparición de intermediarios financieros a quienes no afecta la normativa, que ofrecen sustitutos a los tenedores de depósitos y otros activos financieros con costos más altos para la economía. Más aún, la reglamentación del tipo de interés redistribuye arbitrariamente el ingreso entre los prestatarios de los bancos y los depositantes, ya que un tipo de interés más bajo beneficia a los prestatarios y uno más alto a los depositantes.

Un inconveniente importante de los controles directos de cualquier índole es que pueden redundar en una mala asignación de los recursos si permanecen vigentes durante cierto tiempo. Además, los topes al crédito bancario tienden a inducir a los prestatarios a pasar por alto el sistema bancario y solicitar préstamos directamente a prestamistas no financieros y a instituciones financieras no bancarias. Esa "desintermediación" es contraria al propósito original del control. Los controles selectivos, probablemente reducirán la eficacia del sistema bancario y además los indicadores tradicionales de la actividad económica, tales como el crédito bancario y la oferta monetaria, ya no serán tan fiables. Por otra parte, los controles directos entrañan normalmente altos costos administrativos.

1.3.3.6. Depósitos previos a la importación

Los depósitos previos a la importación consisten en la obligación que tienen los importadores de mantener en depósito en el banco central, durante un período de tiempo especificado, un porcentaje de los fondos necesarios para el pago de la importación. Como los importadores no están dispuestos normalmente a inmovilizar sus propios fondos, deben recurrir al crédito bancario. Esta medida tiende pues a reducir la disponibilidad de crédito para el resto de la economía, además de elevar el costo de las importaciones. Al elevarse los depósitos a la importación, este control ejerce un efecto de contracción sobre la oferta monetaria, pero con la liquidación de los mismos se provoca una expansión monetaria.

1.3.3.7. Persuasión moral

Aparte de los controles selectivos cuantitativos examinados, un instrumento importante, aunque intangible, de la política monetaria es la persuasión moral. La ventaja que ofrece este control cualitativo es que es muy flexible y que no necesita aprobación legal. La persuasión moral puede definirse como la presión que ejerce el Banco Central para inducir a las instituciones financieras a llevar a cabo sus operaciones de acuerdo con los planteamientos generales del Banco Central. El Banco Central, al ejercer la persuasión moral, está de hecho intentando utilizar su autoridad y prestigio para convencer a los bancos y a otras instituciones financieras de que limiten sus préstamos o que los asignen de un modo que sería contrario a la obtención máxima de beneficios a corto plazo. La persuasión moral puede consistir en una petición de restricción voluntaria sobre los préstamos globales o en una sugerencia de prioridad en la concesión de crédito a distintos sectores de la economía.

La persuasión moral se emplea normalmente cuando se cree que el mecanismo de mercado no actuará plenamente de acuerdo con el interés público. En estas circunstancias, la asignación de recursos al mejor postor no redundará necesariamente en la distribución deseada del crédito. Si el Banco Central es capaz de mejorar la asignación de los recursos financieros, el bienestar económico del país puede beneficiarse de dicha persuasión moral.

CAPITULO II

2. CONSIDERACIONES TEORICAS SOBRE LAS TASAS DE INTERES

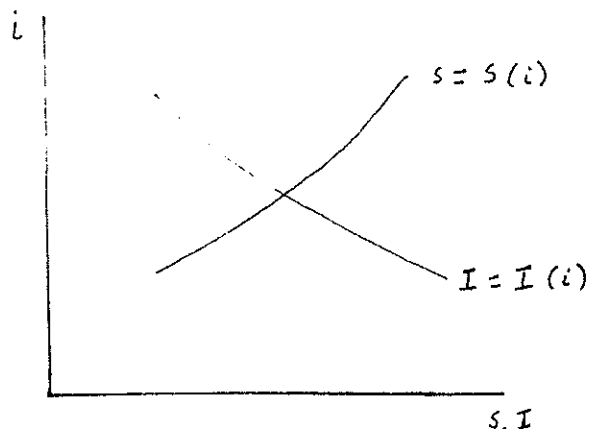
2.1 TEORIAS SOBRE LAS TASAS DE INTERES

2.1.1. Teoría Clásica

La Teoría Clásica trató de explicar la tasa de interés como determinada por dos funciones: la oferta de ahorros y la demanda de inversión.

El ahorro, para los clásicos, es cuestión de una decisión individual que tiene que ver entre consumir hoy o consumir mañana, y la gente prefiere consumir hoy que consumir mañana, excepto si recibe un premio por aplazar el consumo de hoy: este premio es la tasa de interés (i). A mayor tasa de interés mayor ahorro y viceversa.

En cuanto a la inversión los argumentos clásicos son los siguientes: a) La función de producción en una economía supone cierta relación técnica entre el factor trabajo y el factor capital; esa relación define la cantidad que ha de demandarse de capital. La demanda de capital expresa lo que los empresarios comprarán en insumos (máquinas, edificios, equipos) a cada precio de tales insumos. b) De la demanda de capital se origina la curva de demanda de inversión la cual depende de la tasa de inversión que ha de pagarse para financiarla: A mayor tasa de interés menor inversión y viceversa. En el equilibrio, la tasa de interés que rige en el mercado de ahorro coincide con la tasa de interés que están pagando los demandantes de capital para efectuar las inversiones.

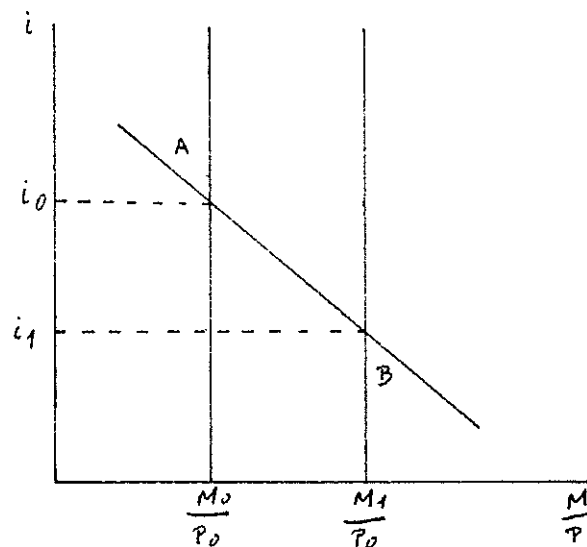


Si se perturbara el equilibrio entre el ahorro y la inversión por un desplazamiento en cualquiera de las funciones, un nuevo equilibrio sería establecido mediante un cambio en la tasa de interés, sin necesidad de experimentar cambio de ninguna otra variable.

2.1.2. Teoría Keynesiana

John M. Keynes rechaza que sea la tasa de interés la que equilibre las decisiones de ahorro e inversión. En particular rechaza la ecuación $S = S(i)$. Considera Keynes que el ahorro depende ante todo el nivel del ingreso. Es decir, el ahorro, es igual al ingreso menos la parte de éste que se consume; dada cierta función de consumo $C = c(Y)$, el ahorro es una función del nivel del ingreso: $S = Y - c(Y)$. Para Keynes, la igualdad entre el ahorro y la inversión se establece a través de cambios en el nivel del ingreso nacional, mientras la tasa de interés queda determinada por la oferta de dinero y la función demanda de dinero.

La oferta monetaria (M_s), es una variable exógena al modelo keynesiano que depende de la autoridad monetaria. La demanda de dinero (M_d), por su parte, depende de tres motivos: motivo transacción, motivo precaución y motivo especulación. De este modo podemos expresar que: $i = i(M_s, M_d)$



Ante una expansión monetaria, el mecanismo de ajuste vinculado a posiciones keynesianas, consiste en privilegiar el impacto del exceso

de oferta dinero $\frac{M1 - M_0}{P_0}$ en el mercado financiero. Así la variable

que más respondería al exceso de oferta de dinero sería la tasa de interés, que caería al nivel i_1 (la caída al nivel i_1 , permitiría debido al menor costo de mantener dinero, aumentar la demanda de éste hasta igualarse con la nueva oferta $M1/P_0$). El equilibrio en el mercado monetario, pasaría del punto A al punto B; el efecto final de la política monetaria expansiva incluirá un componente de caída en la tasa de interés y otro de incremento en el ingreso nominal, a través del efecto multiplicador del gasto, según la posición keynesiana.

2.1.3. Síntesis Moderna

Las formas en que se plantea la cuestión de las tasas de interés, en la época contemporánea, para los países de menor desarrollo en particular, son las siguientes. Una primera opinión es que las tasas de interés reflejan el precio del capital y como el capital es muy escaso en los países de menor desarrollo, las tasas de interés en dichos países siempre deberían ser más elevadas que en los países desarrollados. Otra opinión, considera que las tasas de interés son el costo de la inversión y en vista de que la inversión es el "desiderátun" en los países en desarrollo, tiene que ser fomentada reduciendo los tipos de interés. Entre estas dos opiniones se encuentra una tercera, según la cual el tipo de interés real debería ser positivo, sin incorporar calificativos como "elevado" o "bajo".

El plantear el problema de la determinación de las tasas de interés en términos de la selección de activo y de su correspondiente rentabilidad ayuda a entender las características institucionales en los países de menor desarrollo, de manera mucho más auténtica que cualquier otro enfoque. Por consiguiente, es necesario revisar un poco más los razonamientos en el que se basa el tercer enfoque, sostenido por Ronald McKinnon y otros economistas.

El principio de la rentabilidad real positiva tiene su fundamento analítico en la teoría de la cartera de activos. Los agentes económicos que tienen una determinada renta y patrimonio a su disposición, los mantienen en activos tan variados como son los bienes

de consumo, bienes de producción, efectivo, depósitos bancarios, etc.. En un extremo de esa gama, se encuentra el consumo, cuya rentabilidad (utilidad) debe igualar marginalmente todas las formas de postergación del consumo, el punto en el que se produce esta igualdad queda determinado en parte por una preferencia cronológica.

Una forma de postergar el consumo es aumentar las tenencias en efectivo, cuya tasa de rendimiento es el costo de la transacción más toda variación del poder adquisitivo del dinero.

Dados estos activos, y dada la tasa de rendimiento de cada uno de ellos, el tenedor de activos aumentará al máximo la rentabilidad de su patrimonio cuando las tasas marginales de sustitución (con ajuste por riesgos, etc.) entre todos los activos sean iguales. Si el igualamiento de las tasas de rendimiento de los activos es una condición del equilibrio, el siguiente paso es determinar cuál de las diversas tasas de rendimiento debe tomarse como tasa "indicadora" para las demás.

Es evidente que la tasa clave desde este punto de vista es la tasa de rendimiento de los bienes de inversión, es decir, la tasa de rendimiento del capital, ya que todos los otros activos son títulos sobre dicho capital u originados en última instancia por el deseo de financiar el mismo. Sin embargo, la tasa de rendimiento del capital es difícil de identificar en los países de menor desarrollo, debido al mercado fragmentado de capital, en donde las tasas de rendimiento el capital son muchas y dispares. En las condiciones de los países de menor desarrollo, la tasa crítica de rendimiento es la dada por la tasa de rendimiento del capital en el sector adelantado desde el punto de vista tecnológico, y las otras tasas de rendimiento, ya sean de los activos financieros o reales deben subordinarse a la primera.

Otra proposición central de McKinnon y Shaw, proponentes del enfoque de la represión financiera, es la de liberar las tasas de interés nominal, generalmente fijadas, que paga el sistema financiero sobre los depósitos que capta. Esto tendría, según sus proponentes, el efecto de incrementar el nivel de ahorro "productivo".

Es decir dada una tasa de inflación interna y suponiendo un ahorro fiscal y externo de cero, el efecto de un aumento de la tasa de interés nominal interna sobre la tasa de crecimiento del stock de capital es crucialmente dependiente de la elasticidad - interés de la "oferta" de ahorro.

En esta misma línea de razonamiento, los proponentes del enfoque de la represión financiera señalan que la desregulación de la tasa de interés nominal debe ir acompañada de una reducción de la inflación de modo de garantizar que la tasa real de interés aumente.

2.2. MODELOS TEORICOS DE DETERMINACION DE LAS TASAS DE INTERES EN ECONOMIAS EN DESARROLLO

En esta sección se presentan brevemente tres modelos básicos para el análisis del comportamiento de las tasas de interés en las economías en desarrollo.

2.2.1 Las tasas de interés en una economía cerrada

Este modelo se basa en el supuesto de que el país en cuestión está completamente cerrado al resto del mundo. En estas circunstancias, se da por sentado que la tasa de interés nominal depende del tipo de interés real y de la inflación prevista. Siguiendo el planteamiento standar de Fisher, el tipo de interés nominal se puede definir como igual a:

$$i_t = rr_t + \pi_t^e \quad (1)$$

donde:

i = tasa de interés nominal
 rr = tasa de interés real y
 π^e = tasa prevista de inflación

La tasa de interés real a su vez puede definirse como:

$$rr_t = p - EM_s + Wt$$

donde:

p = es una constante y representa la tasa de interés real de equilibrio a largo plazo.

EM_s = el exceso de oferta de dinero.

λ = parámetro ($\lambda > 0$)

Wt = término de error aleatorio

La solución para la tasa de interés nominal en una economía cerrada, entonces es:

$$i_t = p - \lambda EM_{st} + \pi_t^e + \omega t$$

2.2.2. Las tasas de interés en una economía abierta

Si la economía está plenamente abierta al resto del mundo y no existen impedimentos a las corrientes de capital, las tasas de interés internas y externas estarán estrechamente vinculadas.

En una situación, en que no haya costos de transacción y en que los agentes se consideren neutrales frente al riesgo, se cumplirá la siguiente relación de arbitraje de intereses.

$$i_t = i_t^* + \dot{e}_t \quad (1')$$

donde:

i_t = Tasa de interés nominal (local)

i_t^* = Tasa de interés mundial para un activo financiero de las mismas características que el instrumento interno.

\dot{e}_t = Tasa de variación prevista del tipo de cambio.

Sin embargo, si suponemos que los agentes rehuyen al riesgo, \dot{e}_t debería reemplazarse por una comisión de cobertura de riesgo cambiario que variará en el tiempo, en la ecuación para economía abierta.

En general, el análisis del comportamiento de la tasa de interés en las economías abiertas se ha limitado a investigar hasta qué punto se cumple la ecuación (1') o alguna de sus variantes.

2.2.3. Las tasas de interés en una economía en desarrollo, con combinación de factores de economía cerrada y abierta.

Si en la economía que se examina existen controles a los movimientos de capital, como ocurre en la mayoría de los países en desarrollo, es posible prever que, por lo menos a corto plazo, tanto los factores de economía cerrada como los de economía abierta afectarán al comportamiento de las tasas de interés internas. Una forma simple de construir un modelo para este tipo de economías es combinando los extremos de una economía cerrada y las de una economía abierta.

Concretamente, se puede suponer que la ecuación para la tasa de interés nominal puede describirse como una media ponderada o combinación lineal de las expresiones de economía abierta y cerrada examinadas anteriormente.

Utilizando α y $(1 - \alpha)$ para indicar los coeficientes de ponderación, y combinando las ecuaciones para economía cerrada y economía abierta (1) y (1'), podemos formular el siguiente modelo:

$$i_t = \alpha (i_t^* + \dot{e}_t) + (1 - \alpha) (rr_t + \pi_t^e) \quad (1'')$$

donde:

α = Parámetro se puede interpretar como un índice que mide el grado de apertura financiera del país.

Si $\alpha = 1$, la economía es totalmente abierta y la ecuación que combina factores de economía cerrada y abierta (1'') depende de la condición de arbitraje de intereses (1'). Si en cambio, $\alpha = 0$ no existiría movilidad de capitales y la ecuación combinada (1'') pasa a ser igual a la ecuación de una economía cerrada (1). En el caso intermedio de una economía semiabierta, el parámetro α oscilará

entre cero y la unidad; de tal manera que calculando es posible determinar el grado de apertura del sector financiero de un país determinado y la influencia en la determinación de las tasas de interés domésticas.

2.3. LAS TASAS DE INTERES Y SUS EFECTOS EN LAS VARIABLES ECONOMICAS

Uno de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en donde los cambios sostenidos en las variables financieras afectan aquellos que pertenecen al sector real de la economía, es la tasa de interés.

Así, dada una función estable de la demanda de dinero, la variación en el volumen de dinero altera el tipo de interés de tal forma que la oferta y demanda en dinero se equiparan. La modificación del tipo de interés influye en los gastos de inversión los cuales afectan a su vez directa o indirectamente, por medio del multiplicador, al ingreso de equilibrio. Un supuesto esencial al hablar de este mecanismo de transmisión es la relación entre la demanda de dinero y el tipo de interés.

Las pruebas en favor de la importancia de la tasa de interés y sus efectos en las variables reales son múltiples en el caso de los países desarrollados pero escasas en los países en desarrollo, por cuanto en los países en desarrollo el sector financiero tiene características comunes que impiden que las tasas de interés se constituyan en un verdadero mecanismo de transmisión entre las decisiones monetarias y su efecto en las variables reales de la Economía. Estas características propias de los países de menor desarrollo se pueden resumir en los siguientes:

2.3.1. En estos países existe de ordinario un mercado organizado de dinero, relativamente pequeño, que consiste en bancos centrales, bancos comerciales e intermediarios financieros no bancarios, como compañías de seguros, cooperativas, asociaciones de crédito, etc. Gran parte de la masa de dinero se mantiene en forma de moneda y esto limita el poder del sistema bancario en cuanto a la expansión o contracción del crédito.

El mercado monetario no organizado, que consiste principalmente en prestamistas individuales, como comerciantes, terratenientes, etc., satisface de ordinario la mayor parte de las necesidades de crédito del sector agrícola, que suele ser el sector predominante de la economía. El mercado no organizado no está sujeto al control directo de las autoridades monetarias. Ahora bien, existen ciertos vínculos entre el mercado organizado y el no organizado, establecidos por los intermediarios que actúan en ambos, lo cual permite a las autoridades monetarias ejercer cierta influencia indirecta en el mercado no organizado.

2.3.2. En estos países, los mercados de capital son, además, reducidos. Por lo común existe un mercado para los títulos del Estado, como letras del Tesoro a corto plazo o bonos públicos a largo plazo, pero gran parte de estos títulos los retienen los bancos centrales, bancos comerciales y compañías de seguros, y los precios de estos valores suelen estar respaldados por los bancos centrales. Pueden existir mercados para valores privados, pero el número de compradores y vendedores es reducido, las transacciones no son frecuentes y casi no existen agentes. Por falta de mercados bursátiles grandes y activos, las operaciones de mercado abierto no son un instrumento eficaz de política monetaria.

2.3.3. Los tipos de interés en los mercados de dinero organizados no sólo están sujetos a límites máximos, sino que además se mantienen habitualmente por debajo de los tipos de equilibrio, mediante la implantación de controles del crédito y la provisión por parte del gobierno de financiamiento en condiciones muy favorables. Así, en estos países los tipos de interés no los determina el mercado, ni reflejan la escasez de crédito y capital. En el mercado de dinero organizado la demanda de crédito a los tipos de interés vigentes suele quedar continuamente insatisfecha, sobre todo en el sector agrícola y de las pequeñas empresas. Por lo tanto, en la mayoría de los casos, la actividad económica queda más limitada por la disponibilidad de crédito, y, en menor grado, por el costo del mismo. En este mercado de dinero organizado los tipos de interés son relativamente insensibles en la mayoría de los casos, a las variaciones de las tasas de descuento del banco central, por las razones siguientes:

2.3.3.1. La cuantía del redescuento es relativamente reducida principalmente por la escasez de activos redescontables, como letras, aceptaciones bancarias, pagarés y otros instrumentos de crédito en las carteras de los bancos.

2.3.3.2. En estos países, predomina el sector agrícola y las economías están sujetas a grandes fluctuaciones estacionales. Los bancos tienden a mantener reservas de caja lo bastante grandes para no reducir su liquidez y suministrar lo necesario en caso de emergencia.

2.3.3.3. En los países en que el ritmo de actividad económica está sujeto a la influencia significativa del intercambio comercial externo, sobre todo por los precios de exportación, los factores que pueden favorecer el aumento de la demanda de dinero también aumentan los activos externos de los bancos.

2.3.3.4. Como es probable que el recurso de los bancos a los redescuentos del banco central no sea frecuente, por los motivos mencionados, hay falta de contacto entre el banco central y el mercado de dinero. Por consiguiente, puede ser que el tipo de redescuento no refleje el estado actual de la demanda de dinero.

2.3.4. Por falta de variedad de activos financieros, la selección de activos de los propietarios de riqueza suele limitarse a retener dinero o activos reales, como tierras, casas, bienes duraderos de consumo, productos primarios de la agricultura, etc. Por lo tanto, en estos países, la demanda de dinero responde a la tasa prevista de inflación, sobre todo en los países que experimentan una alta inflación.

2.3.5. En la mayoría de los países en desarrollo se confía en mayor grado en los países desarrollados, en los controles directos del crédito del banco central a los bancos comerciales o los controles selectivos de crédito a cada actividad.

Las características peculiares de los países en desarrollo no excluye la formulación de la política monetaria, ni la existencia de los

mecanismos de transmisión monetarios.

Entre los diversos mecanismos monetarios, la limitación del crédito es probablemente el medio más poderoso en los países en desarrollo, debido a que los tipos de interés causan relativamente poco efecto, a que sólo se puede disponer de una cantidad limitada de crédito de los bancos comerciales y a que es insaciable la demanda de crédito a los tipos de interés vigentes. Por ejemplo, en estos países, la modificación de los tipos de descuento del banco central no crea necesariamente la correspondiente modificación de tasas en las instituciones financieras. Por sí misma, no podrá alterar el grado de disponibilidad de crédito, a menos que el banco central acceda, al propio tiempo, a variar la cantidad de préstamos. Igualmente, en el período posterior a las operaciones de contracción en el mercado abierto, o al aumento del encaje legal o medidas más restrictivas de control del crédito, los bancos comerciales pueden reaccionar ante la restricción del crédito racionando la oferta de crédito aún más estrictamente, de no ser factible la elevación de los tipos de interés.

En la medida en que todo aumento de los saldos de la masa monetaria se considera como incremento de la riqueza cuando no viene acompañado simultáneamente del alza proporcional de los precios. Las decisiones de política monetaria afectarán a la demanda global, al consumo y la inversión.

Con frecuencia, se ha aducido que el ingreso real en los países en desarrollo lo determina más la oferta que la demanda, por las razones siguientes: la agricultura es el sector predominante de la economía; es difícil transferir el excedente de mano de obra del sector agrícola al industrial, y hay escasez de capital. En este caso, las medidas de política monetaria es probable que causen mayor alteración en los precios de los productos reales que en la oferta de éstos, al menos a corto plazo.

CAPITULO III

3. POLITICA DE TASAS DE INTERES EN EL ECUADOR

3.1. ANTECEDENTES

Explicados los aspectos teóricos fundamentales sobre las tasas de interés a continuación se analizarán y se evaluarán los resultados de la política de tasas de interés aplicada en el Ecuador desde 1979 para lo cual primeramente puntualizaré los problemas relativos a las tasas de interés, a fines de la década de los años 70:

3.1.1. Existía una gran dispersión, principalmente en las tasas activas que dificultaba la utilización de la tasa de interés como un instrumento de política monetaria.

3.1.2. El nivel de las tasas de interés en relación con la inflación era muy bajo. Esto se debía principalmente a que las tasas de interés no habían tenido modificación alguna desde 1970. En efecto a partir de ese año, la tasa activa máxima legal era del 12 por ciento, igualmente las tasas pasivas se mantuvieron constantes en el mismo lapso en un rango del 6 por ciento al 10 por ciento; en cambio la inflación en promedio en 1970 a 1979 fue del 11.8 por ciento, habiendo llegado a un máximo de 22.7 por ciento en 1974. Debe mencionarse, sin embargo, que durante ese período se hicieron ligeras modificaciones en la estructura de tasas de interés a fin de aumentar la asignación de recursos financieros a sectores considerados prioritarios.

La rigidez observada en las tasas de interés tuvo como resultado que éstas se sitúen por debajo del equilibrio, dando lugar de hecho a una demanda de crédito siempre insatisfecha. Además, esta política resultó en tasas negativas en términos reales desincentivando la captación de recursos internos por parte del sistema financiero del país, con el consiguiente impacto adverso en la inversión y por ende en el crecimiento económico. Acumulativamente, por lo tanto, la economía ecuatoriana sufrió en esa década un proceso de represión

financiera a consecuencia de las bajas tasas de interés, permitiendo además el crecimiento del mercado extrabancario.

3.1.3. La estructura de tasas de interés existente no reconocía la preferencia de tiempo del ahorrista por cuanto no existía una diferenciación significativa de tipos de interés para el corto, mediano y largo plazo, lo cual, como ya se ha mencionado, no permitió captar un mayor volumen de recursos por parte del sistema financiero.

3.1.4. El margen entre las tasas activas y pasivas, estimado en más de 5 puntos porcentuales para la década, fue muy amplio, como lo demuestra el hecho de que el beneficio de la banca llegó a ser, en promedio, del orden del 30 por ciento de su capital y reservas. Esto dió lugar a una proliferación de entidades financieras, distraendo en esta forma los recursos económicos del país de otros sectores de menor rentabilidad privada pero de mayor interés social.

3.1.5. Existía una falta de relación entre las tasas de interés internas con aquellas vigentes en el mercado internacional. A pesar de que el Ecuador no es una economía totalmente abierta, la mayor vinculación que se produjo en los años 70, principalmente con las instituciones crediticias internacionales, tanto por parte del sector público como por el sector privado, trajo como consecuencia el hecho de que Ecuador sintiera el impacto proveniente de los mercados financieros internacionales.

Por otro lado, las tasas pasivas internacionales estuvieron fluctuando entre 14 por ciento y 17 por ciento, dependiendo del plazo. En cambio, la tasa pasiva en el mercado interno se mantuvo, dependiendo del plazo, en una banda del 6 al 10 por ciento. Esta diferencia substancial en los intereses que recibían los ahorristas en el país y en el exterior, estimuló un drenaje del ahorro interno hacia el exterior, incidiendo negativamente en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

3.1.6. El interés de mora vigente en esa década del 2 por ciento frente a una tasa de interés real negativa y por debajo del equilibrio, fue insignificante y tuvo como consecuencia el que los

clientes prefieran mantenerse en mora antes que cancelar o renovar sus obligaciones, con el siguiente impacto adverso sobre los índices de cartera vencida y de liquidez del sistema.

3.1.7. Las tasas de interés negativas, en términos reales, prevalecientes durante la década de los 70, indujeron a una estructura de inversiones intensivas en el uso de capital, que resultó inconveniente para un país como el nuestro que tiene abundancia de mano de obra.

3.1.8. Finalmente, la rigidez en la estructura de tasas de interés impidió el uso de este instrumento como una herramienta más de política a disposición de las autoridades monetarias.

3.2 ANALISIS Y RESULTADOS DEL PERIODO 1979-1984

En 1979 el Ecuador retorna al régimen democrático luego de ocho años de regímenes militares. A fines de la década de los 70 se hacen ostensibles, los desequilibrios macroeconómicos de Ahorro-Inversión y de Balanza de Pagos, acumulados en esa década y, derivados de un mal manejo económico. A la vez, adversas condiciones económicas de índole internacional, al inicio de la presente década, dificultarían el desenvolvimiento de la economía ecuatoriana e imprimirían un carácter de flexibilización de la política económica, en adelante. Esta problemática económica, obliga al gobierno democrático a enfrentarla a través de una política económica de ajuste "gradualista", específicamente desde 1981, en la cual los problemas financieros mencionados se buscará resolverlos simultáneamente por medio del establecimiento de una "nueva" política de tasas de interés. En efecto, la política de tasas de interés nominales constantes, mantenida en los 70 permaneció inalterable hasta 1980 y los cambios en esta materia sólo se harán presentes a partir de 1981.

El 18 de marzo de 1981, la Junta Monetaria mediante Regulación No. 1123-81 varía la composición de las tasas de interés. Esta medida de política relacionó la estructura de tasas de interés con una TASA BASICA, la misma que se definió como la tasa de interés mínima fijada por la autoridad monetaria para los depósitos de ahorro, con ello se

pretendía que una variación introducida en la tasa básica, automáticamente implique una variación en el mismo sentido en toda la estructura de tasas de interés.

Para la determinación de la Tasa Básica se utilizaron dos criterios: la tasa de inflación interna y la tasa de inflación internacional. La ponderación de cada una de estas variables se hizo en función de la incidencia que éstas tienen y del grado de apertura al exterior de la economía ecuatoriana. Así los principales cambios operados por la Regulación No. 1123-81, implicaban un incremento de la tasa de interés para las operaciones pasivas de bancos e instituciones financieras, que llega a situar a ésta en niveles del 8 y 12 por ciento para los depósitos de ahorro y a plazo, respectivamente; concomitantemente, la tasa de interés para las operaciones activas de estas instituciones se le sitúa en un nivel del 15 por ciento¹⁰; otro incremento en las tasas de interés es el relativo a la tasa de los títulos valores públicos y privados, que del 12 pasó al 15 por ciento anual en 1981; y, la unificación de la tasa de Interés Legal y Tasa Máxima Convencional en un nivel del 15 por ciento, para 1981. (Ver Cuadro No. 1)

Una modificación complementaria, de la Regulación 1123-81, tiene relación con el interés de mora, que se ubica en una banda del 3 al 4 por ciento, según el vencimiento.

Respecto de las operaciones del Banco Central, la Regulación 1123-81, no varía en modo alguno la política de crédito selectivo llevada por el Instituto Emisor para el cumplimiento de planes socio-económicos y de desarrollo de determinadas actividades económicas o regiones. Lo que si es importante destacar, es que las modificaciones efectuadas por la Regulación 1123-81 se inscriben dentro de una política tendiente al establecimiento de tasas de interés reales positivas y homogéneas.

¹⁰ Para el cálculo de la tasa de interés activa efectiva se deben adicionar todos los recargos a la operación como son el pago de intereses por adelantado, impuestos fiscales y timbres.

CUADRO No. 1
TASAS ANUALES DE INTERÉS EN EL MERCADO NACIONAL
EN PORCENTAJES A FIN DE PERIODO

	Dic.1980 Reg.755-75	Dic.1981 Reg.1123-81	Dic.1982 Reg.1170-82	Dic.1983 Reg.125-83
I. Tasa de Interés Legal y Máxima Convencional	8 y 12	15	15	19
II. Operaciones del Banco Central:				
a) Al Sector Público, BEV, ENAC, Fondo de Desarrollo Rural Marginal, ENPROVIT:	3-5	3-5	6-8	9
b) Descuentos y redescuentos Específicos	3-4	3-4	4	-
c) Descuentos y redescuentos Preferenciales	6-9	6-9	6-8	12
d) Descuentos y redescuentos generales	10	10	12-14	16
e) Anticipos a Instituciones Bancarias y Financieras	12	12	15	16
III. Operaciones de Bancos Instituciones Financieras:				
a) Operaciones activas: Crédito				
Específicas (Pequeña Industria, artesanía y FOPEX)	3-5	3-5	8	10
Preferenciales	8-9	8-9	10-12	16
Generales	12	12-15	15	19
b) Operaciones pasivas:				
Ahorro y plazo (mínima y máxima)	6-10	8-14	12-14	16-19
Títulos-valores públicos y privados (máximos)	12	15	16-17	19
c) Operaciones especiales:				
i) Emisión de Pólizas de Acumulación Especiales y Certificados Financieros Especiales				
ii) Operaciones Activas con recursos de Pólizas de Acumulación Especiales y Certificados Financieros Especiales				
IV. Intereses de mora:	2	3-4	4	4

FUENTE: Información Estadística Banco Central

ELABORACION: Autora

Continuando con una política de flexibilización, se efectúa una segunda elevación en el nivel de la estructura de tasas de interés a través de la Regulación No. 1170-82 del 7 de enero de 1982. La esencia del contenido de esta Regulación era el de fijar un nivel positivo para la estructura de tasas de interés, es decir, el reconocimiento de "precios reales" al uso del dinero, de manera que se estimule el ahorro y se impulse la inversión.

Conforme se puede apreciar en el Cuadro No. 1, la Regulación 1170-82 aumenta significativamente los niveles de las tasas de interés de las operaciones del Banco Central y de los bancos e instituciones financieras, así, la tasa de interés para descuentos y redescuentos preferenciales del Banco Central de un nivel del 10 por ciento pasó a un máximo del 14 por ciento. Otra reforma importante es la de la tasa de interés para operaciones activas preferenciales de bancos e instituciones financieras que de un máximo de 9 por ciento pasó a un 12 por ciento. Adicionalmente dicha Regulación estableció la tasa de interés para títulos valores públicos y privados en una banda del 16-17 por ciento; y en relación a otras operaciones pasivas, se eleva la tasa para los depósitos de ahorro (Tasa Básica) la misma que se ubica en un 12 por ciento.

Los problemas y distorsiones persistentes en el sistema financiero nacional, por estos años, evidenciaban la necesidad de adoptar una política financiera más ágil. En este sentido, en el período analizado, se adopta una nueva Regulación No. 125-83 del 18 de octubre de 1983. Esta nueva modificación, introdujo una elevación sustancial en toda la estructura de tasas de interés, a excepción del interés de mora que se mantuvo en el 4 por ciento desde 1982.

En efecto la tasa de interés para los depósitos de ahorro se elevó al 16 por ciento y para los depósitos a plazo hasta el 19 por ciento. La tasa de interés para las operaciones generales de crédito del Sistema Bancario y Financiero subió desde el 15 por ciento al 19 por ciento, igual a la tasa de interés legal y a la de los títulos valores.

Luego de este breve análisis, de los cambios operados en la política de tasas de interés, a continuación analizaremos los resultados de

dichas modificaciones.

Para el caso ecuatoriano, los resultados de la política de tasas de interés pueden ser observados, en una primera aproximación, a través de la evolución del ahorro financiero. Acorde a lo anotado anteriormente y, a partir de 1981, la Autoridad Monetaria emprendió un proceso de racionalización de la estructura y del nivel de las tasas de interés con el fin de promover el ahorro interno y financiar la inversión necesaria para el crecimiento económico. Dicho proceso se llevó a cabo, fundamentalmente, a través de incrementos en el conjunto de tasas de interés, así como también, a través de una simplificación de su estructura; y no obstante los reajustes en las tasas de interés, efectuados desde 1981, las tasas de interés reales fueron negativas en el período analizado.

Si definimos como " rr_t " a la tasa de interés real (activa o pasiva), " i_t " a la tasa de interés nominal (activa o pasiva) y " π " a la tasa de inflación, la tasa de interés real sería: $rr_t = i_t - \pi$. En consecuencia y como se observa en el Cuadro No. 2, las tasas de interés reales fueron negativas, durante el primer mandato constitucional 1979-1984.

Ahora bien, el sostenimiento de esta política de tasas de interés tuvo su repercusión en la captación del ahorro, pues si observamos la cifras del Cuadro No. 3 podemos inferir un crecimiento nominal moderado del ahorro financiero, que en el período 1981-1984¹¹ alcanzó al 33 por ciento ligeramente superior al promedio 1981-1984 del índice de precios que fue del 30 por ciento. Por consiguiente, tasas de interés reales negativas, un proceso inflacionario creciente, el cual obliga a destinar una mayor porción del ingreso de las personas hacia el consumo en detrimento del ahorro, y, adicionalmente un errático comportamiento de la cotización del dólar en el mercado libre que impulsó prácticas especulativas, convirtiendo el dólar en el activo de mayor rentabilidad al alcance de los individuos; se constituyeron en limitantes para la acumulación de un mayor volumen de ahorro

¹¹ Desde 1981 empieza el manejo discrecional de las tasas de interés.

CUADRO No. 2
TASAS DE INTERES NOMINALES VS. TASA DE INFLACION
 Vigente a fin de cada período

	TASA ACTIVA	TASA PASIVA		TASA INFLACION PROMEDIA
		Dep.Ahorro	Dep.a plazo	
1979	12.00	6.00	10.00	10.1
1980	12.00	6.00	14.00	12.8
1981	15.00	8.00	14.00	14.7
1982	15.00	12.00	14.00	16.3
1983	19.00	16.00	19.00	48.4
1984	23.00	20.00	22.00	31.2
1985	23.00	20.00	22.00	30.00
1986	27.33*	22.40	24.80	31.30
1987	35.45	21.39	31.96	34.31
1988	43.68	26.01	37.20	39.59
1989 (Marzo)	46.00	27.33	38.00	40.44

* Las tasas activas nominales de 1986 a 1988 fueron obtenidas a través del promedio de tasas activas de los bancos.

** Corresponde a un plazo de 360 días o más.

FUENTE: Banco Central del Ecuador.- "Información Estadística Mensual", 1988-1989.

ELABORACION: Autora

CUADRO No. 3
AHORRO DEL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL
 Saldos en Millones de Suces

	BANCOS PRIVADOS				BANCO NACIONAL DE FOMENTO			BANCO ECUATORIANO DE VIVIENDA		
	Depósitos Ahorro	Depósitos Plazo Mayor	Pólizas Acumulación	TOTAL	Depósitos Ahorro	Depósitos Plazo Mayor	TOTAL	Depósitos Ahorro	Depósitos Plazo Mayor	TOTAL
1980-Diciembre 31	6.649.2	834.3	227.9	7.711.4	637.3	170.2	807.5	1.622.7	458.1	2.080.8
1981-Diciembre 31	7.652.5	674.1	206.8	8.533.4	681.7	252.6	934.3	2.092.6	464.1	2.556.7
1982-Diciembre 31	9.986.3	697.9	296.1	10.980.3	835.9	52.3	888.3	2.863.3	239.9	3.103.2
1983-Diciembre 31	14.385.7	832.4	572.9	15.791.0	1.047.8	90.6	1.138.4	3.045.6	223.5	3.269.1
1984-Diciembre 31	24.493.4	1.718.3	2.905.7	29.117.4	1.587.5	240.5	1.828.0	3.679.1	610.1	4.289.2
1985-Diciembre 31	40.421.8	1.466.7	42.733.1	84.621.6	2.353.7	555.9	2.909.6	5.333.9	972.4	6.306.3
1986-Diciembre 31	56.003.5	2.756.4	61.191.5	119.951.4	3.843.4	1.651.7	5.495.1	6.390.7	809.9	7.200.6
1987-Diciembre 31	88.522.6	8.987.3	83.986.8	181.496.7	5.689.7	1.285.5	6.975.2	7.938.6	261.6	8.200.2
1988-Diciembre 31	129.061.2	18.878.9	102.099.2	250.039.3	8.368.4	2.908.8	11.277.2	9.570.3	205.5	9.775.8

	COMPANIAS FINANCIERAS PRIVADAS		MUTUALISTAS		T O T A L E S					
	Certificados Financieros	Depósitos Ahorro	Depósitos Plazo Mayor	TOTAL	Depósitos Ahorro	Depósitos Plazo Mayor	Pólizas Acumulación	Certif. Financ.	TOTAL GENERAL	T.C. %
1980-Diciembre 31	-	4.541.1	1.132.1	5.673.2	13.450.3	2.594.7	227.9	-	16.272.9	19.6
1981-Diciembre 31	-	5.214.1	1.367.8	6.581.9	15.640.9	2.758.5	206.8	-	18.606.3	14.3
1982-Diciembre 31	-	6.792.5	1.490.1	8.282.6	20.478.0	2.480.2	296.1	-	23.254.3	25.0
1983-Diciembre 31	-	8.337.3	1.428.8	9.766.1	26.816.4	2.575.3	572.9	-	29.964.6	28.9
1984-Diciembre 31	-	11.435.7	2.327.0	13.762.7	41.195.7	4.895.9	2.905.7	-	48.997.3	63.5
1985-Diciembre 31	1.395.7	16.515.2	4.267.6	20.782.8	64.624.6	7.262.6	42.733.1	1.395.7	116.016.0	136.8
1986-Diciembre 31	2.567.1	19.586.7	5.813.3	25.400.0	85.824.3	11.031.3	61.191.5	2.567.1	160.614.2	38.4
1987-Diciembre 31	4.088.1	24.974.4	8.725.6	33.700.0	127.125.3	19.260.0	83.986.8	4.088.1	234.460.2	46.0
1988-Diciembre 31	4.101.0	31.336.9	8.370.6	39.707.5	178.336.8	30.363.8	102.099.2	4.901.0	315.700.8	34.4

FUENTE: Balances Consolidados del Sistema Financiero Nacional

ELABORACION: Autora

interno en el sistema financiero nacional, lo que a su vez tuvo como resultantes:

3.2.1. Una amplia dependencia del sistema financiero del crédito interno, proveniente del Banco Central.

3.2.2. Una escasez de recursos en la banca privada para la concesión de créditos, que llevó a algunas empresas a desviar el crédito subsidiado del sector oficial, utilizándolo para otros fines.

3.2.3. Un mercado extrabancario de gran proporción debido al mantenimiento de tasas de interés reales negativas que restringen la intermediación financiera institucional.

3.2.4. Un mercado de valores, sin mayor movilización de recursos.

3.2.5. Un exceso de demanda de crédito respecto de las disponibilidades de recursos del sistema financiero institucional, lo cual provocó al racionamiento del crédito, prefiriéndose proyectos que no necesariamente implican una más eficiente asignación de recursos para la inversión y que contrariamente acentúan distorsiones en la distribución del ingreso.

A grosso modo, este conjunto de problemas y distorsiones de la intermediación financiera se corroboran en las siguientes cifras: la dependencia financiera de todo el sistema financiero del crédito del Banco Central del Ecuador en 1979 representaba el 25.1 por ciento del financiamiento total a la economía; mientras que en 1984 había llegado al 40.3 por ciento. (Cuadro No. 4)

3.3. ANALISIS Y RESULTADOS DEL PERIODO 1984-1988

Al iniciarse la gestión del gobierno del Ing. León Febres Cordero R. el 10 de agosto de 1984, las nuevas autoridades económicas adoptaron una estrategia económica para enfrentar los problemas que venía soportando nuestra economía. Dicha estrategia apuntaba a la política monetaria, cambiaria y fiscal fundamentalmente.

CUADRO No. 4
-Saldos en millones de sucres

AÑOS	Crédito Interno del Sistema Financiero (1)	Desc.y redescuen. en el Bco.Central (2)	Dependencia Financ. (2)(1) (%)
1979	82.065	20.583	25.1
1980	102.455	27.827	27.2
1981	131.347	41.188	31.4
1982	203.547	67.091	33.0
1983	273.704	109.932	40.2
1984	374.383	150.742	40.3

(1) Incluye el crédito del Banco Central al sector privado a través de Bancos Privados y que no constan en las estadísticas de estas Instituciones.

(2) Igual el crédito del Banco Central al Sistema Financiero más el crédito al sector privado.

FUENTE: Banco Central del Ecuador

ELABORACION: Autora

En virtud de que en los últimos cuatro meses de 1984, la economía ecuatoriana estaba sujeta aún a los efectos de las decisiones de política económica del régimen anterior, para efectos del análisis de la política de tasas de interés implantada después de septiembre de 1984, se toman los indicadores económicos a partir de 1985.

El gran crecimiento experimentado por el mercado extrabancario en años anteriores, por una parte, y el incremento de los precios y la creciente cotización del dólar en el mercado libre, por otra, como limitantes para la acumulación de un mayor volumen de ahorro interno, imponían la necesidad de un aumento en las tasas de interés del mercado formal, de manera que, por un lado se incentivara la intermediación financiera en beneficio del incremento de las disponibilidades internas de financiamiento y, por otro lado el logro de tasas reales positivas con una rentabilidad lo suficientemente atractiva como para disuadir el ahorro en dólares.

Con estas consideraciones, se expide el 11 de diciembre de 1984 la Regulación 214-84, la misma que tiene como finalidad, el tratar de corregir las perturbaciones anotadas inicialmente. Así en ella se establece un mecanismo que consiste en facultar a las instituciones financieras a captar recursos del público a una tasa de interés de mercado y a colocar dichos fondos en préstamos también a tasas de mercado. Esto tenía como objetivo principal movilizar recursos adicionales para financiar actividades que no encontraban acomodación a las tasas de interés oficiales e integrar las operaciones del mercado extrabancario. Las características principales de tal mecanismo eran las siguientes:

- Captación de recursos mediante la emisión de pólizas de acumulación y certificados financieros por parte de instituciones bancarias y financieras.

- El plazo mínimo de captación se establecía en 90 días para las pólizas de acumulación y 270 días para certificados financieros, con el objeto de no distraer en cantidades significativas recursos de depósitos monetarios o de libretas de ahorro.

- Las tasas de interés eran las que fijaba el mercado y pagaderas al vencimiento y el monto mínimo se estableció en un millón de sucres.

La colocación de los fondos, captados a través de este sistema se lo efectuaba bajo los siguientes términos:

- El cupo máximo que una institución financiera podía conceder en esta clase de préstamos sumados los préstamos por vencer y vencidos debía ser igual o inferior al 100 por ciento del saldo total de las pólizas de acumulación y certificados financieros vigentes.

- Las tasas de interés que devengarían estos préstamos eran fijadas por el mercado y cobradas al vencimiento.

- No existía ni plazo ni monto mínimo para estos préstamos, era el mercado el que fijaba estas condiciones.

- Los préstamos originados en recursos provenientes de pólizas de acumulación y certificados financieros no podían ser redescontados en el Banco Central por parte de las instituciones emisoras.

Con la misma perspectiva y finalidad de la Regulación 214-84, se incrementa la rentabilidad anual de los depósitos de ahorro y plazo, a niveles del 20 y 22 por ciento, respectivamente. Así mismo, se elevó la Tasa de Interés Legal y Máxima Convencional al 23 por ciento anual. (Ver Cuadro No. 5)

En lo que corresponde al año de 1985, la política de tasas de interés no opera cambios en el nivel y estructura de las tasas de interés.

En 1986, a partir del 9 de enero con la reforma a la Ley de Régimen Monetario contenida en el Decreto Ley No. 12, se convienen tasas de interés reajustables en las operaciones activas y pasivas a 720 días o más de plazo, realizadas por el Banco Central, los bancos privados, las compañías financieras privadas y las mutualistas.

A partir del 11 de agosto de 1986 a través de la Regulación 367-86, se extiende el mecanismo de libre contratación de tasas de interés a

CUADRO No. 5
TASAS ANUALES DE INTERÉS EN EL MERCADO NACIONAL
EN PORCENTAJES A FIN DE PERIODO

	Dic.1984 Reg.214-84	Dic.1985 Reg.214-84	Dic.1986 Reg.367-86	Dic.1987 Reg.367-86	Dic.1988 Reg.367-86
I. Tasa de Interés Legal	23	23	23	23	23
II. Tasa de Interés Máxima Convencional (hasta)	23	23	23	23	23
III. Operaciones del Banco Central del Ecuador					
a) Sector Público y FODERUMA	11	11	11	11	11
b) Descuentos y Redescuentos Preferenciales y Anticipos Banco Nacional de Fomento	13	13	13	18	18
c) Descuentos y Redescuentos Específicos	18	18	18	18	18
d) Descuentos y Redescuentos Generales	18	18	21	21	21
e) Anticipos Generales y Extraordinarios a Instituciones Bancarias y Financieras	23	23	21-25	21-25	21-25
f) Anticipos Futuras Exportaciones	18	18	18	18	-
g) Créditos de Estabilización	13	13	18	18	23
h) Operaciones con Recursos Externos:					
- Operaciones Generales	18	18	18	23	27
IV. Operaciones de Bancos e Instituciones Financieras					
a) Operaciones Activas:					
1. FOPEX	10-18	10-18	18	23	23
2. Operaciones Preferenciales	18	18	18	23	23
3. Operaciones Específicas	23	23	23	23	23
4. Créditos de Estabilización	18	18	23	23	28
5. Operaciones Generales Recursos Externos	23	23	23	28	32
6. Operaciones Generales:					
- Sujetos a Redescuento Banco Central	23	23	26	26	26
- Otras Operaciones	23	23	Libre	Libre	Libre
b) Operaciones Pasivas:					
1. A Tasa de Interés Fija					
- Bonos de Fomento	18	18	18	23	23
- Títulos-Valores Públicos y Privados	23	23	23	23	23
2. De Libre Contratación					
- Ahorro	20	20	Libre	Libre	Libre
- Plazo Mayor	22	21-22	Libre	Libre	Libre
- Pólizas de Acumulación	Libre	Libre	Libre	Libre	Libre
- Certificados Financieros	Libre	Libre	Libre	Libre	Libre
V. Tasa de Recargo por Mora	4	4	4	4	4

FUENTE: Banco Central del Ecuador

ELABORACION: Autora

todas las operaciones pasivas: ahorro, plazo mayor, pólizas de acumulación y certificados financieros, sin restricción de plazo mínimo alguno, y, a las operaciones activas de crédito general de bancos e instituciones financieras. No obstante, se conservaron las líneas de crédito con tasas de interés preferenciales, otorgadas a través del Banco Central.

Durante 1987, el sistema de libre contratación de tasas de interés fijado en agosto de 1986 se mantuvo vigente. A fines de 1987, las pólizas de acumulación representaban 35 por ciento del ahorro financiero y habían sustituido buena parte de los depósitos de ahorro. Debe tomarse en cuenta que el ahorro financiero comprende los depósitos de ahorro y plazo de Bancos, Banco Ecuatoriano de la Vivienda, Mutualistas, Banco Nacional de Fomento y los certificados financieros de las compañías financieras. Si sólo consideramos las captaciones de los Bancos Privados, las pólizas de acumulación tuvieron una participación del 46 por ciento en el total.

Cabe resaltar que en 1986 y 1987 la política económica estuvo influenciada por la significativa pérdida de recursos externos, estimada en 2.000 millones de dólares, causada tanto por la ruptura del oleoducto cuanto por la depresión del precio internacional del crudo acaecidos en 1987 y 1986 respectivamente.

Durante el primer semestre de 1988 el manejo de la política económica no fue el más indicado para lograr ajustar la economía a los nuevos niveles de ingreso, es decir no existió un programa de ajuste que hubiera permitido absorber los efectos económicos negativos de los fenómenos exógenos acaecidos.

Para la evaluación de los resultados de la política de tasas de interés en este período¹², en primer término conviene señalar que en diciembre de 1984, por primera vez en la historia del país, se permitió a la banca privada y a las compañías financieras negociar libremente con sus clientes las tasas de interés correspondientes a la

¹² No consideramos las medidas del 30 de agosto de 1988, por el rezago que toda política económica entraña.

captación y prestación de recursos a través de pólizas de acumulación y certificados financieros. Esta medida legalizó "un mercado extrabancario" ya existente; permitió a los intermediarios financieros captar un monto muy apreciable de recursos y que pudo ser ofrecido en préstamos para financiar proyectos de inversión; desestimuló la inversión en dólares norteamericanos, que era una práctica común; y, alentó el reingreso de capitales que habían salido al exterior en busca de una mejor rentabilidad.

Debe destacarse, el resultado positivo alcanzado, primero con la liberalización parcial de tasas de interés de diciembre de 1984 y luego con la flotación de la mayoría de tasas de interés en agosto de 1986, en la captación del ahorro interno y en la mayor capacidad de financiamiento a las actividades productivas.

La primera parte de éste resultado se lo confirma observando el crecimiento promedio de 1985 a 1988 de ahorro financiero, de un 64 por ciento, frente al crecimiento promedio de la inflación del período del 42 por ciento, que nos da un crecimiento real del ahorro financiero de un 22 por ciento para el período.

La segunda parte del efecto positivo de la liberalización de las tasas de interés, se respalda en una creciente participación de los activos financieros en la actividad económica, medida a través de la relación: Ahorro Financiero/Producto Interno Bruto que para el período 1985 a 1988, de un nivel inicial de 10 por ciento en 1985, a 1987 llega al nivel de 13 por ciento, pudiendo inferirse de lo anterior un incremento en la capacidad de financiamiento de la actividad productiva. Sin embargo, en 1988 este indicador muestra un grave deterioro y se lo estima en este año en un nivel de 8.5 por ciento, lo cual es coherente con la aceleración inflacionaria, la misma que disminuye la tenencia del público de activos financieros no obstante el crecimiento del ahorro financiero en términos nominales.

Finalmente conviene señalar, que a lo largo del período de la flotación de tasas de interés, las expectativas del ahorrista ecuatoriano han tenido un comportamiento maximizador ("expectativas racionales"), es decir, el agente económico ha hecho uso eficiente de

la información disponible y ha actuado "racionalmente" en el contexto de la economía. Esto se corrobora con el crecimiento variable del ahorro financiero, así en 1985 la tasa de crecimiento anual se ubica en 136.8 por ciento mientras que en 1988 ésta cae al 34.4 por ciento anual¹³. 1985 y 1988 fueron años de repunte y depresión del ciclo económico de la economía ecuatoriana.

3.4. ANALISIS DEL PERIODO A PARTIR DE SEPTIEMBRE DE 1988 Y SUS PERSPECTIVAS

El 10 de agosto de 1988, asume el mando el tercer gobierno constitucional desde 1979. No obstante del alentador panorama político con la consolidación del régimen democrático, no podía decirse lo mismo del panorama económico, el cual mostraba difíciles perspectivas para salir de la aguda crisis económica.

Así, un primer esfuerzo para resolver el desequilibrio externo e interno de la economía ecuatoriana, fue la aplicación en septiembre pasado del Programa de Emergencia Económica.

Un aspecto relevante de dicho programa, es el nuevo manejo financiero de la tasa de interés. La política de tasas de interés establecida en la Regulación 546-88 del 30 de agosto de 1988, fija un margen de 19 puntos porcentuales entre: la tasa de interés pagada por los bancos en libretas de ahorro (tasa pasiva) y la tasa de interés máxima para préstamos de corto plazo.

Para los bancos extranjeros, compañías financieras y demás instituciones financieras que no tienen secciones de ahorro, la tasa pasiva mencionada se la calculaba tomando como indicador el promedio de las tasas de interés por ahorro pagadas por los cinco bancos de mayor capital y reservas del país.

¹³ Un estudio posterior tendría que determinar econométricamente la elasticidad interés del ahorro.

Esta medida de política, a través de la Regulación 546-88, estaba orientada fundamentalmente, por una parte a reducir la variabilidad de las tasas de interés activas de libre contratación, y por otra parte se pretendía favorecer al grupo de la población de niveles de ahorro pequeños, en razón de que, la institución bancaria el elevar la tasa de interés activa tenía que elevar simultáneamente la tasa de interés que pagaba al pequeño ahorrista.

Adicionalmente, la Regulación 546-88, modifica las tasas de interés de las operaciones del Banco Central relativas a los créditos de estabilización cuya tasa sube en 5 puntos porcentuales al 23 por ciento y a las operaciones con recursos externos (BIRF, BID, CAF, ATD) para financiamiento industrial cuya tasa se la ubica en 35 por ciento.

La evaluación de la primera acción llevada a cabo por la autoridad económica, en relación a la tasa de interés, se la puede realizar analizando el cumplimiento de los objetivos propuestos por la Regulación 546-88, los cuales buscaban:

- Incentivar el ahorro de los pequeños ahorristas

CUADRO No. 6

DEPOSITOS DE AHORRO EN EL SISTEMA FINANCIERO NACIONAL

-Saldos en Millones de Suces-

			TASA DE INTERES DEP. AHORRO	TASA DE CRECIM. MENSUAL	TASA DE INFLACION MENSUAL
1988:	Agosto 31	151.893.0	-	-	-
	Septiembre 30	160.039.6	23.33	5.4	7.4
	Octubre 31	161.619.8	24.45	1.0	5.4
	Noviembre 30	160.385.9	25.73	-0.8	6.4
	Diciembre 31	178.291.4	26.01	11.2	5.9
1989:	Enero 31	176.034.9	26.88	-1.3	5.3
	Febrero 28	176.281.7	27.04	0.1	5.8
	Marzo 31	186.897.2	27.33	6.0	9.0

FUENTE: "Información Estadística Mensual", Mayo 15 de 1989.

Respecto del primer objetivo se observa que los saldos de ahorro registrados en las instituciones financieras, con secciones de ahorro muestran un crecimiento errático de sus depósitos como resultado de la propagación del proceso inflacionario que da variabilidad a las expectativas del ahorrista e incentiva a la compra de bienes de consumo. Entonces, si bien fue buena la intención de la autoridad económica, de proporcionar una mayor rentabilidad al ahorro del pequeño ahorrista, éste se ha visto desestimulado por la aceleración de la inflación que torna negativa la tasa de interés real que percibe.

- Reducir la variabilidad de las tasas de interés activas de libre contratación.

CUADRO No. 7

BANCOS PRIVADOS	TASA DE INTERES ACTIVA NOMINAL (CRED. DE CORTO PLAZO)
1. BANK OF AMERICA	44.83%
2. BANCO DE LOS ANDES	51.00%
3. CITIBANK	44.83%
4. BANCO CONTINENTAL	49.50%
5. SOCIEDAD GENERAL DE CREDITO	49.00%
6. BANCO DE PRESTAMOS	50.50%
7. BANCO HOLANDES UNIDO	44.83%
8. LLOYDS BANK	44.83%
9. BANCO DEL PACIFICO	45.00%
10. BANCO DEL PICHINCHA	46.00%
11. BANCO POPULAR	51.00%
12. BANCO LA PREVISORA	46.50%
13. BANCO DE LA PRODUCCION	47.00%

FUENTE: "Movimiento Bancario y Financiero", Martes Económico No. 20, 1989.

En cuanto al objetivo de reducir la variabilidad de las tasas de interés activas de libre contratación, se puede observar en el cuadro anterior que las tasas de interés activas registradas en las instituciones bancarias, fluctuaban a fines de marzo de este año, desde una tasa del 44.83 por ciento hasta una tasa activa del 51 por ciento, dando un margen de variabilidad de 6.17 puntos porcentuales.

Una segunda reforma al nivel de la estructura de tasas de interés, introducida por la autoridad monetaria en Regulación 600-89 del 20 de abril del año que transcurre, está relacionada con el aumento significativo del costo del dinero para operaciones de crédito del Banco Central. En efecto, la canalización del crédito por parte del Banco central había sido fuertemente subsidiada, pues las tasas de interés para dichas operaciones que constan en el Cuadro No. 8, prácticamente se habían mantenido constantes a un nivel bajo durante la década que analizamos, lo que junto a la falta de una política de supervisión y seguimiento del crédito permitía la desviación y uso ineficiente de los recursos del Banco Central.

Precisamente es la corrección de esta distorsión financiera, lo que se pretende con la elevación de las tasas de interés de alrededor de 10 puntos porcentuales a nivel de todas las operaciones del Banco Central realizadas directamente por éste e indirectamente a través de intermediarios financieros y, que llega a situar el interés para las operaciones en niveles del 20 y 35 por ciento según la prioridad de la operación.¹⁴ Un efecto colateral de esta medida, que vale señalar, es que el financiamiento de las actividades del sector agrícola, de la pequeña y mediana industria que corresponden a las operaciones del Banco Central se vuelve oneroso, lo que a su vez repercutirá en los costos y precios de los productos de tales actividades.

¹⁴ A excepción de la tasa para operaciones con recursos externos del BIRF, BID, CAF y AID, para financiamiento industrial, que se conviene en una tasa inferior en 5 puntos respecto de la tasa máxima de libre contratación.

CUADRO No. 8
TASAS ANUALES DE INTERES EN EL MERCADO NACIONAL
EN PORCENTAJES A FIN DE PERIODO

	Dic.1984 Reg.214-84	Dic.1985 Reg.214-84	Dic.1986 Reg.367-86	Dic.1987 Reg.367-86	Dic.1988 Reg.367-86	Jun.1989 Reg.600-89
Tasa de Interés Legal	23	23	23	23	23	23
Tasa de Interés Máxima Convencional (hasta)	23	23	23	23	23	28
Operaciones del Banco Central del Ecuador						
a) Sector Público y FODERUMA	11	11	11	11	11	20
b) Descuentos y Redescuentos Preferenciales y Anticipos Banco Nacional de Fomento	13	13	13	18	18	27
c) Descuentos y Redescuentos Específicos	18	18	18	18	18	-
d) Descuentos y Redescuentos Generales	18	18	21	21	21	31
e) Anticipos Generales y Extraordinarios a Instituciones Bancarias y Financieras	23	23	21-25	21-25	21-25	31-35
f) Anticipos Futuras Exportaciones	18	18	18	18	-	-
g) Créditos de Estabilización	13	13	18	18	23	-
h) Operaciones con Recursos Externos:						
- Operaciones Generales	18	18	18	23	27	27
Operaciones de Bancos e Instituciones Financieras						
a) Operaciones Activas:						
1. FOPEX	10-18	10-18	18	23	23	32
2. Operaciones Preferenciales	18	18	18	23	23	32
3. Operaciones Específicas	23	23	23	23	23	-
4. Créditos de Estabilización	18	18	23	23	28	-
5. Operaciones Generales Recursos Externos	23	23	23	28	32	32
6. Operaciones Generales:						
- Sujetos a Redescuento Banco Central	23	23	26	26	26	36
- Otras Operaciones	23	23	Libre	Libre	Libre	Libre
b) Operaciones Pasivas:						
1. A Tasa de Interés Fija						
- Bonos de Fomento	18	18	18	23	23	23
- Títulos-Valores Públicos y Privados	23	23	23	23	23	23
2. De Libre Contratación						
- Ahorro	20	20	Libre	Libre	Libre	Libre
- Plazo Mayor	22	21-22	Libre	Libre	Libre	Libre
- Pólizas de Acumulación	Libre	Libre	Libre	Libre	Libre	Libre
- Certificados Financieros	Libre	Libre	Libre	Libre	Libre	Libre
Tasa de Recargo por Mora	4	4	4	4	4	4

E: Banco Central del Ecuador

RACTON: Autora

Complementariamente, la base referencial de las tasas activas nominales se modifica en la Regulación 600-89, incorporando al promedio aritmético de la tasa de interés nominal pagada en depósitos de ahorro, la tasa promedio de interés nominal pagada sobre las pólizas de acumulación a 90 días. Así se conviene que el margen a cobrarse en los préstamos no podrá exceder de 15 puntos porcentuales sobre la base referencial.

Para la entidad financiera que no tenga una sección de ahorros legalmente autorizada y/o que no emita pólizas de acumulación, la base referencial será igual al promedio simple registrado en la penúltima semana en todos los bancos nacionales privados, de las tasas nominales de ahorro y de pólizas de 90 días plazo. El margen en este caso no podrá exceder de 17 puntos porcentuales sobre la base referencial mencionada.

Sin lugar a dudas, con esta última modificación, la entidad financiera tiene autonomía para elevar la base referencial y por ende la tasa activa nominal, ya sea elevando la tasa de interés por depósitos de ahorro o el interés por pólizas de acumulación de 90 días; no obstante pensaría que se está privilegiando al gran ahorrista en detrimento del pequeño que fue la intención original de la Regulación de agosto 30 de 1988. Con lo anterior no se quiere decir que las anteriores políticas de tasas de interés no hayan tenido un contenido social. Lo que es relevante para nuestro análisis es la intención por parte de la autoridad monetaria de proveer a la economía un nivel adecuado de financiamiento de origen interno, que permita un desarrollo económico equilibrado.

Finalmente, la Regulación 600-89 establece que todas las entidades financieras bajo control de la Superintendencia de Bancos, pueden convenir tasas de interés reajustables en las operaciones de 360 días o más de plazo y que no se financien con títulos valores al portador, de renta fija y no reivindicables¹⁵. Esta medida

¹⁵ En estas operaciones y siempre que sean financiadas con recursos sin emisión de obligaciones, se podrá cobrar una comisión del 2 por ciento anual.

intenta estimular la concesión de préstamos de mediano y largo plazo en beneficio de la acumulación de activos fijos y de la construcción. Este mecanismo de reajuste supuestamente eliminaría la incertidumbre de los agentes económicos, sin embargo lo que cuenta en la afectación de las expectativas de los agentes económicos es la credibilidad y coherencia de la política económica de todo el aparato estatal, factores que en la actual coyuntura económica lamentablemente no se observan.

CAPITULO IV

4. EL MANEJO DE LAS TASAS DE INTERES

En este capítulo trataré sobre la política de tasas de interés desde una perspectiva específica pero realista, esto es como manejar las tasas de interés cuando éstas no son determinadas libremente por las fuerzas del mercado. Discutiré las posibles alternativas que pueden ser de utilidad para guiar a las autoridades en el establecimiento de una estructura y un nivel óptimos de tasas de interés; óptimos en el sentido de encontrar una solución como si rigieran las fuerzas del mercado. No se contempla aquí al manejo de las tasas de interés como un sustituto de la libre determinación de las tasas de interés por las fuerzas del mercado, sino como una alternativa en caso de no existir condiciones para la existencia de mercados competitivos.

Para poder liberar las tasas de interés en una economía se requieren ciertas condiciones básicas como el que las autoridades acepten los principios fundamentales de una economía de mercado, que el tamaño del mercado financiero y su estructura permitan una competencia efectiva y que exista una política de libertad tanto para el ingreso como para el egreso de instituciones financieras. Casi podría afirmar sin temor a equivocarme que si tales condiciones no están presentes al liberar las tasas de interés, los mercados financieros podrían desestabilizarse, aumentaría el poder de las instituciones financieras oligopólicas en base al incremento de los márgenes de interés entre los préstamos y los depósitos y posiblemente mantener una situación financiera con tasas de interés más bien bajas sobre los depósitos. Si es que esto es así, se requerirá de la intervención de las autoridades para guiar al mercado hacia el establecimiento de un nivel y estructura adecuados de las tasas de interés.

Por lo tanto, la orientación general de la política económica del país es la que determinará la elección entre el manejo discrecional de las tasas de interés o la liberación de las mismas. Si partimos del

supuesto de que la orientación general de la política económica del país está dada, lo que trataré de establecer es el cómo encajar la política de tasas de interés dentro de ella a fin de que una política discrecional bien dirigida tienda a aproximar tanto el nivel como la estructura de las tasas de interés a aquel que resultaría de un sistema financiero competitivo en una economía de mercado.

Basándome en la experiencia ecuatoriana de lo que va de la presente década presentaré a continuación algunos criterios para juzgar si el marco legal e institucional es adecuado o no para la liberalización de las tasas de interés.

4.1. CONDICIONES PARA LA DETERMINACION DE LAS TASAS DE INTERES POR LAS FUERZAS DEL MERCADO.

Idealmente las tasas de interés deberían determinarse libremente por las fuerzas del mercado sobretodo en una economía en que el mercado juega un papel significativo puesto que las tasas de interés ejercen una influencia que penetra en todas las decisiones y resultados económicos. Por una parte influyen en la propensión a ahorrar y por otra influyen en la demanda y asignación de fondos obtenidos en préstamo. Adicionalmente, las tasas de interés del mercado son indicadores confiables de la escasez relativa de los recursos financieros ya que suben cuando existe un exceso de demanda, bajan en respuesta a un exceso de oferta y también determinan la escasez de recursos reales para la inversión. Sin embargo, para que las tasas de interés puedan ser indicadores confiables se requiere que exista un sistema competitivo y sin restricciones y en un país en desarrollo como Ecuador no existe necesariamente tal sistema. En países en desarrollo el tamaño del mercado suele ser pequeño y las economías de escala en el negocio bancario pueden tender a imponer un límite al número de entidades financieras, lo que a su vez puede dar lugar a la concentración bancaria.

Además de estos factores connaturales a países pequeños y en desarrollo, existen otros factores que obstaculizan la competencia efectiva y la determinación de las tasas de interés por las fuerzas del mercado como son las políticas tradicionales de protección a la

banca nacional frente a la banca extranjera, las regulaciones y reglamentaciones de las entidades financieras, los condicionamientos a la entrada de entidades bancarias o financieras y las limitaciones de orden político e institucional a la disolución de las mismas.

En el Ecuador ha prevalecido un afán intervencionista y generalmente las autoridades se ha opuesto a permitir que las tasas de interés se determinen por las fuerzas del mercado. En efecto, las autoridades han intervenido para establecer topes máximos a las tasas de interés con el fin de limitar su tendencia normal a subir en períodos de mayor inflación creando distorsiones en los mercados financieros y agravando dichas distorsiones cuando ya existían. En el Ecuador se han establecido topes máximos sobre las tasas de interés, permanentemente, con excepción del período Diciembre 1984-Agosto 1986 en que se liberaron parcialmente las tasas activas y pasivas y Agosto 1986-Agosto 1988, en donde se profundizó la liberación de las tasas pasivas y las activas de las entidades bancarias y financieras. Dicha liberación supuso un cambio radical de la orientación de la política del sistema financiero, ya que, durante muchas décadas, esa política fue la causante de la represión financiera.

Generalmente se había implantado topes máximos rígidos a las tasas de interés y a niveles muy bajos, se había establecido elevados coeficientes de encaje y algunas trabas al libre ejercicio de la facultad de las instituciones financieras de conceder créditos, ya sea a través de topes de cartera, inversiones forzosas o mediante créditos prioritarios preferenciales. Como al mismo tiempo el proceso inflacionario continuaba, las tasas reales de interés fueron negativas con lo que se produjo un proceso de represión financiera, caracterizada por una disminución del ahorro en relación al producto interno bruto (PIB) y en algunos casos un proceso de decadencia de entidades financieras caracterizado por un decrecimiento real de los activos financieros y una disminución de los mismos en relación al PIB.

El cambio en la orientación de la política de tasas de interés que se llevara a cabo en Agosto de 1986 fue acompañado de otras modificaciones en las políticas cambiaria, fiscal, de crédito y de

ciertos otros aspectos del sector financiero, inclusive reducciones en los coeficientes de encaje, sobre las distintas clases de depósitos de las instituciones bancarias y la eliminación de ciertos requisitos. La experiencia de nuestro país ha sido muy ilustrativa respecto del número de condiciones que son necesarias para una liberación de las tasas de interés, respecto de aquellas condiciones que el país no cumplió y por último respecto de factores propios de país en desarrollo que impidieron una competencia más efectiva.

Como consecuencia de la liberación de las tasas de interés, éstas se vuelven positivas en términos reales, especialmente para determinados instrumentos de ahorro, contrastando con las tasas fuertemente negativas que prevalecieron generalmente antes de la reforma, por lo que las expectativas de los ahorristas de percibir rendimientos adecuados determinó un rápido crecimiento del ahorro financiero. No obstante, el comportamiento del ahorro y de las tasas de interés se vió afectado en 1988 tanto por las bruscas variaciones en el tipo de cambio de la divisa norteamericana como por el descontrol del crédito interno y del déficit presupuestario; todo lo cual elevó las tasas de inflación y presentó problemas difíciles de ajuste.

Pese a las variaciones sustanciales del tipo de cambio y a las variaciones de la tasa de inflación, no compensados por variaciones similares de las tasas de interés, la experiencia de la libertad de tasas de interés ha sido favorable en su conjunto.

Es importante anotar que el país tropezó con dificultades al liberar las tasas de interés pues se enfrentó a impedimentos legales e institucionales, por lo que inicialmente se liberaron en forma parcial, permaneciendo ciertas tasas fijadas discrecionalmente. Posteriormente y cuando se liberaron todas las tasas de interés, con excepción de aquellas tasas que las entidades bancarias y financieras debían cobrar en los préstamos con recursos provenientes del banco central, lo que se pretendía era permitir a la banca utilizar su poder discrecional para establecer las tasas de interés y de esa manera cambiar la vieja estructura y nivel de las mismas. Las circunstancias y las experiencias de otros países en desarrollo y pequeños sugerían que no cabía esperar que la libertad de las tasas de interés se

constituya en una panacea para establecer automáticamente un nivel y estructura óptimos puesto que se encontraban ausentes ciertas condiciones para que se produjerán un proceso eficiente de determinación de las tasas de interés por las solas fuerzas del mercado. Tanto es así, que originalmente los bancos procedieron a fijar las tasas de interés mediante un acuerdo entre ellos. Las autoridades estaban concientes que para llevar a cabo una liberación exitosa de las tasas de interés se necesitaban acompañar la medida con una racionalización de las políticas selectivas de créditos y una paulatina reducción de la dependencia financiera del Banco Central por parte de los intermediarios financieros y bancarios a fin de propender a una competencia más efectiva en el mercado financiero.

Adicionalmente se inició un esfuerzo positivo de política de fortalecimiento del sistema financiero para resolver el problema de fondo de la falta de competencia en el mercado financiero, promoviendo el fortalecimiento de las instituciones, uniformando las regulaciones sobre los intermediarios financieros, permitiendo el establecimiento de nuevas instituciones que creen una estructura financiera competitiva, y, aceptando la posibilidad de extinguir las instituciones ineficientes sin causar daño a los intereses de las depositantes y de los prestatarios y sin que se requiera la ayuda financiera del Banco Central. Para ello estaba previsto una serie de regulaciones y reglamentaciones que se iniciaron en 1987 y que debían continuar hasta 1989, dentro de un programa global de ajuste del sistema financiero.

Sin embargo, las circunstancias políticas especiales que existieron desde finales de 1987 y fundamentalmente el primer semestre de 1988 y los factores económicos resultantes de la paralización de las ventas de petróleo obligaron a las autoridades a incrementar sustancialmente los coeficientes de encaje para alcanzar objetivos de estabilización monetaria coyuntural, lo cual es incompatible con el equilibrio de las tasas de interés por cuanto el encaje constituye un impuesto a la intermediación financiera que lleva a aumentar el margen entre las tasas activas y pasivas en base a aumentar las tasas de interés de los préstamos a disminuir las tasas de los depósitos, o ambos. Así mismo, las regulaciones impuestas a las instituciones financieras para que

dirijan el crédito a sectores económicos específicos a tasas de interés preferenciales, son generalmente incompatibles con la libertad de las tasas de interés.

La eliminación de controles a las tasas de interés requiere de un conjunto de medidas complementarias a fin de crear el entorno financiero competitivo. Aún, cuando la eliminación de obstáculos y la implantación de la competencia de mercado resultaran políticamente factibles, hay ocasiones en que no pueden llevarse a cabo las reformas debido a factores legales e institucionales. La política de liberar las tasas de interés puede resultar incapaz de asegurar un nivel y estructura adecuados si no se establecen las condiciones para una competencia efectiva del mercado. Inclusive, las instituciones financieras que empiezan a operar en un mercado competitivo, al carecer de experiencia de cómo actuar en el mercado libre, cometen errores, inicialmente, al ajustar sus operaciones a la nueva situación y obliga a una intervención directa o indirecta de las autoridades. Esa intervención puede eliminarse progresivamente a medida que las autoridades completen los ajustes que fueren necesarios y eliminen cualesquier obstáculo existente a una efectiva competencia de mercado.

En el supuesto de que las condiciones legales e institucionales fueren inapropiadas para la liberalización de las tasas de interés en el país se pueden plantear algunos principios básicos para que las autoridades monetarias sean capaces de establecer el nivel y la estructura óptimos de las tasas de interés. La determinación de lo que constituye tal posición óptima y los medios para alcanzarla son los puntos principales que son abordados a continuación.

4.2 MANEJO DISCRECIONAL DE LAS TASAS DE INTERES.

La importancia de las tasas de interés en la economía varía entre los países en desarrollo debido a diferencias en el desarrollo de sus mercados financieros, al grado de separación entre las decisiones de ahorro y de inversión y a la libertad que se permite a los movimientos de capital. Por ejemplo, las tasas de interés desempeñan un papel menos decisivo en países con grandes sectores no monetizados que en economías altamente monetizadas; y tienen un

impacto menos directo en las economías de planificación centralizada que en las economías orientadas al mercado. En la mayoría de países en desarrollo las principales tasas de interés están determinadas administrativamente a través de la imposición de límites a las tasas sobre préstamos y depósitos. Una de las razones para controlar las tasas de interés en estos países es la preocupación por los efectos que puedan tener en las tasas de interés el dominio de los mercados financieros por parte de uno o dos bancos. En ciertos países las tasas de interés dirigidas generalmente siguen los movimientos que se producirían por acción de las fuerzas de oferta y de demanda; pero en otros, las tasas de interés reales son o menudo negativas y a veces por un margen considerable. En general las tasas reales negativas sobre depósitos significa que los activos fijos obtienen una tasa de rendimiento mayor que las cuentas de ahorro, y las tasas reales negativas sobre préstamos significa que resulta rentable endeudarse aún cuando existe una tasa de rendimiento muy baja sobre la utilización que se dé a los fondos tomados en préstamo.

Las razones que se alegan para mantener tasas reales de interés negativas en países en desarrollo son muchas y variadas. Entre ellas está la de mantener bajo el costo del servicio de la deuda del sector público; de la impulsar la inversión y la de subsidiar a sectores o regiones económicas consideradas prioritarias y de baja rentabilidad. Las políticas selectivas de crédito generan una demanda excesiva de crédito que no necesariamente van a los sectores o industrias que se pretendía financiar.

En un sistema financiero como el Ecuatoriano, que está sujeto a la intervención directa de la autoridad debido a que no existen las condiciones adecuadas para liberar las tasas de interés inmediatamente, o debido a que tales condiciones no se pueden establecer, las tasas de interés deberían, en principio, tender a aproximarse a las que existirían en un sistema financiero libre y competitivo. Esas tasas de interés oficiales deberían permitir que el sistema financiero se aproxime a una posición de equilibrio financiero. Simultáneamente, debe establecerse una coordinación adecuada entre el manejo de las tasas de interés y la política económica en general a fin de lograr una estabilización permanente,

basada entre otras cosas en una reforma financiera definitiva.

Las autoridades monetarias deberían realizar los cambios que fueren necesarios y adoptar varias medidas fundamentales a fin de establecer una política de tasas de interés, que aunque no implique una liberación total de tasas, permita una flexibilización que tienda a aproximar las tasas de interés a las que se esperarían si existiera dicha libertad. Los cambios básicos que las autoridades deben efectuar y los principios que deberían considerar son los siguientes:

4.2.1. Implantar una política global de tasas de interés dirigidas a establecer una estructura realista, homogénea y flexible.

La necesidad de establecer una política discrecional de tasas de interés sobre todo el sistema financiero se deriva de la probabilidad o creencia de que no se establece un equilibrio en forma automática cuando existe un régimen de libertad total, cuando en un país existe un mercado financiero reducido, con alto grado de concentración y protegido de la competencia internacional a través de una serie de regulaciones y normas que discriminan contra la banca extranjera.

Es por ello que el programa de política para el sector financiero desarrollado por el Gobierno del Ecuador desde 1987 se enmarca en tres objetivos fundamentales, a saber:

4.2.1.1. Mejorar la eficiencia de la movilización de recursos y de la asignación del crédito;

4.2.1.2. Fortalecer las instituciones financieras; y,

4.2.1.3. Desarrollar el mercado de capitales.

Las disposiciones previstas para mejorar la eficiencia en la movilización de recursos y la asignación de créditos incluyen: el ajuste progresivo de las tasas de interés sobre el crédito del Banco Central y de Organismos Internacionales hacia las tasas que existen en el segmento de operaciones que se rijan por el mercado; la reducción

en el valor real del crédito suministrado por el Banco Central a los intermediarios bancarios y financieros; y la reducción en el número de líneas de crédito ofrecidas por el Banco Central. Con estas medidas se buscaría: incrementar la eficiencia por medio del incremento de los recursos financieros que se asignan y cotizan libremente, una mayor flexibilidad en la asignación de fondos aportados por el Banco Central y finalmente la liberación total de las tasas de interés.

El ajuste de las tasas de interés sobre créditos financiados con recursos del Banco Central a las entidades financieras, hacia tasas del mercado libre, busca disminuir un subsidio costoso, mejorar la asignación de los préstamos y disminuir las presiones para una mayor emisión de dinero.

El Banco Central aumentó en Abril del presente año la tasa máxima que se permite cobrar a las entidades financieras con recursos del Banco Central de 23 por ciento a 32 por ciento anual. Este aumento reciente de las tasas de interés del Banco Central ha disminuído el exceso de la tasa de mercado con respecto a la tasa máxima de los recursos del Banco Central. Actualmente la tasa observada en las Pólizas de Acumulación a 90 días se ubica alrededor del 39 por ciento, excediendo en 7 puntos a la tasa del Banco Central, margen que todavía resulta elevado por cuanto de acuerdo al programa de ajuste sectorial convenido por el Gobierno, esta brecha no debería ser superior a 5 puntos, sin embargo debe anotarse que la medida adoptada está en la dirección correcta.

A partir de 1985 ha disminuído el financiamiento del Banco Central a los intermediarios bancarios y financieros, lo cual ha obligado a los bancos y financieras a buscar otras fuentes de financiamiento. En efecto el crédito del Banco Central a estas instituciones ha bajado desde un monto de 149.970 millones de sucres en 1985 a 142.778 millones de sucres en términos absolutos en 1988. Si tomamos en consideración que la inflación promedia anual en 1985 fue del 28 por ciento mientras que la de 1988 alcanzó al 58 por ciento podemos afirmar que en valores absolutos reales el crédito del Banco Central disminuyó en un 40 por ciento. Además de los efectos saludables sobre la movilización de recursos y sobre la eficiencia en la asignación de

crédito, la menor disponibilidad de préstamos subsidiados ha desestimulado el elevado endeudamiento empresarial. Los cambios en el tamaño del subsidio otorgado por el Banco Central, se deben a dos fuerzas o dos factores opuestos, por un lado la brecha entre la tasa de interés de mercado y la tasa del crédito del Banco Central y por otro el valor del financiamiento preferencial. Si la brecha entre las dos tasas se acorta y si disminuye el monto del financiamiento subsidiado, sin duda el tamaño del subsidio disminuirá como en efecto lo ha hecho entre 1986 y 1988 y lo continuará haciendo en 1989, básicamente como consecuencia del pago de los créditos de estabilización que se originaron en 1983 con la sucretización de la deuda externa privada. Hay que tomar en cuenta que los créditos de estabilización; incluidos capital y comisión de riesgo cambiario, ascendían en Diciembre de 1985 a aproximadamente 120.000 millones de sucres, es decir equivalían al 80 por ciento del crédito total otorgado por el Banco Central a los bancos y compañías financieras en ese año. A diciembre de 1988 el crédito de estabilización y la comisión de riesgo cambiario asciende a 90.000 millones de sucres que constituye el 63 por ciento del crédito total otorgado por el Banco Central a los bancos y financieras.

Pero lo que es importante anotar es el hecho de que en sucres de valor constante, la deuda vigente, incluida la comisión de riesgo cambiario es a mayo de 1989 un 75 por ciento inferior al valor vigente en 1985, debido al efecto inflacionario.

Al final de 1989 y debido a que el Gobierno procederá al cobro de los vencimientos de los créditos de estabilización y de la comisión de riesgo cambiario, se espera que el monto de endeudamiento con el Banco Central por este concepto ascienda a aproximadamente 50.000 millones de sucres.

En virtud de que los créditos de estabilización tienen una tasa de interés subsidiada, la disminución en el monto de la financiación preferencial disminuirá a su vez el tamaño del subsidio del Banco Central y el valor real del mismo.

El fortalecimiento de las Entidades Financieras, que es otro de los objetivos del Programa de Ajuste Sectorial que permitirá implantar una política de tasas de interés más realista tendiente a la liberación de las mismas, incluye acciones de regulación, supervisión e intervención, incluyendo el fortalecimiento de las instituciones gubernamentales que realizan estas funciones. El objetivo fundamental de las políticas es garantizar la suficiencia de capital de las entidades financieras. El programa incluye el establecimiento de límites mínimos de capital con respecto a los activos de riesgo con el fin de asegurar la suficiencia de capital de las entidades. La norma que existía hasta el 22 de noviembre de 1988 era inoperante puesto que en la relación entre pasivas y capital se excluían algunos pasivos. La Junta Monetaria, mediante Regulación 564-88 considerando que era necesario adoptar medias tendientes a fortalecer la posición patrimonial de las instituciones financieras privadas del país y en virtud de que la Ley de Régimen Monetario faculta a este organismo a señalar proporciones mínimas de capital y reservas que las entidades financieras están obligadas a mantener en relación a sus activos y en base a los antecedentes expuestos, estableció las proporciones mínimas de capital y reservas según la categoría de activos, niveles de concentración de créditos y operaciones con firmas vinculadas y relacionadas. De esta manera se logra fortalecer las entidades financieras y controlar la excesiva concentración de riesgos.

Otras acciones previstas por el programa sectorial financiero incluyen normas contables para asegurar la transparencia de los estados financieros y disposiciones para regular los requerimientos de capital. La principal norma contable que ha sido promulgada se refiere a la contabilización de intereses sobre préstamos siempre que estos hayan sido cobrados con lo cual se evita que se incluya en los ingresos intereses cuya recuperación es dudosa.

También está prevista la capitalización de intereses no cobrados, lo cual es muy importante para una economía con inflación. Los mecanismos de capitalización de intereses buscan racionalizar el perfil real de amortización de las obligaciones y deben ser convenidos desde un inicio de la transacción, en las tablas de amortización respectivas.

Así mismo se debe proceder por parte de la Superintendencia de Bancos a prohibir la distribución de utilidades y dividendos a aquellas entidades financieras que tienen deficiencias de Capital; y, la Superintendencia de Bancos y el Banco Central deben acordar programas de rehabilitación con las instituciones que requieran de una recapitalización. Hasta el momento los programas de rehabilitación no han constituido un mecanismo satisfactorio para fortalecer las entidades en dificultades, es por ello que se debe proceder a la creación de un Fondo de Garantía de los depósitos, Fondo que además deberá permitir o facultar a la Superintendencia de Bancos a proceder a la remoción de los administradores responsables de la crisis financiera de una determinada institución. Además, dicho Fondo deberá permitir la práctica de reducir el capital de los accionistas en función de las pérdidas, las cuales serían repuestas por el Fondo. Esta última condición permitiría la rehabilitación de una entidad financiera e inclusive su venta sin que exista subsidio a las pérdidas de los accionistas.

Finalmente, para que el fortalecimiento del sistema financiero sea una realidad se requiere fortalecer a su vez la gestión de la Superintendencia de Bancos, por lo que será necesario la capacitación del personal técnico en áreas de evaluación y clasificación de cartera, política de crédito y auditoría de sistemas y análisis de auditorías externas.

El Desarrollo del mercado de capitales constituye otro de los objetivos fundamentales del programa sectorial financiero que tiene por objetivo racionalizar el mercado del crédito, mejorar el funcionamiento de los mercados secundarios, incluyendo las bolsas de valores y crear un mercado de bonos y créditos de largo plazo. Para ello estaba previsto en el programa sectorial financiero el liberar los controles que pesaban sobre las tasas de interés en operaciones reajustables y la creación de un mercado de subasta de bonos de estabilización del Banco Central que permita devengar una tasa de interés libre y coadyuve a su vez al control monetario. Estas medidas ya han sido adoptadas, con lo cual las tasas de interés reflejan o se aproximan a las tasas del mercado.

La movilización de recursos a largo plazo requiere que los créditos financiados con recursos de organismos internacionales no esten subsidiados. Ello también se ha cumplido, al establecerse, en la Regulación 600-89 de Junta Monetaria, como tasa de interés inicial, la máxima de libre contratación; esto es que la tasa de interés que rige para las operaciones de crédito con recursos del Banco Mundial (BIRF), Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Corporación Andina de Fomento (CAF) y Agencia Internacional de Desarrollo (AID), destinados al financiamiento de la mediana y gran industria y agroindustria devengarán una tasa de interés de 15 puntos superior a la base referencial la cual es el promedio aritmético de la tasa de interés nominal pagada en depósitos de ahorro y pólizas de acumulación.

Quizás vale la pena insistir en la necesidad de mantener la estabilidad macroeconómica a fin de lograr los objetivos propuestos.

4.2.2. Eliminar ciertos requisitos de cartera que se aplican a las instituciones financieras.

El establecimiento de requisitos para la concesión de créditos y más ampliamente, las políticas selectivas de crédito que buscan otorgar préstamos a través de tasas de interés preferenciales constituyen un obstáculo serio a la implantación de una política de equilibrio de las tasas de interés.

Los créditos prioritarios otorgados por las instituciones financieras con tasas de interés preferenciales no deberían nunca financiarse a base de fijar tasas de interés para los depósitos del público inferiores a los de equilibrio; sino que deberían financiarse con los recursos concesionarios de organismos internacionales, del Banco Central o, en el caso de ser instituciones financieras estatales, con su propios beneficios. Los préstamos subsidiados deberían constituir una excepción a las reglas generales para mantener el equilibrio financiero y no la norma general.

Deberían existir ciertos principios puntuales sobre los puntos de acuerdo o de incompatibilidad entre una política selectiva de crédito y una política de equilibrio de las tasas de interés a fin de no

causar problemas a las instituciones financieras en tanto y en cuanto existen ciertos requisitos de cartera que les obliga a conceder créditos subsidiados con recursos onerosos. Para evitar esto, el Banco Central debería fijar los montos de sus recursos propios a ser canalizados a través del sistema financiero con tasas de interés preferenciales, el destino de los mismos, el grado de subsidio implícito en las tasas preferenciales y los intermediarios financieros que utilizarían dichos recursos; y, el margen positivo entre las tasas cobradas a los prestatarios y las pagadas al Banco Central.

4.2.3. Homogenizar y reducir los encajes legales

La necesidad de reducir los encajes legales se deriva de los efectos distorsionadores que ellos tienen sobre el nivel y la estructura de las tasas de interés. Sin negar o dejar de reconocer la eficacia que los coeficientes de reservas tienen tanto como instrumento de política monetaria o como factor de estabilización coyuntural, se debe anotar que los coeficientes de reservas requeridas, más comúnmente llamados encajes legales, tienden a aumentar los márgenes de intereses a base de reducir las tasas de los depósitos, aumentar las de los préstamos, o ambos.

Así mismo, si estos encajes no se aplican uniformemente a todos los depósitos e instituciones financieras se puede y de hecho se distorsiona la estructura de las tasas de interés.

4.2.4. Mantener tasas reales

Para mantener el realismo de las tasas de interés, debe observarse el principio de que el nivel de las tasas de los instrumentos de captación de ahorro del público en moneda nacional sea lo suficientemente alto para compensar a los ahorradores por la inflación esperada por los mismos, sujeto a la condición de que ello no entorpezca la política monetaria mediante la entrada excesiva de recursos del exterior. Una norma indicativa para cifrar las tasas de interés de los depósitos a un nivel de equilibrio es que sean, por lo menos, superiores o iguales al menor de los dos indicadores

siguientes: la tasa de inflación prevista por las autoridades para el período corriente; el promedio de la tasa de inflación registrada en los tres años últimos, (ambos en base al índice de precios al consumidor). Sin embargo, por encima de ese mínimo no debería seguirse ninguna regla fija, sino que habría que tener en cuenta también otras condiciones de equilibrio, principalmente, la relación adecuada con las tasas de interés internacionales y la situación de liquidez del sistema financiero.

4.2.5. Homogenizar la estructura de las tasas de interés

Para que la estructura de las tasas de interés sobre los instrumentos de ahorro en moneda nacional sea homogénea, todas las tasas deberían guardar una relación entre sí y, generalmente, creciente en relación al plazo y a otras condiciones que reduzcan la incertidumbre de retiro de fondos. Con el fin de evitar incongruencias en la política, las tasas de los instrumentos emitidos por el Gobierno y entidades financieras estatales deberían revisarse conjuntamente con las del sistema financiero, al hacerse los ajustes. Así mismo, las instituciones no directamente reguladas por el Banco Central que existan, deberían quedar obligadas a consultar, necesariamente, con el Banco Central sobre los ajustes a efectuar en sus tasas de interés. En nuestro país esto se debe tener en cuenta principalmente en relación a las mutualistas de ahorro y crédito, a las cooperativas de crédito y, también a las compañías o sociedades financieras de financiamiento del consumo.

4.2.6. Establecer una tasa básica referencial

Un método conveniente y administrativamente sencillo de promover la flexibilidad necesaria para el realismo de la política de tasas de interés, manteniendo, al mismo tiempo, la estructura adecuada, consistiría en usar la tasa sobre los depósitos de ahorro como tasa básica mínima, con la que estarían relacionadas todas las demás tasas pasivas, de modo que una alteración de la tasa básica moviera automáticamente todo el sistema.

Los reajustes individuales de las tasas mínimas de los instrumentos de ahorro, por motivos específicos, podrían considerarse separadamente de los reajustes generales, cuando surgiera la necesidad, siguiendo los análisis técnicos del personal del Banco Central. Estas medidas de ajuste de las tasas pasivas requerirían, al mismo tiempo, ajustes en las tasas activas. La necesidad de un tal reajuste se plantea normalmente en toda su intensidad al efectuar una reforma financiera que tiene por objeto la racionalización de la estructura de las tasas de interés.

4.2.7. Reestructurar los encajes legales

En relación a la implantación de la nueva política de las tasas de interés destinada a establecer un nivel y estructura "óptimos" de las tasas, se requiere normalmente un replanteamiento de la política de encajes legales. Ante todo es necesario que los encajes se establezcan a niveles bajos y que sean uniformes por categorías de depósitos, pero se necesita también igualar más los encajes de las distintas categorías con el fin de evitar cualquier discriminación. Al reestructurar los encajes, lógicamente habría que tener en cuenta las circunstancias coyunturales de la economía, con el fin de asegurar que la rebaja y la reestructuración de los encajes estuviera apropiadamente coordinada con las políticas de estabilización económica. Así, se podría compensar el aumento de liquidez derivado de un menor encaje con una reducción del financiamiento del banco central.

4.2.8. Evitar la salida de capitales

Para posibilitar la entrada neta de capital en el sector privado debería, normalmente, existir un diferencial positivo a favor de las tasas de los instrumentos de ahorro en moneda nacional frente a los instrumentos equivalentes en el extranjero, ajustada por la tasa esperada de devaluación de la moneda nacional. Ese diferencial positivo quedaría, normalmente, asegurado si se siguieran los criterios de determinación de las tasas de interés de los

instrumentos de ahorro en moneda nacional apuntados en los numerales 4.2.4. y 4.2.5.¹⁶.

Ahora bien, dentro de este criterio, para hacer frente a especulaciones contrarias al interés del país, no debería seguirse ninguna regla fija para determinar la diferencia apropiada de las tasas de interés, interna y extranjera, sino que ella se fijaría en atención a las circunstancias cambiantes de las expectativas de devaluación de la moneda nacional. Normalmente, el control del diferencial ajustado bastaría para que el flujo de recursos del exterior fuera el adecuado. Sin embargo, en circunstancias especiales que resultan especialmente probables durante el proceso de implementación simultánea de un plan de estabilización y de una reforma financiera si la inflación interna requiriere tasas tan elevadas para los instrumentos de ahorro en moneda nacional que el diferencial entre éstas y las tasas externas indujera excesivos flujos del exterior sería necesario diseñar medidas adicionales de control de esos flujos con el fin de mantener la estabilidad monetaria y crediticia internas.

4.2.9. Desdolarizar la economía

Con el fin de desincentivar la dolarización de la economía nacional(entendiendo por dolarización el desplazamiento de los instrumentos denominados en moneda nacional por otros denominados en dólares u otras monedas extranjeras) las tasas de interés de los instrumentos de ahorro en moneda extranjera en el sistema financiero nacional deberían estar sujetas a límites máximos, que fueran siempre inferiores a las tasas de los instrumentos equivalentes en el extranjero. Dentro de esa condición, la fijación de las tasas máximas

¹⁶ Una condición suficiente para ello es que la tasa esperada de devaluación monetaria fuera igual o inferior a la diferencia entre la inflación interna y la extranjera, ya que, si las tasas de interés interna y extranjera se ajustarán, respectivamente, a las tasas de inflación interna y externa el diferencia entre las tasas de interés interna y externa sería igual o superior a la tasa de devaluación monetaria.

en dólares debe ejercerla la autoridad monetaria en forma discrecional y no conforme a una regla rígida, con el fin de frenar o estimular la entrada de capital, mediante la diferencia con las tasas en moneda nacional, según las circunstancias coyunturales. La fijación de máximos sobre las tasas de interés en dólares a un nivel bajo podría, normalmente bastar para desalentar la captación de depósitos en divisas en el sistema financiero. No obstante, será siempre apropiado mantener un encaje sobre los depósitos en moneda extranjera a un nivel superior, al de los mismos depósitos en moneda nacional.

4.2.10 Ajustar las tasas de las operaciones de crédito

Las tasas para las operaciones crediticias del sistema financiero financiadas con los recursos del público o los recursos ordinarios del Banco Central deberían mantenerse lo más ajustadas posible a las condiciones de los costos, riesgo y plazo de los préstamos a los que se apliquen, teniendo en cuenta, en todo caso, el margen adecuado sobre las tasas pasivas para que las instituciones bancarias operen con rendimientos no negativos. El poder de decisión en cuanto a las tasas de interés sobre el crédito ordinario debería recaer sobre las propias instituciones del sistema financiero, pero dejando abierta la posibilidad de que el Banco Central cuestionara los criterios de aplicación de tasas seguidos por las instituciones, cuando resultare obvio que las instituciones las han fijado fuera del equilibrio o sea, cuando hubieren fijado las tasas activas a un nivel demasiado alto.

Una vez efectuados los cambios anotados se esperaría un fortalecimiento del sistema financiero y una mayor competitividad. Se debería, así mismo, dar una mayor uniformidad a las normas que rigen al sistema financiero y promover una legislación y supervisión adecuadas para prevenir prácticas restrictivas, todo ello con miras a una liberalización de las tasas de interés.

4.3. PROBLEMAS DERIVADOS DE LA IMPLANTACION DE UNA REFORMA A LA POLITICA DE TASAS DE INTERES

Puesto que los problemas que pudieran surgir al implantar una reforma de la política de tasas de interés pueden ser múltiples y variados dadas las diferencias en la estructura de las instituciones bancarias y financieras del país y en virtud de las condiciones coyunturales de la economía ecuatoriana, he elegido, con criterio selectivo algunos problemas generales que probablemente se presentarían.

4.3.1. Los encajes legales, los márgenes de interés y los controles de capital.

Al implantar una reforma de las tasas de interés destinada a promover tasas reales de interés positivas se debe poner atención en que la política de encaje y otras políticas del Banco Central sean compatibles con la estructura de tasas de interés que se quiere adoptar.

Es importante tomar en consideración la relación existente entre los niveles de encaje, los márgenes entre tasas de interés pasivas y activas y la rentabilidad de los intermediarios bancarios y financieros, puesto que un error en la fijación de los márgenes puede traducirse en consecuencias negativas para la viabilidad de las operaciones de las instituciones financieras e inclusive para la estabilidad monetaria.

Si existen tasas pasivas elevadas y al mismo tiempo se mantienen coeficientes de encaje altos, que no perciben intereses, y los costos operativos de las instituciones financieras son elevados, las tasas activas de interés pueden subir a niveles reales relativamente altos, incluso en términos reales. Por lo tanto, se podría presentar una situación de fuertes entradas de capital si es que los niveles de las tasas internas excedieran las tasas internacionales sobre instrumentos financieros comparables. Esta situación puede plantear a las autoridades un problema, al menos en el corto plazo, de coordinación de las políticas de tasas de interés y del tipo de cambio, si simultáneamente se busca la reforma financiera y la estabilización de precios.

En efecto, si el ritmo de depreciación del cambio extranjero es reducido, el diferencial ajustado de las tasas de interés internas y externas será mayor, lo que podría estimular el ingreso de capitales de manera que el monto de fondos que ingresarían al país podría afectar la estabilidad monetaria y resultar en una inflación interna. Desde este punto de vista podría ocurrir una entrada de capitales que exceda la capacidad de absorción real del país en el corto plazo. Esto supone que si existe un límite en la capacidad del país de aumentar su absorción real a corto plazo, un aumento repentino y fuerte del ingreso de capitales, ocasionaría un proceso inflacionario en la medida que haga crecer los agregados monetarios a un ritmo superior a la absorción real.

Ello dependerá por otro lado, de lo que suceda con la cuenta corriente de la balanza de pagos. Esta tenderá a deteriorarse tanto por el freno impuesto a las tasas de cambio como porque al aumentar los precios internos, se tenderá a perder competitividad. Cabe anotar, que el que las entradas de capital puedan calificarse de excesivas desde el punto de vista del objetivo de la estabilización de los precios, no implica que no sean deseables desde el punto de vista del objetivo de estabilizar la balanza de pagos a corto plazo, ya que las entradas de capital pueden ayudar a mejorar una cuenta corriente deficitaria. Sin embargo la entrada de capitales conduce finalmente a una situación de endeudamiento para el país. De lo dicho se desprende que si se procede a una reducción de los coeficientes de encaje se ayudaría a reducir las tasas de las operaciones activas, pero deberá regularse el crédito del Banco Central con el fin de cortar la excesiva expansión monetaria que podría producirse.

En vista de que el deterioro del poder adquisitivo puede superar a la devaluación monetaria y como consecuencia el diferencial de las tasas de interés internas frente a la externas fuera muy grande se tendrán que imponer controles a la entrada de capitales para no ahondar el problema de endeudamiento externo.

4.3.2. Las políticas selectivas de crédito

Si bien una política de subsidios a los sectores y actividades considerados como prioritarios, a través de las tasas de interés preferenciales, es legítima y útil, esa política debe sujetarse a ciertos límites definidos claramente en base a principios financieros generales destinados a evitar que tales subsidios se conviertan en excusa para una represión financiera.

El primer principio es el de que esos subsidios no se conviertan en un obstáculo para que el nivel de las tasas pagadas por los recursos captados del público alcance el equilibrio. La condición sine qua non para eso es que el monto íntegro de los subsidios otorgados a través de tasas de interés preferenciales provenga de fuentes concesionarias externas o del Banco Central.

En principio podría añadirse a esas dos fuentes institucionales de recursos concesionarios, otros recursos provenientes del Gobierno, siempre que provengan de fuentes no inflacionarias, como los impuestos. Por ejemplo, se podría constituir nuevas aportaciones de capital a la banca estatal por parte del gobierno, como de hecho ha ocurrido con el Banco Nacional de Fomento. Dichas aportaciones podrían también dirigirse al Banco Central e incluso a la Corporación Financiera Nacional. Sin embargo, es difícil que el sector público no financiero pueda constituirse en fuente de fondos no inflacionarios, debido al crónico déficit financiero que el sector público tiene en nuestro país.

Paradójicamente, si las condiciones financieras del sector público fueran buenas, este sector podría ser una fuente importante de los subsidios a través de tasas de interés, sin conducir a la represión financiera. En nuestro país, la banca estatal tiene una función específica de fomento, es decir, de colocación de fondos a tasas preferenciales, cuyos fondos proceden del Banco Central y de aportaciones presupuestarias del Estado.

El segundo principio de una política adecuada de subsidios a través de las tasas de interés es que el subsidio sea concreto con el fin de que se pueda estimar el monto y determinar si se ajusta o no a las disponibilidades de fondos.

Esto implica, cuantificar el volumen del subsidio y su distribución y determinar las fuentes a utilizar, conforme al principio anotado anteriormente, de tal manera que haya consistencia entre las necesidades y los recursos.

La selección de los sectores y actividades considerados como prioritarios tiene que ser específica, acorde a las circunstancias y a las metas de la programación Monetaria y Crediticia del país. Dicha selección puede cambiar de un período a otro, según la evolución de las condiciones estructurales y la orientación y objetivos de la política gubernamental. Para ello, el Banco Central debe guiarse por la legislación vigente, relativa a la concesión de créditos prioritarios, por los lineamientos generales y específicos de la política económica del Gobierno y por los principios generales expresados en el Plan de Desarrollo.

Ahora bien, las razones para conceder subsidios, ya sea a través de tasas de interés preferenciales u otros medios, pueden ser muy diversos; desde razones puramente económicas que buscan impulsar determinadas actividades o sectores, como el agrícola o el de vivienda hasta consideraciones de orden política y social. Sin embargo, debe anotarse que si se establecen subsidios a sectores enteros de la actividad económica, como los señalados, se plantean dificultades para cuantificar y controlar los mismos por lo que debe reglamentarse y dirigirse a rubros más específicos y puntuales como por ejemplo, pequeños y medianos agricultores o vivienda popular de hasta una cuantía determinada. Si no se puede cuantificar las actividades o sectores a ser subsidiados se correría el peligro de no cumplir con el firme principio que exige limitar los subsidios a la disponibilidad de fondos no inflacionarios.

Un tercer principio general es que haya un control permanente y adecuado de los préstamos con tasas de interés preferenciales a fin de asegurar su debida utilización y el cumplimiento de los objetivos. El Banco Central tiene que analizar en base a criterios técnicos y tomando en cuenta los costos y beneficios la eficacia o no de los créditos selectivos. La Superintendencia de Bancos debería reforzar la supervisión a las instituciones financieras a fin de controlar el

uso adecuado de los préstamos selectivos.

Las autoridades pertinentes deberían analizar a los solicitantes del crédito subsidiado para determinar si califican para este tipo de programas; sancionar severamente el desvío de los fondos en caso de detectarse; y, señalar a todos los beneficiarios de este tipo de préstamos, sean particulares o instituciones, el carácter preferencial del préstamo, el objetivo del subsidio y el valor del subsidio a fin de que se tome conciencia del sacrificio que alguien tiene que estar haciendo para poder cubrir ese subsidio. Adicionalmente, el Banco Central debería hacer una evaluación ex-post a fin de saber si se ha cumplido con los objetivos propuestos o si se ha fracasado, en cuyo caso se debería proceder a cambiar los medios y los objetivos o ambos.

4.3.3. El impacto en los préstamos hipotecarios, y los préstamos de mediano y largo plazo

Las instituciones financieras que se dedican fundamentalmente al financiamiento de préstamos hipotecarios, tales como Banco Territorial, Asociaciones Mutualistas de Ahorro y Crédito y Cooperativas de Ahorro y Crédito, pueden tener y de hecho han tenido una difícil situación como consecuencia de los ajustes en las tasas de interés a menos que las autoridades hagan las reformas legales que se requieran a fin de que las tasas puedan reajustarse en el tiempo a medida que cambien las tasas de interés.

En lo que a préstamos de mediano y largo plazo se refiere, sobretodo a los sectores productivos, las autoridades introdujeron ya en 1986 la reajustabilidad de las tasas en períodos anuales; y recientemente en el presente año se ha autorizado la reajustabilidad de las tasas hasta en períodos trimestrales, con lo que el impacto de la flexibilización o liberación de tasas en este tipo de préstamos no sería negativo, lo cual sí es en los préstamos hipotecarios por lo que se dificulta la oferta de este tipo de préstamos.

Las rigideces de las tasas de interés hipotecarias afectan la liquidez y hasta la solvencia de las instituciones financieras, por cuanto los préstamos hipotecarios son de largo plazo y las tasas de interés

permanecen fijas hasta el vencimiento de los contratos hipotecarios. Como consecuencia, la liquidez de las instituciones hipotecarias puede verse afectada en proporción directa al aumento general de las tasas de interés. Si no se elevaran las tasas de interés pasivas a fin de proteger los beneficios de las Mutualistas o Cooperativas que otorgan este tipo de préstamos, perderían rápidamente fondos, los cuales serían transferidos a aquellas instituciones financieras en donde la tasa de interés es más alta. Si por el contrario, estas instituciones financieras elevan sus tasas pasivas con el fin de retener los depósitos, tenderían a incurrir en pérdidas a menos que diversifiquen sus activos y se desvíen de los objetivos para los cuales fueron creados, con lo cual se afecta a la industria de la construcción.

Para solventar este problema grave que se suscita como consecuencia de la flexibilización y posterior liberación de las tasas de interés, el Banco Central ha estudiado varias alternativas interesantes y ha sugerido incluso nuevos instrumentos financieros como los títulos hipotecarios con el propósito de mitigar los problemas de ajuste de las Asociaciones Mundialistas, en particular. Todas las propuestas consisten en introducir algún grado de flexibilidad en las tasas de interés hipotecarias o en tablas de amortización novedosas.

La cuestión es encontrar una combinación de ajustes a los prestamistas con el fin de minimizar los problemas que las tasas de interés flexibles imponen a los prestatarios hipotecarios. Así por ejemplo se ha planteado los préstamos hipotecarios con tasas de interés variables acordes con las variaciones de las tasas de interés pasivas. Como esto agrava el problema de los prestatarios se podría permitir que los sujetos de crédito escojan entre pagar los intereses adicionales al contado o añadirlos a sus contratos vigentes, con lo que se extenderían sus vencimientos. También se ha analizado otra alternativa, como es la de amortizaciones graduales progresivas. En este caso el monto de las mensualidades variaría en función de la tasa de interés, del monto del préstamo, del nivel de ingreso del prestatario etc., pero esta modalidad soluciona el problema de liquidez de los prestatarios pero no resuelve el problema de solvencia y hasta liquidez de las instituciones prestamistas.

Lo óptimo estaría en combinar las características de una y otra modalidad a fin de proteger la liquidez de las instituciones y de los sujetos de crédito.

CAPITULO V

5. CONCLUSIONES

Si bien el objetivo central de la tesis era hacer un análisis de las Políticas de tasas de interés en nuestro país durante la presente década y presentar una propuesta para el manejo de las mismas, había la necesidad de analizar cual ha sido la función del dinero en el proceso de desarrollo económico, cuales son los objetivos de la política monetaria y las condiciones que deben existir para que la política monetaria sea eficaz en un país en desarrollo como el nuestro. De este estudio se desprende que las perspectivas sobre la función del dinero en el proceso de desarrollo han cambiado sustancialmente desde los clásicos hasta nuestros días, quizás, por el hecho de que la atención de los sectores de la política económica estaba centrada en los problemas inmediatos de crecimiento de los países en desarrollo, se menospreció en un principio lo que podría lograr el dinero para acelerar la transformación de las economías.

Se podría sintetizar que la diferencia básica entre los denominados "estructuralistas" y los "monetaristas" está en la importancia dada a la política monetaria y las consecuencias de una expansión monetaria en el proceso inflacionarios; hasta cuando los economistas de una y otra escuela se dieron cuenta que la expansión monetaria descontrolada y las presiones inflacionarias causadas por la misma eran tan perniciosas como una política monetaria demasiado cautelosa.

El hecho de que el debate estructuralista monetarista haya prácticamente desaparecido se debe en gran parte a la mayor comprensión de la función del dinero delineado con gran claridad por los trabajos teóricos y empíricos de los países en desarrollo y a las consecuencias negativas de los estragos causados por la inflación en muchos de estos países.

No es necesario esgrimir muchos argumentos para estar convencidos de que la expansión inflacionaria del dinero impide el crecimiento en lugar de fomentarlo y que los cambios estructurales de las economías

en desarrollo no son independientes de la disciplina y estabilidad monetarias. La oferta monetaria puede incrementarse sin que se provoquen presiones inflacionarias, siempre que se genere la correspondiente demanda de dinero. La importancia del dinero no radica en su función específica de servir como medio de cambio sino porque funciona como un bien de producción, como un canalizador de los recursos de los sectores superavitarios a otros que lo necesitan para fines de inversión. De esta manera el dinero se transforma en un instrumento de utilización competitiva de los recursos de toda la economía. Respecto a los instrumentos de política monetaria se anota que las opiniones cambiaron sustancialmente durante las décadas de los sesenta y setenta y es así como las tasas de interés y las operaciones de mercado abierto pasan a constituirse en instrumentos de política y actualmente las tasas de interés y sus variaciones afectan la formación del ahorro lo cual es crucial dentro del proceso de desarrollo.

A partir del año 1981 ocurre un cambio significativo en el manejo de la política de tasas de interés y como consecuencia de la serie de problemas que la estructura de tasas de interés presentaba hasta entonces. Dichos problemas se caracterizaban por: una excesiva complejidad y dispersión que dificultaba la utilización de la tasa como un instrumento de política monetaria; dificultad para identificar a los verdaderos beneficiarios del subsidio implícito a través de las tasas de interés preferenciales; desviación considerable en el destino de los recursos subsidiados; niveles muy bajos de las tasas de interés en relación con la inflación situándolos por debajo del equilibrio y dando lugar a una demanda de crédito insatisfecha; desestimulo a la captación de recursos, por la presencia de tasas negativas en términos reales, impactando adversamente sobre la inversión y por ende en el crecimiento económico.

Como consecuencia de estos problemas la economía ecuatoriana había sufrido un proceso de estancamiento o represión financiera y había permitido el crecimiento del mercado extrabancario.

Así mismo, la estructura existente no reconocía la preferencia de tiempo del ahorrista puesto que no existía una diferencia de tipos de

interés para el corto, mediano o largo plazo, lo cual no permitía una mayor captación de recursos por parte del sistema financiero. Finalmente, existía una evidente falta de relación entre las tasas de interés internas y las vigentes en el mercado internacional.

Si bien el Ecuador no es una economía totalmente abierta, la mayor vinculación que se había producido en los últimos años de la década pasada con las entidades crediticias internacionales trajo como consecuencia que nuestra economía sienta los impactos provenientes de los mercados financieros internacionales. La nueva política de tasas de interés estableció ciertos principios fundamentales que debían considerarse para la determinación de las tasas de interés tales como la simplificación de la estructura, la flexibilización de la misma en función de una tasa básica que era la tasa mínima para los depósitos de ahorro, con lo cual una variación introducida en la tasa básica, automáticamente implicaba una variación en el mismo sentido en toda la estructura de tasas de interés tanto activas como pasivas. Dicha tasa básica, pretendía fijarse por la autoridad monetaria en relación con el índice de precios a fin de evitar el problema mencionado de la negatividad de las tasas reales de interés; y guardar una relación con las tasas prevalecientes en el mercado internacional, no sólo para evitar los movimientos de capital hacia el exterior, sino también para atraerlos.

No obstante que en un principio se recogieron todos los criterios mencionados para formular la nueva política de tasas de interés, los ajustes efectuados por las autoridades no fueron lo suficientemente agresivos ni tuvieron la oportunidad requerida para mantener las tasas en un punto de equilibrio, por lo que el incremento en el ahorro financiero en términos reales fue negativo en los años 1981, 1982 y 1983 en virtud de que la inflación fue superior al incremento nominal del ahorro financiero.

A partir de diciembre de 1984 la autoridad monetaria diseñó una nueva política de tasas de interés cuyo objetivo principal era estimular el ahorro interno para canalizarlo hacia la inversión y así contribuir al desarrollo económico del país. Para ello se creó un mecanismo de operaciones especiales, tanto activas como pasivas, a tasas de

mercado; es decir se hizo una liberación parcial de las tasas de interés, se simplificó la estructura de las mismas y se contribuyó al desarrollo del mercado de dinero como paso previo para un posterior desarrollo del mercado de capitales. Al crearse las pólizas de acumulación y los certificados financieros a tasas de libre contratación se permitió un mejor control de la oferta monetaria por parte del Banco Central, se disminuyó la dependencia del sistema financiero en el Banco Central al permitirle una mayor captación de recursos en el mercado; se legalizó un mercado extrabancario de grandes proporciones reduciendo significativamente la proliferación de instituciones parabancarias que no estaban preparadas técnicamente para manejar los vigentes recursos de ese mercado; se otorgó una mayor seguridad a los depositantes y desde luego una alternativa de inversión atractiva; y se logró una mayor oferta de crédito para la inversión.

Posteriormente, el 11 de agosto de 1986 se amplió la flotación de las tasas de interés a todas las operaciones activas y pasivas del sistema financiero nacional cuyos recursos se originaban en el mercado. La modificación en la estructura de las tasas de interés constituyó sin duda alguna una decisión para la cual no existía precedente en la historia del mercado financiero ecuatoriano y es quizás por ello que se creó un clima de confusión en cuanto al objetivo que pretendía alcanzar, confusión hasta cierto punto comprensible dada la naturaleza de las medidas adoptadas, pero que fue superada muy rápidamente por parte del sistema financiero y del público en general.

La liberación parcial de las tasas de interés tenía por objeto a su vez proporcionarle a la banca los recursos suficientes para el financiamiento de los distintos sectores de la economía por cuanto no se quería que el Banco Central continué suministrando recursos al sistema financiero en los montos que lo había hecho en el pasado. Se buscaba transformar esa situación, que los bancos captan recursos propios y que no dependen sólo de los créditos del Banco Central. Por cierto la medida no buscaba resultados de plazo inmediato pero pretendía lo ideal: que en un futuro no lejano, el Banco Central mantenga únicamente créditos selectivos para estimular ciertos sectores de la economía, determinadas operaciones prioritarias al

desarrollo nacional, y no financiar en forma casi absoluta al sistema financiero nacional lo cual constituía una excusa para la represión financiera.

La liberación de tasas lograda tuvo un saludable impacto sobre el volumen de movilización de recursos. En efecto hasta 1984 los activos líquidos: dinero, depósitos de ahorro y plazo, pólizas de acumulación y certificados financieros constituyeron cerca del 20 por ciento del producto interno bruto (PIB) y como consecuencia de la liberación de tasas, la movilización de recursos líquidos ascendió en forma permanente a un 25 por ciento del PIB a diciembre de 1987, incrementando su contribución al sistema financiero de 45 por ciento del crédito al sector privado en 1984 hasta el 78 por ciento en 1987.

Para 1988 la situación es un tanto diferente por una serie de circunstancias tanto endógenas como exógenas que no permitieron que la liberación de tasas esté acompañada de una política macroeconómica estable. El incremento del gasto del sector público, acompañado de una reducción de los ingresos obligó al financiamiento con emisión monetaria del Banco Central por lo cual el incremento de la oferta monetaria condujo a una aceleración en las tasas de inflación y devaluación. Como resultado, las tasas nominales de interés subieron mientras las tasas de interés reales se vuelven negativas. El ahorro financiero creció en 1988 a una tasa del 34.4 por ciento que frente a la tasa de inflación del 85.7 por ciento resulta un crecimiento negativo en términos reales. Pese a los problemas surgidos en 1988, sin duda, la experiencia de la liberación de tasas de interés fue positiva y favorable en su conjunto.

A partir del 30 de agosto de 1988 el nuevo Gobierno estableció un programa de emergencia en el que se delinió una nueva política de tasas de interés que tiene por objeto atacar el proceso inflacionario para lo cual se fijó un margen de 19 puntos porcentuales entre la tasa de interés que pagan los bancos sobre los depósitos de ahorro y la máxima tasa de interés de los préstamos a corto plazo. Para el caso de los bancos extranjeros y las demás instituciones financieras que no reciben depósitos de ahorro, el margen fijado tomará como base el promedio de las tasas pagadas por los cinco bancos más grandes del

país en los depósitos de ahorro.

Si bien el objetivo era reducir la variabilidad de las tasas activas, en la práctica no ha sucedido así, puesto que al no eliminarse la flotación de las tasas, cada institución bancaria o financiera continuó pagando por sus ahorros la tasa que le permitía captar más depósitos y por tanto la variabilidad de las tasas activas continuó. Sin embargo, el hecho de tomar como tasa referencial la de los depósitos de ahorro y no un promedio de las captaciones de la banca, ocasionó grandes pérdidas a aquellos bancos que tenían altos porcentajes de pólizas de acumulación a tasas cercanas al 40 por ciento. El sistema de cálculo establecido estimuló a la banca a buscar formas suigeneris de colocación de recursos para de esa manera compensar las pérdidas que la tasa referencial de los depósitos de ahorro les ocasionó. La respuesta fue una disminución de los préstamos de la banca privada a los sectores productivos, aunque si ocurrió un incremento de los depósitos de ahorro debido al aumento de sus tasas de interés las cuales pasaron de un promedio del 22 por ciento en agosto de 1988 a 28 por ciento en abril de 1989, debiendo anotar que algunos bancos pagan hasta el 32 por ciento con lo cual las tasas activas varían entre 46 y 51 por ciento anual.

Uno de los problemas básicos del país ha sido la falta de financiamiento a mediano y largo plazo por cuanto las fuentes de recursos de la banca, fundamentalmente compuesta de depósitos monetarios y depósitos de ahorro, hasta 1984, son de corto plazo. Es por ello que al crearse el mecanismo de pólizas de acumulación y certificados financieros en diciembre de 1984, se buscaba proporcionarle al sistema financiero una fuente más estable para que financiara préstamos a mayores plazos. El sistema establecido a partir de septiembre de 1988 obligó a la banca a incrementar las tasas de interés de los depósitos de ahorro, con lo cual los montos en este rubro se incrementaron en detrimento de la desaceleración en la captación de pólizas de acumulación, empero ello desestimuló los préstamos de mediano plazo, acelerando la rotación de los recursos y acortando sus plazos, lo cual resulta inconveniente a los sectores productivos y a la inversión en general.

Posteriormente, en el mes de abril de 1989 las autoridades monetarias modificaron el mecanismo de cálculo de las tasas de interés activas estableciendo un margen de 15 puntos porcentuales, en lugar de 19 que fijaron en agosto de 1988, por encima del promedio aritmético de las tasas de interés de ahorro y pólizas; y para las instituciones que no captan ahorros al margen se fija tomando en cuenta el promedio de tasas de ahorro y pólizas de todos los bancos en lugar de la de los cinco bancos más grandes. Esto determina que las tasas de interés se incrementen entre 5 y 6 puntos porcentuales, siendo los más beneficiados los bancos extranjeros y las financieras privadas. Si bien el cambio efectuado tiende a racionalizar el sistema de fijación de tasas de interés, hubiera sido más lógico que se considere como referencia el promedio ponderado de las tasas de ahorro y pólizas con lo cual las tasas de interés se acercarian más a la realidad del mercado.

En la práctica el resultado no ha llevado a una baja de las tasas de interés activas ni a un incremento del financiamiento a los sectores productivos, dando lugar más bien al apareamiento de un mercado extrabancario que se había prácticamente eliminado con la liberación de tasas de interés implantada a partir de diciembre de 1984. Cabe anotar que la elevación de las tasas de interés preferenciales es una medida en la dirección correcta puesto que disminuye el subsidio del Banco central, acorta la distancia entre las tasas preferenciales y las de las operaciones generales, disminuye el desvío de los créditos selectivos y establece tasas más acordes a la realidad económica que vive el país.

Finalmente se han analizado las principales condiciones que deben existir para una liberación de tasas de interés, las razones por las que ciertas condiciones no se dan en los países en desarrollo y se han propuesto una serie de principios básicos que deben regir el manejo de las tasas de interés a fin de aproximar el nivel y la estructura de las tasas a lo que sería si existiría un sistema competitivo ideal. Estos principios básicos se fundamentan en consideraciones tanto internas como externas y toman en cuenta las expectativas inflacionarias, las expectativas de variación del tipo de cambio, las tasas de interés internacionales y la liquidez del sistema financiero.

Se enfatiza la necesidad de coordinar la política de tasas de interés con la política macroeconómica global. Para ello, se establece la necesidad de reducir los niveles de encaje legal a fin de acortar la brecha entre las tasas pasivas y activas lo que lleva implícito una reducción en el crédito del Banco Central para contrarrestar la liquidez que se crearía por la reducción anotada o en su defecto el utilizar otros instrumentos de política monetaria para cumplir con el mismo fin. Así mismo se anota la necesidad de racionalizar los requisitos de cartera y las políticas selectivas de crédito a fin de que no contraríen el objetivo de lograr un nivel y estructura óptimos de las tasas de interés.

También se anota el cuidado que se debe tener para adaptar los principios básicos generales a las características de orden estructural e institucional que existen en el país, tomando en cuenta las condiciones limitantes de orden legal e institucional.

Creo que es importante concluir indicando que no ha sido mi intención contemplar el manejo discrecional de las tasas de interés como un sustituto de la libre determinación de las tasas de interés por las fuerzas del mercado, sino como una alternativa mientras se lleva a cabo una reforma financiera que conduzca a un fortalecimiento del sistema financiero y al mejoramiento de la estructura del mercado financiero, que den lugar a una competencia efectiva y finalmente a una liberación de las tasas de interés.

BIBLIOGRAFIA

ARMIJOS, ANA LUCIA

"La administración de la política monetaria ante las variaciones de las tasas de interés en el mercado mundial" Ed. Dpto. de Publicaciones Técnicas Banco Central, 1982, Quito, Ecuador.

BALIÑO, TOMAS J.T.

"Instrumentos de Política Monetaria: Aspectos Técnicos", Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, 1987

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

"Memorias del Gerente General del Banco Central del Ecuador, 1980-1987", Subgerencia de Publicaciones Técnicas, Quito, Ecuador.

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

"La Información Estadística Mensual, 1980-1989", Subgerencia de Publicaciones Técnicas, Quito, Ecuador.

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

"Política Económica frente a la crisis: Conferencias", Ed. Dpto de Publicaciones Técnicas Banco Central, Vol. I y II, 1987, Quito, Ecuador.

BANCO CENTRAL DEL ECUADOR

"Las Tasas de Interés en el Ecuador", Cuestiones Económicas No. 3, Julio de 1980, Quito, Ecuador.

COATS, WARREN L. y D. KHANTKHATE

"El dinero y la política monetaria en los países menos desarrollados", Ed. Basic Books, 1979, New York, U.S.A.

FRIEDMAN, MILTON y A. SCHWARTZ

"A monetary History of the United States, 1867-1960", Ed. Basic Books, 1970, New York, U.S.A.

FRY, MAXWELL J.

"Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 10. No. 4, November 1978, Washington D. C., U.S.A.

GUITIAN, MANUEL

"Crédito versus dinero como instrumento de control", Staff Papers, Vol. XX, Noviembre 1973, Washington D.C., U.S.A.

JAUREGUI, GUILLERMO

"La política optima de tasas de interés para el fomento del ahorro financiero y el desarrollo económico", Cuestiones Económicas No. 3, Julio 1980, Quito, Ecuador.

McKINNON, RONALD I.

"Money and Capital in Economic Development", The Brookings Institution, Washington D.C., 1973, U.S.A.

SOLIMANO, ANDRES

"Liberalización Financiera Interna y Crisis", Proyecto PNUD/CEPAL, GEL, Buenos Aires, 1987.

SHAW, EDWARD S."

"Financial Deepening in Economic Development", Oxford University Press, 1973, New York, U.S.A.

ZAHLER, ROBERTO Y OTROS

"Políticas Macroeconómicas", CIEPLAN, Ed. Alfabet Impresores, 1986, Santiago de Chile.