

83
29



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

**REFORMA FINANCIERA Y CRECIMIENTO
ECONOMICO**
(Una Evaluación para México, 1982-1990)

TESIS PROFESIONAL
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADA EN ECONOMIA
P R E S E N T A .
CECILIA REYES MONTES



CIUDAD UNIVERSITARIA D.F.

1993

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

REFORMA FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONOMICO
Una evaluación para México 1982-1990

INTRODUCCION	111
CAPITULO 1	1
ENFOQUES ALTERNATIVOS SOBRE EL CRECIMIENTO ECONOMICO	
1.1. El modelo de Harrod-Domar	4
1.2. El modelo neoclásico de crecimiento	6
1.3. Modelos monetarios de crecimiento	9
1.3.1. El modelo de James Tobin	11
1.3.2. El modelo de Levhari y Patinkin	13
CAPITULO 2	19
CONSIDERACIONES TEORICAS SOBRE EL PAPEL DEL DESARROLLO FINANCIERO EN EL CRECIMIENTO ECONOMICO	
2.1. La intermediacion financiera	20
2.2. El marco teórico del desarrollo financiero	25
2.2.1. Gurley y Shaw	26
2.2.2. Ronald McKinnon y Edward Shaw	31
2.2.3. La reforma financiera desde el FMI y el Banco Mundial.	46
2.2.4. La perspectiva neoestructuralista	52
2.3. Otra vez los modelos de desarrollo financiero	61

CAPITULO 3	65
DESEMPEÑO MACROECONOMICO Y EL SECTOR FINANCIERO EN LA ANTESALA DE LA REFORMA FINANCIERA EN MEXICO	
3.1. La política de ajuste entre 1982 y 1990	65
3.2. Evolución del sistema financiero mexicano	75
3.2.1 Intermediarios bancarios	78
3.3. Intermediarios financieros no bancarios	113
CAPITULO 4	131
LA CONTRIBUCION DEL DESARROLLO FINANCIERO AL CRECIMIENTO ECONOMICO EN MEXICO	
4.1. El proceso de reforma financiera en México	131
4.2. El impacto de las condiciones financieras sobre el ahorro, la inversión y el crecimiento.	142
CONCLUSIONES	158
BIBLIOGRAFIA Y HEMEROGRAFIA	172

INTRODUCCION¹

Las últimas dos décadas han presenciado grandes transformaciones en la economía mundial -se han impuesto los procesos de globalización económica y, simultáneamente, regionalización, acentuándose el neoproteccionismo, por lo que ha aumentado la competencia en los mercados con el respectivo mejoramiento en la productividad y eficiencia de nuevos procesos productivos-, en los instrumentos de política económica, en los criterios que la guían y en los objetivos de ésta -durante los setenta se rompió el consenso en torno al keynesianismo, sucediéndole el monetarismo en la práctica, que igual fracasó a mediados de los ochenta en los países industrializados que lo aplicaron-. Se han llevado a cabo nuevas aplicaciones tecnológicas al campo de las comunicaciones y procesamiento de datos, que han reducido el tamaño del mundo acercándonos más. A nivel teórico nuevas corrientes de pensamiento económico han ocupado el escenario, criticando "las ideas caducas", a las que sustituyen por propuestas que recuerdan el mundo neoclásico de principios de siglo.

En la década de los ochenta, el sistema financiero se convirtió en el centro de atención de los economistas. En los países desarrollados absorbió recursos del resto de la economía -capital y fuerza de trabajo altamente calificada- convirtiéndose en el sector más rentable de la economía -e.g. el caso del mercado de los bonos en los E.U.A.-. En los países subdesarrollados, debido a la crisis de la deuda, se cerró el acceso a los recursos externos, con lo que los sistemas financieros domésticos se convirtieron en las fuentes de recursos más importantes para financiar la inversión interna, misma que debería no sólo sostenerse, sino crecer para hacer frente a las crecientes necesidades y rezagos sociales del subdesarrollo.

Simultáneamente, las innovaciones del mercado y las mutaciones en

¹ La autora agradece el apoyo de DGAPA durante los semestres 1992-1, 1992-2, para llevar a cabo la presente investigación.

las condiciones económicas imperantes convirtieron a los sistemas financieros, principalmente su componente bancario -fuertemente regulado, a partir de la amarga experiencia de 1929-, en ineficientes y no aptos para enfrentar las nuevas situaciones. Así se impuso a nivel internacional la ola desregulatoria, en conjunción con las políticas neoliberales y de apertura económica dirigidas a los países subdesarrollados.

El FMI y el Banco Mundial adoptan, dentro de sus paquetes de ajuste y estabilización económica, las recomendaciones de reforma financiera basadas en el modelo standard de liberalización -elaborado por McKinnon y Shaw a principios de los setenta- y esparcen por el mundo subdesarrollado la liberalización financiera, considerada como una panacea para remover los obstáculos al crecimiento económico.

Las experiencias de reforma financiera en los países desarrollados son completamente diferentes de las experiencias de los países subdesarrollados, en los primeros, se trata más bien de ajustes regulatorios a un sistema financiero plenamente desarrollado. Sin embargo, con la crisis de las bolsas de valores en 1987 y posteriormente, las quiebras masivas de pequeños intermediarios financieros y la especulación con los bonos chatarra en los E.U.A., se demuestra que el sistema financiero no puede operar completamente desregulado.

En los países subdesarrollados los sistemas financieros se encuentran escasamente desarrollados y por tanto su vulnerabilidad es aún mayor. De la lista de experiencias de liberalización financiera, pocas han rendido los resultados previstos y la gran mayoría han fracasado, arrastrando a la economía a la inestabilidad.

El objetivo principal de éste documento es analizar los efectos de la reforma financiera en México a partir de 1988. La reforma financiera se ha presentado como elemento fundamental para emprender el crecimiento económico, pero su éxito, según el Banco Mundial y el señor McKinnon dependen de la consecución de algunos prerrequisitos básicos. Aquí se intenta responder para el caso de México ¿hasta qué punto se han seguido las recetas del FMI, -considerando que las características económicas e institucionales del país condicionan la aplicación del modelo,- y cuáles son los resultados en materia de crecimiento económico?

El trabajo se ha organizado como sigue. El capítulo 1 presenta los modelos de crecimiento fundamentales, reales y monetarios. En los primeros se destaca el papel de la inversión y en los segundos los cambios que sufren al introducir el dinero. El capítulo 2 aborda los modelos de desarrollo financiero, contruidos sobre la crítica a los modelos del capítulo precedente, y específicamente formulados para los países en desarrollo (PAEDE). Ambos capítulos conforman la estructura para analizar el papel del desarrollo financiero en el crecimiento económico.

El capítulo 3 presenta el escenario para el análisis posterior de la evolución del proceso de reforma financiera en México. En la primera sección se presenta someramente el desempeño macroeconómico entre 1982 y 1990 y a continuación se analiza la evolución de los intermediarios que conforman el sistema financiero mexicano durante el período.

El siguiente capítulo examina el proceso de reforma financiera en México, a partir de 1988, comparándolo con las instrucciones del FMI y Banco Mundial para llevar a cabo una reforma financiera exitosa. A partir de aquí se revisará el impacto de la reforma financiera en términos de ahorro, eficiencia en la asignación de los recursos, oferta de capital de largo plazo y uso productivo de éste y por supuesto su efecto sobre el crecimiento económico.

En las conclusiones se contesta la pregunta y se plantean los problemas que deberá sortear el sistema financiero mexicano ante la inminente apertura externa.

CAPITULO UNO

ENFOQUES ALTERNATIVOS SOBRE EL

CRECIMIENTO ECONOMICO

ENFOQUES ALTERNATIVOS SOBRE EL CRECIMIENTO ECONOMICO

En la literatura económica, con frecuencia se utilizan indiscriminadamente los términos crecimiento y desarrollo económicos para designar un mismo fenómeno, o lo que parecería el mismo fenómeno, reduciendo el desarrollo a mero crecimiento económico.

El desarrollo económico va más allá del nivel cuantitativo, de la medición en cifras del desempeño de la inflación, el producto y la inversión, tiene que ver con la distribución equitativa del ingreso, el mejoramiento de la calidad de vida del conjunto de la población y la satisfacción de sus necesidades básicas, -que sufren cambios conforme se transforma el patrón cultural específico-, el mantenimiento del equilibrio ecológico del planeta y la transformación del sistema de valores, entre otros factores.

El desarrollo, en este sentido amplio, rebasa el marco de esta investigación, que se limita a la relación entre el crecimiento económico, medido a través de los indicadores cuantitativos de la macroeconomía y el desarrollo financiero, definido por la teoría de la liberalización financiera. El nexo entre ambos es la variable que dinamiza el proceso de crecimiento, i.e., ahorro e inversión.¹

En este capítulo se abordarán los modelos de crecimiento económico fundamentales (keynesiano y neoclásico). Los modelos de crecimiento económico se desarrollan en el contexto de la posguerra, cuando parecía que había una oportunidad de reconstruir un nuevo sistema internacional, con el establecimiento de la ONU, y las instituciones de Bretton Woods, es la época de la reconstrucción de Europa con el Plan Marshall, y había esperanzas de una ayuda parecida para los países subdesarrolla-

¹ Para la escuela neoclásica la variable que determina la inversión es el ahorro, dado que el ahorro se convierte automáticamente en inversión, las políticas que promueven el ahorro son bien vistas, por su capacidad para dinamizar el crecimiento económico.

dos, ya entonces explícitamente reconocidos, también, como actores del escenario económico internacional.

El predominio del modelo keynesiano fue característico de este período, tanto en el ámbito teórico como el de las políticas económicas; la posibilidad de la regulación de los ciclos económicos a través de la intervención estatal llevaba a considerar el crecimiento sostenido de largo plazo, como el escenario más probable en el futuro.

Los modelos keynesianos de crecimiento introducen una función de inversión independiente, --en tanto la característica de los modelos neoclásicos es una función de producción--, así las conclusiones de ambos difieren. La perspectiva keynesiana presenta al crecimiento como un proceso en "el filo de la navaja", mientras que los modelos neoclásicos derivan rutas estables de crecimiento de equilibrio a largo plazo con reglas de oro maximizadoras del bienestar y consumo.

En este contexto, el crecimiento económico se concibió en términos de acumulación de capital o del nivel de inversión. Al identificarse crecimiento con el incremento de la capacidad productiva, la industrialización recibió atención prioritaria. Para 1955, Gurley y Shaw presentan la primera crítica a esta concepción del crecimiento, resaltando la contribución de los aspectos financieros al crecimiento económico. En ese año James Tobin presenta un modelo agregado que permite sustitución de factores y lo que Solow llamaría más adelante "las complicaciones keynesianas", i.e., los efectos monetarios. A partir de estas contribuciones seminales se desarrollaron los modelos de crecimiento monetario. De ellos los más importantes, son la extensión del mismo Tobin, el modelo de Levhari y Patinkin y las aportaciones de Friedman.

En la década del setenta, McKinnon y Shaw elaboran los fundamentos de la teoría de la represión financiera, que para la siguiente década se convirtió en el sustento de las recomendaciones de reforma financiera del FMI y Banco Mundial.

Lo que sigue a continuación es la presentación de estos modelos de crecimiento económico y de crecimiento monetario, que constituyen el marco en que se inscriben las aportaciones de McKinnon y Shaw.

1.1 El modelo de crecimiento de Harrod-Domar¹

El modelo pionero de crecimiento es el de Harrod-Domar, dónde se plantea una ruta única de crecimiento garantizado, determinado tanto por la propensión al ahorro, como por la cantidad de capital requerida por incremento unitario de la producción total. Esta es la única trayectoria de equilibrio para los productores; fuera de ésta hay un campo dónde las fuerzas centrífugas hacen que una desviación de esta trayectoria propicie un alejamiento mayor. Es la "ruta de crecimiento en el filo de la navaja".

En este modelo el crecimiento depende de las expectativas de los agentes y de la igualdad entre la inversión planeada y la inversión efectiva utilizando una combinación del principio de aceleración y la teoría del multiplicador.

El modelo Harrod-Domar puede plantearse en los siguientes términos: Se supone un crecimiento sostenido con razones fijas de capital-producto, C y ahorro-producción, s . Cada unidad de capital es igual a $1/C$ unidades de producto, de dónde se generan s/C unidades de ahorro neto que incrementarán el stock de capital. El producto es proporcional al capital, por lo tanto, s/C es la tasa de crecimiento del producto ($G_t = s/C$).

La inversión, I se determina totalmente por el ahorro empleado², S . Harrod introduce una función de inversión del tipo acelerador. La expectativa de una demanda efectiva adicional determina el nivel de inversión y genera vía multiplicador el nuevo nivel de demanda efectiva.

Harrod plantea el problema de la realización de las expectativas del inversionista en la siguiente forma: Los inversionistas planean su inversión en el próximo período, I_t de acuerdo a la demanda pasada, Y_{t-1} . Así la inversión ex-ante es:

$$(1) \quad I_t = C(X_t - Y_{t-1})$$

² La exposición se basa en Harrod (1939).

³ Harrod (1939) señala "...de acuerdo con Keynes, $S=I$, ex-post, necesariamente, aunque no haya igualdad ex-ante, por la presencia de inventarios, inadecuada oferta de equipo productivo o demanda insuficiente." p.16.

El mecanismo del multiplicador hace que el incremento en la inversión planeada resulte en una producción efectiva mayor a la planeada.

$$(2) \quad Y_t = I_t (1/s)$$

de dónde la tasa de crecimiento sería:

$$(3) \quad g = (X_t - Y_{t-1}) / X_t.$$

De manera que $g = g_0$, de lo contrario los inversionistas tratarían de corregir la discrepancia, alejándose cada vez más del equilibrio por el mecanismo del multiplicador, ec. (2).

Cuando las expectativas de los inversionistas son mayores que la tasa garantizada de crecimiento ($g_0 < g$), habrá un déficit en la producción y merma en la capacidad productiva, por lo que los inversionistas se verán estimulados a planear una mayor inversión para el próximo período, exacerbando el desequilibrio inicial. Análogamente cuando $g_0 > g$, los inversionistas reducirán su inversión planeada, por exceso de inventarios y capacidad productiva, alejándose cada vez más de la tasa de crecimiento garantizada. Así, se origina un ciclo económico. El problema son las señales del mercado.

El segundo problema del modelo tiene que ver con el equilibrio entre la tasa garantizada y la tasa natural. Para Harrod el crecimiento se desenvuelve de acuerdo a la acumulación de capital, con una C dada, en tanto los requerimientos de mano de obra al nivel de productividad dado, no rebasen la magnitud de la fuerza de trabajo potencial, a largo plazo, el límite de la tasa de crecimiento es la barrera del pleno empleo.

La tasa natural de crecimiento es la tasa máxima⁴ sostenible a largo plazo, que está dada por la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo: n y la tasa de crecimiento del progreso técnico, m :

⁴ Harrod la define como "la tasa máxima de crecimiento permitida por el crecimiento de la población, acumulación de capital, progreso tecnológico [neutral en el sentido de Harrod] y curva de preferencia trabajo-ocio, suponiendo siempre pleno empleo en algún sentido." La tasa natural g_0 no siempre coincide con la tasa garantizada, pero la limita. Si $g_0 < g$, se originará una tendencia depresiva hasta que $g_0 > g$, dando lugar al desempleo crónico. Un incremento inflacionario o un alza de la tasa de beneficios llevaría nuevamente a g_0 hacia arriba sucediéndose auge y depresiones.

$$(4) \quad s/C = n + m$$

Cuando se cumple la igualdad existe un equilibrio permanente de pleno empleo, pero si $s/C > n+m$ la barrera del pleno empleo conducirá a un alejamiento acumulativo del equilibrio. En el caso de $s/C < n+m$, se generará una proporción creciente de desempleo.

En este modelo los mecanismos de ajuste para aproximar la tasa de crecimiento natural a la garantizada pueden afectar a cualquiera de las cuatro variables. En los modelos keynesianos el ajuste se da por el lado del ahorro, que depende de la distribución del ingreso entre el factor capital y el factor trabajo, lo que lleva a la formulación de las teorías de la distribución. Este es el tema del que se ocupan los modelos de crecimiento de Cambridge. Otra opción es el ajuste a través de la razón C , que resuelve el modelo neoclásico.

1.2 El modelo neoclásico de crecimiento⁵

A mediados de los cincuenta se rompe el consenso. Tobin, Hicks, Meade, Solow y Swan, proponen modelos de crecimiento con "supuestos más realistas"; sustituyen el coeficiente de capital fijo del modelo Harrod-Domar por una función de producción, que permite la sustitución de los factores. En este modelo así modificado, desaparece el crecimiento en "el filo de la navaja".

Los modelos neoclásicos trabajan con los siguientes supuestos: un sector en la economía, se produce y consume un solo bien compuesto, - los elementos de éste se producen en diferentes empresas-; la fuerza de trabajo crece a la tasa n , y el cambio tecnológico es neutral en el sentido de Harrod; el producto depende de los factores productivos capital y trabajo, esenciales para la producción, de dónde resulta una función de producción uniforme y cóncava.

En todo momento la identidad básica es:

$$(5) \quad K = sY(t)$$

⁵ El modelo está expuesto en Solow(1956).

dónde: $sY(t)$ es la fracción ahorrada

$Y(t)$ es el volumen de la producción.

$K(t)$ es el acervo de capital de la comunidad, -acumulación del bien compuesto, su tasa de crecimiento es: $K = dk/dt$. La función de producción puede formularse como:

$$(6) \quad Y = F(k, N)$$

La oferta de mano de obra disponible es:

$$(7) \quad N(t) = N_0 e^{nt}$$

Sustituyendo en (5)

$$(8) \quad K = sF(k, N_0 e^{nt})$$

Obtenemos la ecuación básica que determina la ruta temporal de acumulación de capital de pleno empleo. Dado que la tasa de crecimiento de la mano de obra es exógena, la única variable es $k(t)$, la solución es el perfil temporal único del acervo de capital de la comunidad que empleará todo la mano de obra disponible.⁶ Con esta ruta temporal, más la de la fuerza de trabajo, se obtiene a partir de la función de producción la ruta temporal de la producción real. El perfil temporal del salario real y el del rendimiento del capital se obtiene de las derivadas respectivas de productividad marginal.⁷

La divergencia entre la tasa de crecimiento garantizada y la tasa de crecimiento natural en el modelo de Harrod, la resuelve Solow a través del ajuste en la razón capital-producto, al introducir la función de producción. La ecuación (8) presenta una ruta de crecimiento, compatible con cualquier tasa de crecimiento de la fuerza de

⁶ En Solow (1956) pleno empleo significa que las tasas de crecimiento del empleo y la fuerza de trabajo se emparejan. Igualmente se excluyen los problemas de la realización de las expectativas de los inversionistas.

⁷ El salario y la renta reales se determinan por la productividad marginal correspondiente: $dY/dN = w/p$ (salario real) y $dY/dK = q/p$ (renta real).

trabajo. Para examinar los patrones de crecimiento posibles introduce la razón capital-mano de obra: r ,

$$(9) \quad r = K/N$$

sustituyendo N de (7):

$$(10) \quad k = rN_0 e^{nt}$$

diferenciando respecto a (t) :

$$K = N_0 e^{nt} \sigma + nrN_0 e^{nt}$$

(σ es la tasa de incremento de r , dr/dt), sustituyendo en (8):

$$(8a) \quad \sigma + nr (N_0 e^{nt}) = sF(k, N_0 e^{nt})$$

Considerando rendimientos constantes a escala:

$$(\sigma + nr) (N_0 e^{nt}) = sF(N_0 e^{nt} (k/N_0 e^{nt}), 1)$$

Dividiendo entre $N_0 e^{nt}$:

$$(\sigma + nr) = sF(k, 1)$$

Despejando σ :

$$(11) \quad \sigma = sF(k, 1) - nr$$

Dónde la única variable es la razón capital-trabajo. $F(r, 1)$ es la curva de producto total conforme varía la razón r , i.e. conforme se emplean r cantidades de capital por mano de obra.

Cuando $\sigma=0$, la razón r es constante y el acervo de capital se expande a la tasa n de la fuerza de trabajo. En este caso la tasa garantizada de crecimiento es igual a la tasa real apropiada de rendimiento del capital, es decir la tasa natural.

Solow concluye que con producción en condiciones neoclásicas: proporciones variables y rendimientos constantes a escala, no existe oposición entre la tasa de crecimiento garantizada y la tasa de crecimiento natural, con lo que desaparece el crecimiento de "filo de navaja" de Harrod, ya que el sistema se ajustará a cualquier tasa de crecimiento de la oferta de trabajo. Dado que se sustituye el coeficiente fijo C de Harrod, por la razón flexible r , suponiéndose sustituibilidad de factores ex-ante y ex-post.

Si $g_w > g_n$, la economía rompería la barrera del pleno empleo; las técnicas ahorradoras de mano de obra incrementarían r , disminuyendo g_w , hasta aproximarse a g_n . En el caso contrario, $g_w < g_n$, el exceso de mano de obra presiona los salarios reales a la baja, en relación con la tasa de interés, de donde se opta por técnicas intensivas en mano de obra, y disminuye la razón r , con lo que aumenta g_w , aproximándose a g_n .

El equilibrio del crecimiento es estable, con un mecanismo de ajuste sencillo. Tanto el capital como el trabajo tienen ofertas inelásticas, la renta y el salario reales se ajustan instantáneamente para limpiar los mercados. Con el supuesto adicional de ausencia de riesgo e incertidumbre, se elimina la preferencia por ciertos activos, conservándose r , cuando se ajustan la tasa de interés y la renta.¹

1.3 Modelos monetarios de crecimiento²

Siguiendo a Stein (1970), éstos se agrupan en dos vertientes: a) el enfoque neoclásico, (Tobin, Levhari y Patinkin, Sidrauski y Foley), que supone una tasa de formación del capital idéntica al ahorro planeado y mercados siempre en equilibrio, independientemente de la tasa de la inflación, este es el enfoque con más adeptos; b) el enfoque Keynes-Wicksell, (Stein, Fisher, Winjbergen) donde se supone que los precios cambian sí y sólo sí hay un desequilibrio en el mercado, las

¹ En este modelo Solow trabaja con tasas propias. Las define como: $i(t) = [q(t)/p(t)] + [p(t)/p(t)]$, donde $p(t)$ es el precio de venta por unidad de producción real. Con $p(t)$ constante $q(t) = i(t)$.

² Los modelos monetarios completos se encuentran en Stein (1970), Tobin (1955), Tobin (1965) y Levhari & Patinkin (1968).

funciones de ahorro e inversión son independientes y durante los períodos inflacionarios, cuando hay una demanda insatisfecha, la formación de capital puede diferir del ahorro planeado.

La diferencia esencial entre ambos enfoques es la posibilidad del desequilibrio en el modelo Keynes-Wicksell; ambos enfoques utilizan una estructura de análisis neoclásica: ignoran el mercado de trabajo y consideran trayectorias estables de crecimiento con equilibrio. En lo que sigue sólo se abordará el modelo de crecimiento monetario neoclásico.

El modelo neoclásico utiliza la estructura de análisis de Solow. Partiendo de la función de producción uniforme y cóncava (6), el producto por unidad de trabajo efectivo dependerá de la razón por trabajador efectivo, $k(t) = K(t)/N(t)$:

$$(6a) \quad y(t) = f[k(t)]$$

La inversión por trabajador se compone por la inversión por trabajador requerida para mantener la razón vigente, $k/N = nk$ y la tasa de cambio temporal de la razón k/N , Dk , ($D = d/dt$). El monto de capital por trabajador aumentará sólo si la inversión por trabajador excede el monto requerido para proveer a los nuevos trabajadores con la razón existente nk .

$$(12) \quad DK/N = nk + Dk$$

El producto por trabajador se divide en consumo por trabajador c , e inversión por trabajador DK/N , esto es:

$$(6b) \quad y = c + nk + Dk$$

Alternativamente:

$$(13) \quad Dk = (y - nk) - c$$

A partir de este sistema puede concluirse que la política monetaria puede afectar el perfil temporal de la intensidad de capital, k , así como su solución de equilibrio, si es capaz de ajustar la función de consumo c , o la función de producción neta ($y-nk$).

Los modelos de crecimiento monetario, a partir de la introducción del dinero, consideran cómo pueden ocurrir estos ajustes en una economía de pleno empleo, analizando las siguientes interrogantes:

- a) ¿Bajo qué condiciones, las variaciones en la tasa de expansión monetaria, ajustarán la función de consumo?
- b) ¿Bajo qué condiciones la producción neta se verá afectada por variaciones en la tasa de expansión monetaria?

1.3.1 El modelo de James Tobin

El modelo de Tobin supone una tasa de formación de capital igual al ahorro planeado y mercados siempre en equilibrio, independientemente de la tasa de cambio de los precios. Aquí la política monetaria afecta la función de consumo aún en la solución de equilibrio. Para Tobin el consumo de bienes por trabajador es una fracción constante del ingreso real disponible por trabajador $[y(k)+d(M/p)/N]$ y el stock monetario está conformado por títulos del sector privado sobre el sector público, que varían como resultado de los pagos de transferencias netas del o hacia el público (Tobin trabaja con una definición de dinero externo).¹⁰

La oferta monetaria M crece exponencial y exógenamente a la tasa m . La tasa de cambio en el nivel de precios está dada por: $p = Dlnp$, donde p es el nivel absoluto de precios, los saldos reales por trabajador son:

$$m = M/pN.$$

Haciendo $c = C/N$, la función de consumo resultante es:

¹⁰ Este modelo se lo expone en Tobin (1955, 1965). En estas versiones incorpora su enfoque de la selección de cartera, de acuerdo al cual, los individuos mantienen su riqueza en los activos disponibles, de acuerdo al rendimiento esperado de cada uno de ellos. En este caso los activos disponibles son la deuda pública, dinero y capital físico.

(14)

$$c = C[k + \alpha m],$$

$$\alpha = 1. \text{ }^{11}$$

En esta definición el consumo por trabajador depende de la riqueza por trabajador, constituida por el capital real k , y la deuda pública por trabajador $\alpha m/p$, donde α es la razón deuda pública nominal a stock monetario (α se considerará una constante positiva). En este caso la política monetaria ajustaría la función de consumo a través de las tenencias de saldos reales por trabajador, dada la intensidad de capital.

Tobin considera la demanda de saldos reales por trabajador como función de: los requerimientos por transacciones y , la existencia del activo complementario por trabajador k , y el costo de oportunidad de mantener saldos reales, esto es:

(15)

$$m = L(k, p^*)$$

El rendimiento esperado de k es la renta esperada $r(k)$, y el rendimiento esperado de los saldos reales es la inversa de la tasa esperada de cambio de los precios, p^* . En (15), $L_1 > 0$, un aumento en k , lleva a un aumento de m , al elevar las transacciones y reducir el costo de oportunidad de mantener saldos reales. $L_2 < 0$, por que al aumentar p , cae m con cualquier $k > 0$.

Para evitar los efectos en la estabilidad del sistema, de las expectativas sobre p , se introduce la función de expectativas sobre los precios para estabilizar el sistema:

(16)

$$p^* = \mu - n$$

La función de consumo se vuelve:

(14a)

$$c = C[k + \alpha L(k, \mu - n)]$$

Y la tasa de cambio de la intensidad de capital queda como:

¹¹ $\alpha = 1$, en ausencia de dinero interno y sin bonos gubernamentales.

(13a)

$$Dk = [y(k) - nk] - C[k + \alpha L(k, \mu - n)]$$

De esta forma un aumento en μ , ajusta hacia abajo el consumo por trabajador: al elevarse $\mu - n$, se ajusta $p^* = m - n$, con lo que disminuye la demanda de saldos reales m , con cualquier k dada. Considerando que la riqueza por trabajador es $k + m$, el descenso de m reduce la riqueza real por trabajador. El consumo se encuentra positivamente relacionado con la riqueza por trabajador, de ahí la dirección del ajuste: cae el consumo por trabajador y aumenta la intensidad de capital por trabajador.

A partir de este modelo puede concluirse que la inflación -el aumento en p -, conduce al crecimiento económico y que la política monetaria es capaz de influir en el perfil temporal de la intensidad de capital por el efecto del saldo real en la función de consumo.

1.3.2 El modelo de Levhari y Patinkin

El dinero puede considerarse como generador de un servicio productivo, complementario al de los insumos clásicos, ya que evita la doble coincidencia de necesidades, permitiendo una distribución más eficiente de bienes y servicios y por tanto una mayor tasa de producción con los insumos trabajo y capital dados. Levhari y Patinkin señalan que el modelo de Tobin no le asigna un papel un papel significativo al dinero al obviar su rol como insumo productivo, y tampoco lo considera un bien de consumo que rinde utilidad y servicios imputados. En lo que sigue sólo se abordará la función del dinero como insumo productivo, ya que la formalización del dinero como elemento de la utilidad del consumidor enfrenta serios problemas.

Para introducir los saldos reales como factor productivo se debe modificar el modelo neoclásico. El producto por trabajador dependerá del trabajo, capital y saldos reales por trabajador:

(6c)

$$y = y(k, m),$$

$$y_k > 0, \quad y_m > 0$$

El sector privado mantiene su riqueza en dos activos: capital y saldos reales. En equilibrio el rendimiento esperado de ambos es igual. Se supone que $r(k)$ es igual al producto marginal. En tanto el rendimiento esperado de los saldos reales depende de: el producto marginal anticipado de los saldos reales, $y(k,m)$; la apreciación anticipada en términos de poder de compra de bienes, $-p^*$, y el rendimiento líquido del dinero $Z(k,m)$ ¹², al que se supone positivamente relacionado con k y negativamente con m . En equilibrio:

$$(17) \quad y(k,m) = y(k,m) - p^* + Z(k,m)$$

El balance de cartera es:

$$(18) \quad m = L(k, p^*), \quad L_1 > 0, \quad L_2 < 0,$$

Manteniendo el supuesto de que el consumo depende de la riqueza por trabajador, queda la cuestión de la definición de riqueza. En un modelo de dinero externo, dónde el dinero es un pasivo de todos -del gobierno- la riqueza es $k+m$, pero en un modelo de dinero interno, dónde el dinero es pasivo de unos cuantos -del sistema bancario privado- la riqueza sólo es k .

Considerando a la riqueza como capital real y saldos reales: M^* es dinero externo y M^{**} es dinero interno. La riqueza privada nominal sería:

$$(19) \quad pK + \alpha_1 M^* + \alpha_2 M^{**}, \quad 1 > \alpha_1 > \alpha_2 > 0$$

α_1, α_2 , son las fracciones de cada tipo de dinero que el público considera riqueza privada. Haciendo:

$$M^* = \tau M \quad \text{y} \quad M^{**} = (1-\tau)M,$$

La riqueza nominal privada se convierte en:

¹² Como no se considera al dinero parte de la función de consumo, no rinde utilidad directa. El rendimiento de liquidez refleja el precio que los tenedores de activos están dispuestos a pagar. en términos de rendimiento de capital, $r(k)$, por mantener un activo con menores fluctuaciones en su valor real.

$$(20) \quad pK + [\alpha_1\tau + \alpha_2(1-\tau)]M$$

Suponiendo las ponderaciones α_1 y la división de la oferta monetaria τ , constantes, $\alpha = [\alpha_1\tau + \alpha_2(1-\tau)]$, también es constante. La riqueza real por trabajador es: $k + \alpha m$. Si todo el dinero fuera externo, la riqueza por trabajador sería: $k + \alpha_e m$. Y en el caso del dinero interno: $k + \alpha_i m$. A partir de las funciones de consumo, de expectativas sobre precios y de producción se deriva el perfil temporal de k :

$$(21) \quad Dk = y[k, L(k, \mu - n)] - nk - C[k + \alpha L(k, \mu - n)]$$

En este caso es posible que $y_a > 0$, es decir un efecto adverso sobre la producción por la pérdida de saldos reales.

Supongamos un aumento de μ . Con dinero externo, esto llevaría a un aumento del volumen de pagos de transferencias netas. Con dinero interno, los pasivos del sistema bancario privado crecerían a una tasa mayor, que la requerida con dinero externo. Hay dos efectos: un efecto sobre el consumo por trabajador, con una k dada: el aumento de μ lleva hacia arriba p^* , reduciendo el monto real de saldos reales demandados por trabajador. Con dinero interno: $\alpha = \alpha_i$, hay un efecto sobre el consumo a través de la riqueza; en el caso del dinero externo el efecto será mayor. El segundo efecto ocurre al descender la demanda de saldos reales por trabajador que afectaría el producto por trabajador, ajustando la función de producción neta, $y - nk$, especialmente en economías sin un sistema financiero desarrollado, donde $y_a(k, m)$ es grande.

En el modelo de Tobin la caída de la demanda de saldos reales por trabajador no afectaba la producción, y no ajustaba la función de producción neta, $y - nk$, en tanto modelo de dinero externo, los saldos reales son parte de la riqueza y al disminuir, ajustan hacia abajo el consumo, aumentando k .

En el modelo de Levhari y Patinkin, existe dinero interno, y el efecto sobre el consumo sería menor al ajuste en la función de producción neta, si los saldos monetarios son altamente productivos. La magnitud de los ajustes depende del tamaño de α y de τ . Cuando predo-

mina el dinero interno, n_1 es pequeño y r se aproxima a 0, resultando un efecto pequeño sobre el consumo; un aumento en m afectaría la función de producción neta disminuyendo k . De este modelo se deriva que la inflación disminuye el consumo y el producto por trabajador.

En el caso de la riqueza como flujo capitalizado de producto no existe una diferencia fundamental entre el dinero interno y dinero externo, ya que los saldos reales se consideran parte de la riqueza de la nación. En esta parte se supone que el producto por trabajador $y(k,m)$ permanece constante, el factor de descuento es el producto marginal del capital $y_k(k,m)$. La riqueza por trabajador α , es el producto capitalizado por trabajador:

$$(22) \quad \alpha = y(k,m)/y_k(k,m)$$

Y el consumo por trabajador c , depende de α . En condiciones competitivas la parte del producto correspondiente al factor capital es β , de dónde:

$$(22a) \quad \beta = y_k(k,m), \quad k/y(k,m) = \beta(k,m)$$

Convirtiendo a (22) en:

$$(22b) \quad \alpha = k/\beta(k,m)$$

Y la función de consumo:

$$(22c) \quad c = C[k/\beta(k,m)]$$

Queda entonces, revisar cómo afecta a β un ajuste en la demanda de saldos reales. Si β es independiente de la cantidad de saldos reales, un aumento de μ no afecta la función de consumo, sólo ajusta la función de producción neta $y-nk$, con lo que declina la intensidad de capital. En este caso la inflación disminuye el producto por unidad de trabajo efectivo.

La conclusión general de estos modelos es que la política monetaria no es neutral en el largo plazo, el crecimiento de la oferta monetaria afecta la intensidad de capital de equilibrio y con ello la producción neta, así como la función de consumo, incidiendo sobre la ruta de crecimiento equilibrado.

La recomendación, que parecería desprenderse del modelo de Tobin, de expandir la oferta monetaria para elevar la intensidad de capital en los países menos desarrollados, se refuta, ya que dado el efecto sobre la producción neta, un aumento de la oferta monetaria no lleva en el largo plazo a un aumento en la intensidad de capital. Adicionalmente la expansión del crédito también significa un crecimiento de μ , por lo que las políticas crediticias expansivas tampoco favorecerían la acumulación de capital.

Hasta aquí se han presentado los modelos reales de crecimiento más representativos y los efectos de la introducción del dinero en estos modelos reales. El dinero no es ya un mero instrumento que agiliza el intercambio, sino que afecta la ruta de crecimiento equilibrado de la economía monetaria. Una vez que el dinero se considera factor productivo, ya no hay neutralidad y se complica el sistema económico con la aparición del sistema bancario y posteriormente el sistema financiero. En lo que sigue se verá el papel del sistema financiero en el crecimiento económico, en modelos fundamentados en la formulación de Levhari y Patinkin.

CAPITULO DOS

**CONSIDERACIONES TEORICAS SOBRE
EL PAPEL DEL DESARROLLO FINANCIERO
EN EL CRECIMIENTO ECONOMICO**

CONSIDERACIONES TEORICAS SOBRE EL PAPEL DEL DESARROLLO FINANCIERO EN EL CRECIMIENTO ECONOMICO

Los modelos de crecimiento más difundidos, hasta los años sesenta, son modelos reales, donde las variables financieras no tienen un papel relevante.¹³ Las recomendaciones de política económica que se desprenden de estos modelos implican tasas de interés bajas para promover la inversión o para ajustar la cartera de los agentes a favor del activo físico. A mediados de los años cincuenta John Gurley y Edward Shaw se encontraron con el menosprecio o negligencia en el estudio de los aspectos financieros del desarrollo¹⁴ y esto los llevó a la elaboración de una teoría que considerara tales aspectos.

En 1973 se publicaron dos trabajos fundamentales para la teoría de la liberalización financiera: Money and Capital in Economic Development por Ronald McKinnon y Financial Deepening in Economic Development por Edward Shaw, en donde las prescripciones de política monetaria y financiera son opuestas a las de los modelos reales. La teoría de McKinnon y Shaw es una teoría formulada para los países atrasados; y recalca la considerable importancia del sistema financiero en el proceso de crecimiento económico.

A partir de esta formulación, durante la década de los setenta, se llegó al consenso de que el desarrollo financiero es un factor fundamental en el proceso de crecimiento económico. Algunos países comenzaron a instrumentar una reforma financiera con el objeto de corregir las situaciones de represión financiera que obstaculizaban el

¹³ Sin embargo el papel del sistema financiero en el proceso de crecimiento económico es una preocupación que frecuentemente ha asaltado a los economistas. Véase Fry (1988) p.5-9.

¹⁴ Hasta la década de los sesenta se consideró -al extender la interpretación del célebre teorema Modigliani-Miller-, que los fenómenos financieros sólo eran un velo que oscurecía, ante los ojos de los observadores superficiales, la realidad subyacente a la que no afectaban (Fobin 1984), es decir la definición de dinero como puente entre el presente y el futuro, o como un medio que agiliza los intercambios provocó esta negligencia que Gurley y Shaw reprochan a los economistas del crecimiento.

crecimiento económico. Sin embargo en las postrimerías de la década era claro que no se obtenían los resultados deseados. Así durante los años ochenta la crítica neoestructuralista alcanza a esta teoría, modelando economías atrasadas, como las de McKinnon y Shaw, pero con resultados muy diferentes a los previstos por estos autores. A pesar del amplio debate teórico, y algunas evaluaciones empíricas, -que no arrojaron resultados concluyentes sobre la causalidad de desarrollo financiero a crecimiento económico¹⁵-, durante la década de los ochenta continuaron los programas de reforma financiera, ahora como parte de los paquetes de políticas de ajuste recomendadas por el FMI a los países subdesarrollados dispuestos a eliminar los obstáculos al crecimiento económico. En el **Informe sobre el Desarrollo Mundial 1989**, el Banco Mundial presenta un análisis y evaluación del papel desempeñado por el sector financiero en el proceso de crecimiento y los factores que han llevado a las políticas de reforma financiera al fracaso en varios países que las han implementado, derivando de éstas, recomendaciones para instrumentar una reforma financiera exitosa.

En este capítulo se abordará, en primer lugar, el proceso de intermediación financiera y los actores que intervienen en él. A continuación se presentará la noción de represión financiera y los desarrollos de los autores que plantearon este concepto, el relevo del FMI y la crítica neoestructuralista de los años ochenta.

2.1 La intermediación financiera

Las funciones principales de la intermediación financiera son: movilización del ahorro doméstico; asignación eficiente de los recursos; creación de dinero y manejo del mecanismo de pagos; así como la transformación de vencimientos y transferencia de riesgos. Los agentes

¹⁵ Véase al respecto Alberto Giovannini (1985), "Saving and the real interest rate in less developed countries", *Journal of Development Economics*, vol. 18, núm. 2 y 3, 1985, pp.197-217. Aquí presenta Giovannini una evaluación empírica para varios países, sobre la relación ahorro-tasa de interés. En realidad parece que no hay un nexo importante entre estas variables, como afirma la teoría de la liberalización financiera. Para el caso específico de México, Javier Salas ha estimado una función de demanda de activos financieros y tampoco encontró una respuesta significativa del ahorro a la tasa de interés. Javier Salas (1988), "Estimación de una función de demanda de activos financieros para México", *Monetaria*, vol.11, núm.1, enero-marzo de 1988, pp.67-87.

involucrados son los intermediarios financieros: directos, indirectos, monetarios y no monetarios, así como la autoridad monetaria, que se encarga de la regulación del sistema.

Mobilización del ahorro doméstico

Los intermediarios financieros emiten deuda propia -deuda indirecta- a través de la cual captan recursos de los ahorradores. Simultáneamente adquieren deuda directa de los demandantes de fondos, -inversionistas-, entre quienes colocan los recursos captados. La intermediación financiera posibilita a los ahorradores elegir entre un consumo presente elevado, una inversión directa o una inversión financiera, y pone a disposición de los inversionistas recursos adicionales a los propios. Esta es la división del trabajo entre ahorradores e inversionistas.

Un monto creciente de ahorro posibilita una mayor inversión y por tanto, una tasa de crecimiento mayor. Sin embargo, no todo el ahorro disponible en la economía es susceptible de canalizarse a través de los intermediarios financieros, una parte se encuentra en forma de activos reales, construcciones, bienes duraderos, obras de arte, etc., y en el caso de países subdesarrollados, otra parte ha fluído al exterior a través de fugas de capital. Más aún, la existencia de mercados financieros no oficialmente organizados o informales, desvía una parte importante del ahorro doméstico.¹⁶ De manera análoga, no toda la inversión se financia a través del sistema financiero, ya que los inversionistas pueden recurrir a fondos propios para autofinanciarse o a ganancias retenidas, cuando no al financiamiento externo.

Asignación eficiente de los recursos

Cuando un inversionista no puede llevar a cabo una inversión con el capital propio, debe obtener capital de otros agentes para cubrir la

¹⁶ Es común suponer que en los países atrasados los mercados informales (no oficiales, atrasados, secundarios, no organizados, paralelos o clandestinos) juegan un papel importante en la movilización y asignación de recursos. En ausencia de un sistema financiero desarrollado la fuente de recursos disponibles más importante es el mercado informal, i.e., las tesorcerías de las empresas, el rico terrateniente del pueblo o el comerciante dueño de la única tienda, el usurero local, etc. Como se verá en la parte final de este capítulo, la existencia y funcionamiento eficiente de este mercado es un supuesto crucial para los resultados de los modelos neoclassicalistas.

brecha, ya sea que recurra al financiamiento directo -venta de títulos en la bolsa-, o al financiamiento indirecto, -obtención de préstamos de los intermediarios financieros.¹⁷

La eficiencia en la asignación de los recursos depende del costo de la intermediación financiera y los proyectos de inversión financiados. Una parte del ahorro captado por las instituciones financieras se destina a cubrir los costos de intermediación -el margen financiero-, entre más bajos sean éstos, mayores serán los recursos disponibles para la inversión. Para que la movilización del ahorro se traduzca en una mayor tasa de crecimiento es necesario que los recursos se destinen a los proyectos de inversión más eficientes, que contengan innovaciones tecnológicas y que se realicen en sectores dinámicos o con fuertes perspectivas de crecimiento en el futuro y capaces de arrastrar a otros sectores de la economía.

Creación de dinero y manejo del mecanismo de pagos

A través del mecanismo de creación de depósitos los bancos sustituyen dinero externo por dinero interno,¹⁸ i.e., sustituyen un peso de dinero de alto poder por muchos pesos en depósitos -dinero interno-, este proceso requiere que los bancos mantengan una reserva de dinero externo f , de manera que el monto de dinero creado, -suponiendo que los bancos no mantienen reservas en exceso-, está dado por: $(1-f)/f$. En virtud de esta capacidad de creación de depósitos a la vista y dinero, los bancos tienen el monopolio del mecanismo de pagos.

Transformación de vencimientos y transferencia de riesgo

La transformación de vencimientos se deriva de que en general, los ahorradores prefieren invertir a plazos cortos, en tanto que los inver-

¹⁷ De acuerdo con la nota anterior en los países subdesarrollados, la fuente más importante de recursos es el financiamiento indirecto a través de la banca.

¹⁸ A partir de la introducción del dinero en los modelos de crecimiento es frecuente la distinción entre dinero interno y dinero externo. Tobin define al dinero externo como la deuda monetaria del gobierno y Banco Central, circulante y depósitos en el Banco Central, -base monetaria o dinero de alto poder-; el dinero interno -o dinero de bajo poder- es la deuda de los intermediarios financieros: depósitos de obligaciones privadas de bancos e instituciones depositarias mayores a sus tenencias de activos en dinero externo.

sionistas requieren préstamos a largo plazo; al mezclar los ahorros en depósito, un intermediario está capacitado para prestar, después de sustraer las reservas necesarias, a un vencimiento mayor del plazo a que toma prestado, desarrollando lo que se llama "transformación del vencimiento". De esta forma los intermediarios financieros posibilitan que confluyan simultáneamente los requerimientos de ambas partes. El grado en el que un intermediario es capaz de transformar el vencimiento del capital depende del volumen de depósitos de largo plazo que pueda atraer y del monto de las reservas requeridas.

En cuanto a la transferencia de riesgo, los intermediarios financieros reducen y diversifican el riesgo que enfrentaría un ahorrador individualmente. Debido a la experiencia e información acumulada -costosa o no disponible para los ahorradores individuales-, los intermediarios financieros tienen la capacidad de especializarse en el manejo de riesgos específicos, diferenciando a los buenos deudores de los malos. Al mezclar los créditos con diferentes tipos de riesgos los intermediarios los diversifican a un nivel que no está al alcance de los ahorradores individuales.

La intermediación financiera, vincula ahorradores e inversionistas, transfiriendo recursos de unos a otros, de aquí su estrecha relación con el proceso ahorro-inversión. De acuerdo con los modelos de crecimiento que se abordaron en el capítulo anterior, la tasa de crecimiento de la intensidad del capital físico, k , es la variable fundamental en el proceso de crecimiento, misma que se financia a través del ahorro de la comunidad. En consecuencia, la eficiencia en la movilización y asignación del ahorro determina la capacidad de una economía para mantener el crecimiento económico sostenido. De aquí que un sistema financiero escasamente desarrollado, ineficiente, excesivamente regulado, con controles sobre la asignación y el costo de los recursos, más que promover el crecimiento, lo obstaculiza.

La regulación del sistema financiero

El mercado financiero está sujeto a regulación estatal debido a que durante su desenvolvimiento histórico ha evolucionado de bienes "duros" a formas fiduciarias y sistemas de reserva fraccional, en ocasiones se

crearon depósitos en exceso, dando lugar a crisis financieras que llevaron a la economía a la inestabilidad. De esta forma consideraciones de interés público y fallas del mercado¹⁹ han llevado a los gobiernos a asegurar, a través de la legislación e intervención directa un sistema financiero sólido y confiable. Otro objetivo de la regulación, no menos importante, es el control monetario para asegurar la estabilidad de precios.

El gobierno ha asignado al instituto central o autoridad monetaria, la función de "prestamista de última instancia", para proveer de liquidez al sistema ante retiros masivos, con lo que se evita la propagación de quiebras, adicionalmente, se han asegurado los depósitos bancarios, para proteger a los depositantes. Pero estas medidas han desembocado en muchos casos en el "moral hazard" alentando tanto a instituciones como ahorradores a tomar excesivos riesgos, con la seguridad del rescate gubernamental.

El instrumento de regulación monetaria, por excelencia, han sido los requerimientos de reservas legales, a través de los cuales puede controlarse el mecanismo del multiplicador bancario. Sin embargo recientemente algunos autores argumentan que los requerimientos bancarios no son necesarios ni suficientes para lograr un control monetario efectivo y consecuentemente la estabilidad de precios.²⁰

¹⁹ Parece haber un consenso en torno a la imposibilidad de dejar los arreglos financieros y monetarios al mercado, nada garantiza un crecimiento monetario óptimo, por parte de los bancos emisores. Por otra parte el sistema financiero no es un mercado cualquiera. Las instituciones con pasivos que funcionan como dinero, enfrentan un riesgo único que no enfrentan otros sectores, ya que mientras sus pasivos están fijos en términos nominales, el valor de sus activos responde a cambios en las condiciones financieras. Debido a las funciones desempeñadas por la intermediación financiera la inestabilidad del mercado se transmite a toda la economía. Véase al respecto, Carlos Díaz-Alejandro (1985), Charles Kindleberger (1979), "Manias, panics and crashes", Basic Books.

²⁰ El paladín de la deregulación financiera es Eugene Fama, quien argumenta que en un mundo de mercados competitivos y eficientes, el problema del nivel de precios debe separarse del problema de la regulación de los emisores de promesas de pago. Fama afirma que Friedman, Gurley y Shaw, Johnson, Patinkin y otros defensores de la regulación confunden dinero con depósitos, éstos son sólo una de muchas formas de mantener y transferir riqueza, por tanto su límite estará determinado por las oportunidades de riqueza disponibles en la economía. En tanto un amplio conjunto de instituciones y activos financieros pueden otorgar este servicio, no tiene sentido el control de un grupo de activos a través del control de sus emisores para obtener un nivel de precios estable, daría lo mismo controlar los inventarios de las empresas para lograr el mismo objetivo de estabilidad de precios. Ver Eugene Fama (1985), "What's different about banks?", *Journal of Monetary Economics*, vol.15, núm.1, enero de 1985, pp.29-39.

A raíz de los cambios ocurridos en el ámbito financiero internacional y en la esfera de la tecnología en comunicaciones y procesamiento de datos, durante las dos últimas décadas la regulación financiera se ha convertido en un obstáculo al eficiente desempeño del mercado, cuestionando la capacidad de la regulación, supervisión y política de estabilización gubernamental para conseguir el adecuado funcionamiento de los mercados. Así durante los ochenta se inició la ola desregulatoria internacional, misma en que se inscriben los procesos de liberalización y apertura financiera.

2.2 El marco teórico del desarrollo financiero

La teoría de la liberalización financiera parte del diagnóstico de una economía financieramente subdesarrollada -represión financiera de acuerdo a McKinnon "estado de finanzas superficiales" según Shaw-, para formular sus recomendaciones de reforma. El término represión financiera, se asocia a controles sobre las tasas de interés, sobre todo, cuando éstos resultan en tasas de interés reales negativas. La tendencia de los gobiernos a imponer controles sobre las tasas de interés se justifica con el argumento de la promoción de la inversión. Adicionalmente, la represión financiera se caracteriza por el crédito selectivo y las restricciones gubernamentales sobre el sector financiero, que desalientan su desarrollo, dado que el gobierno financia su déficit a través del sistema bancario y, por tanto, no hay incentivos para el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios. De aquí resultan mercados financieros fragmentados o incompletos.

La solución propuesta por la teoría de la liberalización financiera, para corregir los mercados fragmentados e ineficientes en los países subdesarrollados es la reforma financiera, con un componente de liberalización y otro de apertura financiera.

La liberalización financiera implica la liberación de las tasas de interés y/o supresión de los controles gubernamentales para fomentar el crecimiento de activos y pasivos financieros, lo que resultará en profundización financiera, ya que tasas reales de interés positivas atraerán mayores recursos. Al fomentar la sustitución de mercados

informales por mercados formales, se completan los mercados de capital, -fragmentados, e ineficientes. El resultado es una mayor eficiencia en la colocación de los recursos y un mayor volumen de capital intermediado. Esto promoverá, en su momento el desarrollo económico.

En la teoría de la liberalización financiera, el sector bancario desempeña un papel esencial. Dado que la forma de ahorro predominante son los depósitos bancarios, el sistema bancario concentra la mayor parte de los recursos intermediados. En ausencia de un mercado de valores ampliamente desarrollado la única fuente de financiamiento es el sistema bancario, con lo que los inversionistas potenciales ven restringidas sus posibilidades de financiamiento.

En una situación de represión financiera el deseo de los ahorradores de mantener dinero como depósitos bancarios es crucial para el proceso de intermediación financiera. De acuerdo a la teoría de la liberalización financiera el determinante de este deseo es el nivel de la tasa real de interés. De aquí el énfasis en la liberación de las tasas de interés, recomendando elevadas tasas reales.

2.2.1 Gurley y Shaw²¹

Para John Gurley y Edward Shaw, ni la teoría keynesiana de la preferencia por la liquidez, ni la teoría cuantitativa del dinero incorporan en el análisis los efectos del desarrollo de la intermediación financiera indirecta y de la acumulación de la deuda y los activos. Esto los llevará a formular una teoría del financiamiento, donde el dinero es un activo más en las carteras de las unidades económicas.

En *Money in a Theory of Finance*, estos autores construyen su teoría del financiamiento, dentro del modelo neoclásico, ya que "...en este modelo el dinero importa muy poco en relación a las variables reales..." y el objetivo es mostrar cómo aún en este modelo el dinero no es un velo y juega un rol muy importante en la determinación del nivel

²¹ Esta parte se basa en Gurley y Shaw (1955, 1960).

y composición del producto.²²

Los autores denominan a los agentes económicos como unidades de gasto, y las clasifican en :a) unidades superavitarias, con un excedente de ingreso sobre su consumo en bienes y servicios, de donde se genera ahorro y consecuentemente ofrecen fondos prestables; b) unidades deficitarias, con déficit de ingreso sobre su consumo en bienes y servicios, para cubrir esta brecha deben recurrir al financiamiento externo, i.e., demandan fondos prestables de las unidades superavitarias; c) unidades con presupuesto balanceado, practican el autofinanciamiento, el consumo se financia por su ingreso y su inversión por su ahorro. No ofrecen ni demandan fondos prestables.

A nivel agregado el autofinanciamiento limita las posibilidades de inversión de los agentes, dado que no les permite ir más allá de los límites impuestos por el monto de su ingreso y ahorro, cuando no está disponible el financiamiento externo.

El financiamiento externo se divide en financiamiento directo y financiamiento indirecto. El primero implica la emisión de deuda directa, de las unidades deficitarias, y la compra de estos valores directos, por parte de las unidades superavitarias, a cambio de fondos prestables. El financiamiento indirecto requiere la intervención de los intermediarios financieros, que compran la deuda directa de las unidades deficitarias, emiten su propia deuda, -o valores indirectos-, que venden a las unidades superavitarias a cambio de fondos prestables.

Para Gurley y Shaw el autofinanciamiento y el financiamiento directo retrasan el crecimiento económico, en cambio, "la institucionalización del ahorro e inversión agiliza la tasa de crecimiento de la deuda en relación a las tasas de crecimiento del ingreso y la riqueza."²³ Al incorporar al modelo los bancos comerciales las unidades superavitarias pueden escoger entre acumular riqueza real, valores directos o depósitos y circulante, en tanto que las unidades deficitarias obtienen recursos del autofinanciamiento (ganancias retenidas o

²² Gurley y Shaw (1960), p.5. Los autores señalan además claramente su oposición a la línea de la teoría monetaria desarrollada por Keynes, Hicks, Tobin y Patinkin.

²³ Gurley y Shaw (1955), p.519

fondos propios), emisión de deuda directa o emisión de deuda indirecta a través de los bancos.

Con la institucionalización del ahorro y la inversión los productos financieros se diversifican y en un segundo momento hacen su aparición los intermediarios financieros no bancarios. Conforme pasa el tiempo, en las carteras de las unidades superavitarias se acumulan los activos financieros -directos e indirectos-, mientras en el lado de las unidades deficitarias, la deuda se acumula con acreedores cada vez más diversificados.

Es en este punto, que el modelo keynesiano de la liquidez, se revela como "un instrumento ineficiente para estudiar el desarrollo económico, tanto en su aspecto real, como en su aspecto financiero [ya que el modelo no admite, en el aspecto real] los efectos de la inversión y el crecimiento de la oferta de trabajo sobre la capacidad productiva [y por el lado financiero tampoco considera] los efectos del gasto y déficit sobre la deuda y sobre la capacidad financiera de las unidades para financiar su gasto."²⁴

El modelo de la preferencia por la liquidez es un modelo de corto plazo, y por tanto no considera la acumulación de la riqueza y la deuda, no hay flujo de fondos prestables, ni efectos sobre la tasa de interés, sólo hay dos activos financieros: dinero y bonos. Suponiendo montos fijos, el precio de los bonos dependerá de la cartera en que se encuentren, bancaria o del público. Al incluir en este modelo los efectos de la acumulación de la deuda sobre las unidades de gasto, los autores derivan una demanda monetaria adicional,²⁵ la demanda por diversificación, que resulta de una disminución en la liquidez de las carteras de las unidades superavitarias, conforme se acumulan en las carteras los activos financieros, en relación a sus tenencias monetarias deseadas. Esta demanda monetaria adicional presionará la tasa de

²⁴ Idem. p. 523. La inversión deja un residuo, que es el incremento de la capacidad productiva instalada, a largo plazo el incremento en ésta puede resultar en una eventual capacidad ociosa, con la consecuente influencia negativa sobre el nivel de la actividad económica.

²⁵ En la Teoría General, la gente demanda dinero por el motivo transacciones -relacionado con el nivel de ingreso-, el motivo especulación y el motivo precaución, posteriormente Keynes presenta el motivo "financiamiento".

interés al alza, con los consabidos efectos sobre la actividad económica.

Por el lado de las unidades económicas deficitarias, conforme se acumulan las deudas, en relación a su ingreso, la carga de la deuda se hace cada vez más onerosa, desalentando nuevas emisiones para financiar gasto e inversión. Es decir "la emisión de deuda a través de los canales de financiamiento directo podría tener un impacto deflacionario a través de las respuestas de las unidades superavitarias y deficitarias."²⁶ La autoridad monetaria debería expandir la oferta monetaria al ritmo requerido por la evolución de la demanda monetaria,²⁷ incluida la demanda por diversificación.

En el mundo neoclásico de Money in a Theory of Finance, los autores encuentran que la neutralidad de la política monetaria se rompe cuando incorporan rigidez de precios, ilusión monetaria, efectos de distribución de la transferencia de riqueza entre los sectores privados, o una mezcla de dinero interno y externo.²⁸

En un contexto de crecimiento, el aumento de la inversión y la oferta de trabajo elevan la capacidad productiva, para que la demanda crezca a la misma tasa de la capacidad productiva, debe aumentar la inversión, si este incremento se relaciona con un aumento en el ingreso, la tasa de crecimiento del ingreso resultante igualará, ahorro e inversión ex-ante con pleno empleo.

Cuando los déficit y superávit ex-ante son iguales, las emisiones de deuda planeadas se igualan a las adiciones planeadas de activos financieros. Pero surgen dificultades si el aumento del ingreso se

²⁶ Idem. p. 525-26.

²⁷ Y aquí se complica la tarea, ya que en este modelo la oferta monetaria depende de: el nivel del ingreso, las tendencias de la deuda, la proporción del gasto financiada externamente, el crecimiento de la demanda -por parte de las unidades de gasto- de activos financieros indirectos y del desarrollo de intermediarios financieros, cuyas emisiones compiten con el dinero. No es tan simple fijar una regla de crecimiento monetario óptima. Idem. p.531.

²⁸ La neutralidad del dinero y de la política monetaria es un supuesto derivado del mundo neoclásico. La autoridad monetaria no puede influir sobre los niveles reales de ingreso y riqueza -aunque en el modelo monetario de Levhari y Patinkin sí hay efectos sobre el consumo-. En el momento que se incorporan las emisiones de valores directos, la autoridad monetaria puede alterar las demandas privadas de consumo e inversión, así como los niveles de ingreso y riqueza, mediante la compra de éstos.

acompaña con una demanda creciente por transacciones, así como una creciente demanda, por diversificación, de activos indirectos.

La acumulación de la deuda directa, en las carteras de las unidades superavitarias, resulta en una iliquidez creciente, presionando la tasa de interés hacia arriba. Surge una demanda de activos indirectos más líquidos -demanda que no satisfacen las unidades deficitarias. En el contexto de crecimiento del ingreso deben conciliarse la acumulación de activos ilíquidos con la creciente aversión a la iliquidez. Este es el papel de los intermediarios financieros; absorben la deuda directa, ilíquida, de las unidades deficitarias, y emiten su propia deuda, indirecta, ofreciendo activos más líquidos de acuerdo a las preferencias de las unidades superavitarias, eliminando las presiones sobre la tasa de interés y por tanto contribuyen a elevar los niveles de ahorro e inversión.

Gurley y Shaw sostienen que el financiamiento indirecto, no implica el crecimiento de la oferta monetaria y los activos bancarios, ya que los intermediarios financieros no bancarios absorberían la deuda directa en exceso. El crecimiento de los intermediarios financieros no monetarios llevaría, a la larga, a una disminución en la tasa de interés y el rezago de la oferta monetaria, en relación al crecimiento del ingreso.

La teoría cuantitativa del dinero, que establece una estrecha relación entre la velocidad del dinero, la tasa de interés y el ingreso, no funciona cuando se considera la demanda por diversificación. Conforme las unidades de gasto sustituyen en sus carteras dinero por activos financieros, que son sustitutos cercanos del dinero, la velocidad deja de ser un indicador directo de la tasa de interés. En el análisis del nivel de precios, se introducen los efectos de la mayor o menor disponibilidad del crédito intermediado por las instituciones financieras, que afectan el nivel de precios. Así la teoría cuantitativa se convierte en una herramienta de análisis pasada de moda.²⁹

La política monetaria propuesta por Gurley y Shaw, se basa en controles financieros, en lugar de la regla fija de expansión monetaria

²⁹ Gurley y Shaw (1955) p.533-534.

de Friedman.³⁰ En este modelo la función de demanda monetaria se complica al introducir la demanda por diversificación, -resultado del crecimiento de la deuda. Para estos autores el crecimiento de la oferta monetaria no puede determinarse independientemente del contexto de crecimiento específico, el crecimiento de la oferta monetaria también se relaciona con el crecimiento del sistema monetario, requerimientos de reservas, tipos de activos permitidos en las carteras de los intermediarios y el tipo de sector deficitario.

Los controles monetarios deben sustituirse por controles financieros, para regular la creación de activos. El rol de los bancos tiene una doble faceta, como administradores del sistema de pagos deben ser solventes, más allá de toda duda, pero como intermediarios financieros deben favorecer la innovación y expansión, lo que significa tomar riesgos. El sistema financiero debe ser capaz de, simultáneamente, tomar riesgos, mantener su solvencia y satisfacer la creciente demanda de activos financieros indirectos. Es aquí donde se insertan los controles financieros.

Lo más sobresaliente del marco teórico de Gurley y Shaw es el énfasis en el proceso de crecimiento y diversificación de los intermediarios financieros y las consecuencias que se derivan para el crecimiento económico.

2.2.2. Ronald McKinnon y Edward Shaw³¹

El modelo de Gurley y Shaw se inspiró en las economías desarrolladas, que se aproximan más al mundo neoclásico. R.I. McKinnon y E.S. Shaw formulan modelos específicos para los países en desarrollo (PAEDE) -que difícilmente pueden modelarse en un mundo neoclásico-. McKinnon acuña el concepto de economía fragmentada para definir las características distintivas de los PAEDE. Este autor subraya la importancia del

³⁰ Parecería que Gurley y Shaw no derivan recomendaciones de política económica de su modelo, en Money in a theory of finance aclaran que el modelo "está construido sobre especificaciones neoclásicas, así que sería una temeridad deducir de estos modelos un conjunto de lineamientos de política para el mundo real". p.3.

³¹ Esta parte se basa en McKinnon (1973) y Shaw (1973).

mercado de capitales en el proceso de crecimiento, su desarrollo podría corregir los obstáculos al crecimiento económico, más efectivamente que la intervención estatal. Shaw, por su parte caracteriza a los PAEDE como países que padecen una situación de "finanzas superficiales", derivada de una estrategia de industrialización errónea.

El modelo de Ronald I. McKinnon

McKinnon define a una economía como fragmentada cuando "las empresas y unidades familiares se encuentran tan aisladas, que han de afrontar diferentes precios efectivos para la tierra, la mano de obra, el capital y los productos, y no tienen acceso a las mismas tecnologías."²² Históricamente los gobiernos de los PAEDE deben intervenir en los mercados, con el propósito de corregir la fragmentación. Pero en el largo plazo la intervención gubernamental no es un sucedáneo satisfactorio del desarrollo de los mercados de capitales y sólo agrava los problemas.

Para McKinnon "...la fragmentación del mercado de capitales-endémica en los países en desarrollo carentes de una política oficial bien meditada- genera el uso inadecuado del trabajo y de la tierra, elimina el desarrollo empresarial y condena a sectores importantes de la economía a niveles tecnológicos inferiores."²³ La economía fragmentada se caracteriza por:

a) Imprecisión en las definiciones de las categorías del ingreso, -el ingreso no se distribuye de acuerdo al pago a los factores-, y tampoco hay procesos de ahorro e inversión especializados. Hay dos sectores privados, el sector familias -desorganizado, amplio y reducido al autofinanciamiento- y el sector empresarial, organizado, pequeño y mal financiado. Como consecuencia los empresarios realizan las cinco funciones de: crear empleo, tomar decisiones tecnológicas, ahorrar, invertir y consumir.

b) El campo de decisión intertemporal de los empresarios está deter-

²² McKinnon (1973) p.7.

²³ McKinnon (1973) p. 10-11.

minado por: el monto del capital inicial, la oportunidad productiva y la oportunidad para obtener fondos en el mercado. Estas tres condiciones no se encuentran simultáneamente. En los PAEDE no hay intermediarios que capten y coloquen eficientemente los recursos; y la deficiente asignación de éstos frena la inversión. Quienes tienen una oportunidad productiva, carecen del capital necesario, otros disponen de capital, pero no tienen acceso a información confiable. De forma que los excedentes se reinvierten en la misma empresa, resultando en exceso de capacidad instalada, -en economías cuyo problema principal es el desempleo-, y no se invierte en las opciones socialmente más rentables.

c) En contra del supuesto neoclásico del capital homogéneo, en los PAEDE, el problema de las indivisibilidades³⁴ es una barrera a la inversión. Para los pequeños empresarios, restringidos al autofinanciamiento, la inversión en nuevas tecnologías resulta onerosa y sólo los ricos pueden innovar; agrandándose así la brecha en las tasas de rentabilidad para ricos y pequeños empresarios.³⁵

d) No funciona la teoría neoclásica de la difusión y aprendizaje tecnológico, por que no hay fuentes de financiamiento externo, las indivisibilidades son un serio problema y no todos los empresarios tienen las mismas oportunidades de inversión. Así que el subsidio estatal a industrias que requieren de un elevado aprendizaje no se justifica.

e) La política de financiamiento preferencial a sectores considerados estratégicos sólo beneficia a las grandes empresas, -ya establecidas o transnacionales- en detrimento de la innovación tecnológica en las pequeñas empresas nativas.

³⁴ La teoría neoclásica trabaja con una función de producción agregada, que es la suma de las funciones de producción en miniatura de las empresas. Sin embargo, como ya se asentó en el capítulo anterior, al considerar al capital como homogéneo, se obvian los límites mínimos de inversión determinados por las economías de escala, tamaño del mercado y monto del desembolso inicial de capital. McKinnon enfatiza que la función de producción no puede reproducirse en miniatura sin considerar el problema de la indivisibilidad del capital.

³⁵ McKinnon define al desarrollo como "...la reducción de la gran dispersión entre las tasas de rendimiento social de las inversiones existentes y de las nuevas inversiones que efectúan las empresas nacionales." Así la economía fragmentada no conduce al desarrollo. Idem. p. 12.

f) La incertidumbre impide el crecimiento de la intermediación, ya que "fragmenta la estructura de las tasas de interés hasta el punto de que no reflejan ya uniformemente la preferencia temporal colectiva de la comunidad."²⁶ El riesgo aumenta el costo de los préstamos inseguros, reduciendo su horizonte temporal. La necesidad de un aval afecta el monto del crédito y la tasa de interés de éste. No son adecuadas las teorías de selección de cartera de Tobin y Arrow, por que no hay libertad para seleccionar una cartera o emitir deuda y no existe incertidumbre objetiva.

McKinnon afirma que en los PAEDE, "la eficiencia con que diversos activos son manejados estribará en quien sea su propietario o administrador, por tanto, las mejores oportunidades de inversión no necesitan ser las más arriesgadas, consideradas en un sentido objetivo."²⁷ Independientemente de la predisposición personal al riesgo, los empresarios enfrentan limitaciones derivadas de la existencia de incertidumbre subjetiva.²⁸ Los ahorradores no invierten por falta de oportunidades productivas o de información.

A la economía fragmentada le corresponde un sistema financiero reprimido que se caracteriza por:²⁹

- 1) Escasa emisión de valores primarios, la mayor parte de las empresas dependen del autofinanciamiento.
- 2) El sistema bancario, quien domina el sistema financiero, en ausencia de intermediarios financieros no monetarios, adquiere las emisiones primarias.
- 3) En virtud de la incertidumbre subjetiva, el dinero, ampliamente definido, es el único activo confiable para la acumulación del capital privado. La demanda monetaria dependerá de la inflación y la tasa de

²⁶ Irving Fisher, *The theory of interest*, p.218, citado por McKinnon.

²⁷ McKinnon (1973) p.21.

²⁸ La incertidumbre subjetiva se relaciona con el reducido tamaño de las empresas familiares, el alto costo de la información para los extraños, la escasa liquidez, el temor a la quiebra y a la morosidad. En contraste, la incertidumbre objetiva sólo depende de los rendimientos esperados de los activos disponibles.

²⁹ Al igual que Tobin y Gurley y Shaw, McKinnon recurre en este punto a la sapiencia de Raymond Goldsmith (1969), *Financial Structure and Development*, Yale, University Press, 1969.

interés nominal para depósitos d y la conveniencia de mantener dinero. El rendimiento real de las tenencias monetarias será:

$d - P^*$, donde P^* es la tasa de inflación futura esperada.

4) Los instrumentos de política monetaria disponibles son la tasa de expansión monetaria μ y d . En este caso P y P^* , se determinan a través de μ . McKinnon considera también una causalidad hacia atrás, de modo que "la política monetaria influye considerablemente en la propensión privada a ahorrar e invertir en la economía en desarrollo."⁴⁰ La oferta de saldos reales estará determinada por la demanda real a una d cualquiera. Las empresas y familias de los PAEDE son muy sensibles a $d - P^*$.

5) En los PAEDE las demandas de saldos reales y de capital físico son complementarias en las carteras privadas, no existe la sustituibilidad de la teoría de la selección de cartera.

La panacea para todos los males derivados de la represión financiera es el mejoramiento de la estructura del sistema financiero, particularmente la liberación del mercado de capitales. Esta puede sustituir a la intervención estatal, que privilegia a las empresas consideradas estratégicas a costa de la agricultura, de las empresas no protegidas y del erario público.⁴¹ Para McKinnon "la tasa adecuada de difusión tecnológica y la eficiente absorción de mano de obra son fundamentalmente problemas financieros y no fiscales." El papel de la política fiscal se reduce a la gestión de la estabilización macroeconómica, el financiamiento de los bienes públicos, la redistribución del ingreso -vía sistema impositivo- y la utilización del exceso de ingreso sobre gasto corriente en la formación de capital. Para McKinnon el control de las finanzas públicas es un prerequisite para que tenga éxito la liberalización financiera, ya que el financiamiento del déficit se hace a expensas del sistema bancario.

McKinnon desarrolla su crítica a la teoría monetaria sobre el modelo monetario de Levhari y Patinkin, al que agrega las reglas de oro

⁴⁰ McKinnon (1973) p.48.

⁴¹ El capítulo II de McKinnon (1973) es una lista detallada de las políticas erróneas utilizadas por el Estado para socavar el mercado de capitales en la agricultura y en la industria y que conducen a una mayor fragmentación de la economía. Para McKinnon la política primera óptima es dejar actuar libremente a las fuerzas del mercado.

y de liquidez plena. Especialmente critica el efecto de sustitución⁴² entre dinero y capital físico en las carteras de los agentes.⁴³

McKinnon sostiene que "el modelo neoclásico...omite cuestiones de particular importancia para los PAEDE y contiene lamentables sesgos cuando se usa como base de una política."⁴⁴ Las omisiones son: a) la gran dispersión en las tasas de rendimiento de los activos, derivada de los mercados de capital imperfectos; b) la dedicación óptima de recursos reales al sistema monetario y c) las limitaciones fiscales del gobierno al ajustar la tasa agregada de inversión.

Los sesgos tienen que ver con el efecto de sustitución en las carteras entre dinero y capital físico; la independencia de la propensión privada al ahorro de la política monetaria; la promoción del ahorro vía financiamiento inflacionario y rendimientos decrecientes en la acumulación de capital.⁴⁵

McKinnon utiliza los siguientes supuestos en su modelo:

- A. Las empresas dependen del autofinanciamiento, no hay especialización en los procesos de ahorro e inversión.
- B. Predominan las pequeñas empresas, por lo tanto, adquiere gran relevancia el problema de las indivisibilidades.
- C. No hay inversión pública directa.

⁴² Los modelos neoclásicos suponen una propensión a ahorrar dada, por tanto el ahorro solo se distribuye entre dinero y capital en las carteras de los agentes. Cuando el rendimiento de los saldos monetarios es mayor al rendimiento del capital, la inversión en éste decrece.

⁴³ La regla de oro establece la maximización del consumo per capita, dentro de una ruta de crecimiento equilibrado, donde la razón de beneficio es igual a la razón de inversión. Véase E.S. Phelps, "The golden rule of accumulation: a fable for the growthmen", *American Economic Review*, vol.51, 1961, pp.638-643. La regla de la liquidez plena establece que la regla óptima para asegurar la plena liquidez monetaria es igualar el rendimiento de las tenencias monetarias y del capital físico: $d-P^* = r$; cuando $d > r$, la política adecuada es la deflación de precios a la tasa r . En el caso de precios estables, la opción es hacer $d = r$. Véase al respecto M.Friedman, *The optimum quantity of money and other essays*, Aldine, 1969.

⁴⁴ McKinnon (1973) p. 60-1.

⁴⁵ McKinnon se muestra muy sensible a esta recomendación. En el capítulo anterior, del modelo tobiniano se derivaba que una política inflacionaria favorece el crecimiento económico; McKinnon incorpora al modelo la regla de Friedman, con lo que surge una paradoja, "una política primera óptima requiere deflación bajo la regla de la liquidez plena, una política segunda óptima, que tome en cuenta la escasez de capital y la incapacidad fiscal de los países pobres, es inflacionaria." *Ibidem*. p.62. Y acto seguido arremete contra "los entusiastas del desarrollo, que no han sentido el freno académico" antes de recurrir al financiamiento inflacionario para promover el crecimiento económico.

De estos supuestos se deriva que el dinero es el único activo financiero disponible, la falta de financiamiento externo impide la inversión en nuevas tecnologías, de dónde resulta una gran dispersión en las tasas de rentabilidad del capital físico y en la eficiencia en el uso de los factores productivos -incluido el dinero. Los mercados de capital son **absolutamente imperfectos**. En tanto el gobierno no participa directamente en la acumulación agregada del capital, la política gubernamental se limita a "la selección del rendimiento real del dinero en tenencia, $d-P^*$."⁴⁶

La demanda monetaria promedio está dada por:

$$(1) \quad (M/P) = L(Y, I/Y, d-P^*), \quad 47$$

dónde se incorpora la relación inversión-ingreso I/Y , ausente en la teoría neoclásica. Considerando que en la economía fragmentada de los PAEDE la "rentabilidad promedio del capital [aparece con] una dispersión dada en torno suyo que mide la productividad variable de capital entre las empresas familiares"⁴⁸ r' , la función de demanda monetaria aparece como:

$$(2) \quad (M/P) = L(Y, r', d-P^*),$$

dónde todas las derivadas parciales son positivas, especialmente $\delta L/\delta r' > 0$. En la teoría monetaria neoclásica la relación es negativa por el supuesto de sustituibilidad.

Dado que las empresas sólo dependen del autofinanciamiento, toda inversión implica un "amontonamiento" previo de dinero, -el dinero es un conducto para la acumulación del capital- por tanto un aumento de la rentabilidad del capital físico viene acompañado de un aumento en la

⁴⁶ Idem. p.69.

⁴⁷ Aquí M es igual a la definición amplia del dinero $M2$.

⁴⁸ Idem. p.72. La función de demanda monetaria de Levhari y Patinkin incluye, en su lugar, a la tasa uniforme de rentabilidad del capital r' . Pero, nos dice McKinnon, en las economías fragmentadas no hay una rentabilidad uniforme del capital físico. Aquí, r' sólo cambia en respuesta a cambios exógenos.

demanda de saldos monetarios. Contrariamente a lo que postula el modelo neoclásico, las demandas de capital y dinero son complementarias.⁴⁹

La oferta monetaria influye sobre las decisiones de ahorro e inversión: "si la rentabilidad real del dinero en tenencia aumenta, así lo hará la inversión autofinanciada en una gama significativa de oportunidades de inversión." Por otra parte, la creciente preferencia por liquidez reduce el costo del ahorro en el sistema monetario, ensanchándose el conducto financiero para la acumulación de capital.⁵⁰ Ambos activos son complementarios.

La función de inversión de McKinnon es:

$$(3) \quad I/Y = F(r', d-P^*), \quad \delta F/\delta r' > 0, \quad \delta F/\delta (d-P^*) > \delta < 0$$

A partir de la segunda derivada parcial se observa, además, el efecto de sustitución -McKinnon lo denomina de competencia- entre ambos activos. ¿Cómo saber cuando un efecto domina al otro?

En una economía fragmentada, no cabe el análisis de equilibrio general, McKinnon opta por el análisis parcial bajo los siguientes supuestos:

- El nivel de ingresos corrientes está dado.
- En virtud de la escasez de capital el gobierno fija $d-P^*$ de manera que se maximice la tasa de inversión autofinanciada por las empresas familiares.
- Se mantiene constante r' .

Cuando la rentabilidad real del dinero es negativa, predominará el efecto conducto, i.e., disminuyen las tenencias monetarias y aumenta la intermediación monetaria, frenando la inversión autofinanciada. En este caso el gobierno debería elevar $d-P^*$, para alentar el proceso de amontonamiento. Pero conforme aumenta $d-P^*$, el efecto sustitución predomina, cambiando la composición de las carteras. El

⁴⁹ McKinnon señala "si la tasa deseada de acumulación de capital (y por ende del ahorro privado), aumenta a un nivel dado del ingreso, también aumentará la relación promedio entre los saldos reales en efectivo y el ingreso". Idem. p.70.

⁵⁰ Idem. p.73. En el modelo neoclásico, que supone mercados de capital perfectos, no existen estos efectos.

óptimo en este modelo está dado cuando el efecto de sustitución comienza a ser predominante.

Sin embargo, el efecto de sustitución puede desviar recursos de usos socialmente improductivos -construcciones suntuarias, inversiones en capacidad física ociosa, etc.,- a usos más eficientes cuando $d-P^*$ aumenta hasta un nivel en que es más atractiva la tenencia de saldos monetarios como depósito de valor. En el largo plazo "la calidad del acervo de capital se halla directa y positivamente relacionada con la rentabilidad real del dinero en tenencia."⁵¹ Considerando que las familias enfrentan oportunidades de inversión específicas, el proceso de amontonamiento, se ve favorecido por una alta $d-P^*$, que resultaría en pequeñas inversiones intramarginales. La rentabilidad promedio del capital r' , para toda la economía no desciende, la nueva inversión puede mantener una $r' > d-P^*$, dada la naturaleza indivisible de la inversión y el costo de oportunidad del consumo corriente.

El autofinanciamiento es un problema que aún debe resolverse. En los PAEDE existe la intermediación financiera no monetaria, pero a una escala muy reducida. La creciente liquidez, -debida al aumento de $d-P^*$ -, disminuye la incertidumbre subjetiva prevaleciente en la economía posibilitando un mayor financiamiento externo. El resultado es un aumento de la inversión y del coeficiente de endeudamiento.

Las directrices de política monetaria resultantes de este modelo sugieren un efecto altamente pernicioso de la inflación -que hace negativa a $d-P^*$ -. Ante un aumento exógeno de r' , el gobierno debe aumentar la oferta monetaria. Las opciones son: elevar las tasas de interés reales o disminuirla inflación. La política óptima consiste en eliminar los topes a las tasas de interés, con lo que se maximizaría la inversión, elevando simultáneamente su eficiencia. Al elevarse $d-P^*$ aumenta el nivel de inversión -aumenta la cantidad-, y debido al racionamiento,⁵² aumentarán las inversiones más eficientes, mejorando

⁵¹ Idem. p.76.

⁵² Las fuentes de racionamiento del crédito son: selección adversa, abordada en Stiglitz y Weiss (1981), y topes máximos a las tasas de interés en una situación de represión financiera. Cuando se eliminan los topes a las tasas de interés predominará el racionamiento de Stiglitz y Weiss, mejorando la calidad de los proyectos de inversión sujetos de financiamiento, ya que al no tener información perfecta los bancos financian

la calidad. Esto tendrá un efecto positivo sobre la tasa de crecimiento. Debe recalcar que es indispensable para el éxito de la liberalización el control de las finanzas públicas y el desarrollo del mercado de capitales, evitando la intervención gubernamental en el mercado crediticio.

El modelo de Edward S. Shaw

Para Edward Shaw la represión financiera "...es el típico complemento de la estrategia de desarrollo...la sobrevaluación de la moneda doméstica en términos de las monedas extranjeras es la otra parte. Mientras la política financiera, incluyendo a la inflación, reduce las tasas reales de interés y hace aparecer los créditos baratos, tan baratos, que deben ser rigurosamente racionados, la política del tipo de cambio mantiene bajo el precio interno de las divisas externas. Aquí surge un exceso de demanda de ambos: créditos y divisas externas".⁴³ Esta estrategia promueve el desarrollo industrial a costa de la agricultura.

El resultado es un abrumador predominio de la ciudad sobre el campo y un mercado de trabajo dual, con un pequeño sector beneficiado con la industria intensiva en capital -importado en condiciones preferenciales con divisas baratas y créditos a bajas tasas de interés- y con materias primas a bajo costo -c insumos proporcionados por las empresas públicas a precios subsidiados o incluso con pérdidas-, que no absorbe suficiente fuerza de trabajo;⁴⁴ por otro lado se cuentan los emigrantes del campo a la ciudad, sometidos a un salario mínimo y al desempleo urbano. Los gastos de las ciudades en crecimiento, que requieren servicios, eliminan el ahorro gubernamental.

En este contexto, la política gubernamental consiste en gravar las

sólo los proyectos más prometedores.

⁴³ Shaw (1973) p.12.

⁴⁴ Siguiendo a Arthur Lewis, es común suponer que los PAEDE tienen una oferta abundante de mano de obra, así la estrategia de industrialización adecuada para estos países debería contemplar la incorporación de la mayor cantidad posible de mano de obra y no imitar la industrialización intensiva en capital de los países con escasez de mano de obra.

exportaciones tradicionales, importaciones suntuarias y los bienes que compiten con los producidos internamente, se establecen concesiones fiscales para el enclave industrial. La demanda excedente de ahorros afecta la cuenta de capital de la balanza de pagos, obligando a recurrir a los créditos a corto plazo con alto costo o a buscar ayuda externa oficial y la participación de inversión extranjera privada.

Como puede verse Shaw presenta un modelo similar al de McKinnon, salvo que es un modelo de dinero interno, por eso lo denomina el "enfoque de intermediación de la deuda".

El modelo de Shaw considera una economía dual, donde coexisten la producción comercial y de subsistencia, la empresa pública y privada, los insumos y las tecnologías son heterogéneos con mercados segmentados y con precios no uniformes. Las condiciones de la producción agregada se caracterizan como:

$$(4) \quad Y = H(K_1 \dots K_n, L_1 \dots L_n, T)$$

dónde Y es el ingreso real, K son los bienes de producción, L son los servicios heterogéneos del trabajo, y T es una colección de diversos procesos de producción.

Se supone que la función de producción no se ve afectada por las economías de escala y se aplican las relaciones marginales usuales. En la función de producción no se incluye al dinero como un factor de la producción, ya que Y se relaciona más bien con los factores empleados en la industria monetaria y con la tecnología monetaria. Los servicios de la industria monetaria son insumos intermediados para otras industrias incluyendo la industria familiar.⁵⁵

De esta función de producción se deriva un doble efecto ingreso ante un incremento en los saldos reales: un componente negativo, ya que el dinero distrae recursos de otras industrias a la industria monetaria, y un componente positivo, en la tradición neoclásica, derivado de las ganancias en productividad -media y marginal- de los factores.

⁵⁵ De acuerdo con una idea manejada desde Gurley y Shaw (1960), los saldos reales ponen límites a los mercados y liberan trabajo y capital físico del proceso de subasta y de los bienes refugio.

En la economía de los PAEDE la meta de liquidez plena no es factible, ya que no hay una única tasa de interés, por tanto no es posible determinar una sola d , por otra parte el componente negativo del efecto ingreso llevaría al sacrificio de producto potencial.

La definición del ingreso nacional neto por la participación de los factores puede expresarse:

$$(5) \quad Y = rK + wL$$

Aquí r es un vector de las tasas de rendimiento dispersas sobre la heterogénea riqueza física. (La r' de McKinnon). La tasa de rendimiento para el trabajo w , es igualmente compleja. Considerando que los mercados de factores no son competitivos, la distribución interpersonal del ingreso se ve afectada por la productividad de los factores, el poder del mercado y por redistribuciones y transferencias fiscales.

La colocación agregada de ingreso a consumo, ahorro e inversión es la usual:

$$(6) \quad Y = C + I = C + S$$

El crecimiento en la masa monetaria no cuenta como adición a la riqueza personal y el ahorro agregado es ahorro físico, sin el componente de ahorro monetario -dado que el dinero no es riqueza, sino deuda -es dinero interno- los incrementos en el stock nominal no son incrementos en el ingreso. El dinero tampoco entra en la función de utilidad.

La demanda monetaria depende del rendimiento del dinero y de su costo de oportunidad o rendimiento de activos alternativos, del ingreso permanente o riqueza y de las corrientes esperadas de dinero, -no perfectamente previsibles-, además se incluye un factor t , que introduce el cambio tecnológico como tendencia. Esto nos da la ecuación de demanda monetaria:

$$(7) \quad M/P = F(Y, r_s, r, d_s, r_s, t)$$

o alternativamente:

(8)

$$M/P = F(Y, v, d-P^*),^{56}$$

Para Shaw los rendimientos reales de todos los tipos de riqueza tienen un efecto positivo sobre el ahorro. En este modelo de dinero interno, donde los inversionistas no están confinados al autofinanciamiento no funciona la complementariedad del modelo de McKinnon.

Shaw le asigna al sistema financiero las funciones de: "intermediar colocando el ahorro entre inversiones alternativas en riqueza física o desahorrar. El ahorro se intermedia también entre inversionistas, los que pagan sus deudas al sistema monetario y los que incurren en nuevas deudas",⁵⁷ entonces el sistema monetario desarrolla una función monetaria y una función fiscal, que corresponden a sus operaciones en el mercado de dinero y en el mercado de capital, respectivamente.

Suponiendo un equilibrio continuo a largo plazo en el mercado monetario, tenemos:

(9)

$$\mu = M/P$$

Considerando que no hay costos en el incremento de la oferta monetaria, ésta puede escribirse como:

(10)

$$M = M/P = Q(i, d, P^*, w, e, g, t)^{58}$$

El nivel de precios se determina de acuerdo con la ecuación cuantitativa:

⁵⁶ Aquí v es el vector de los costos de oportunidad reales de mantener dinero, esto es: r_s , la tasa de preferencia en el tiempo del consumidor, r que es la tasa de rendimiento del capital físico y de la deuda pública, d , la tasa de rendimiento de los activos financieros indirectos no monetarios, r_m , el rendimiento del dinero, (función de μ : los servicios del dinero como medio de pago, la absorción de los costos por evitar los riesgos en que incurrirían los ahorradores al colocar directamente sus recursos y la tasa de inflación vigente.

⁵⁷ Shaw (1973) p. 63.

⁵⁸ En dónde $i-P^*$ es la recompensa pagada al sistema monetario por sus servicios con la tecnología t ; $d-P^*$ es el costo real para el sistema monetario; w es el costo de los salarios reales; e es el costo del uso del capital físico y g es el costo de la asunción de riesgos.

(11)

$$\Delta P/P = \mu - M/P$$

ya que no existe ilusión monetaria, es la autoridad monetaria quien determina la oferta nominal de dinero y su tasa de crecimiento, determinando así P y P^* , aunque no con la precisión del enfoque neoclásico.

En el modelo neoclásico el instrumento de política monetaria es la tasa de interés. En los PAEDE la autoridad monetaria tiene más responsabilidades, debe inducir economías en el uso de los factores, reforzar los niveles de competencia en las tasas de depósito y préstamo y forzar el ritmo de desarrollo tecnológico en el servicio monetario y bancario. En presencia de imperfecciones y anomalías en los mercados financieros se requerirá además del manejo de la tasas de interés y del nivel de inflación, el control monetario. Además "pueden ocurrir economías de escala sobre algunas partes de la función de oferta monetaria que justificarían el subsidio estatal de la empresa bancaria sobre bases temporales... algunas externalidades del crecimiento en los saldos reales también justificarían el subsidio."⁵⁵

En cuanto a la política monetaria óptima, debe considerarse que en este modelo el sistema monetario opera en el mercado monetario y en el mercado de dinero, por tanto la política monetaria debe optimizarse en ambos mercados. La solución óptima neoclásica de igualar la tasa de interés nominal con la tasa de interés real, en condiciones de estabilidad no se encuentra disponible en este modelo, dada la fragmentación existente. En este caso la tasa de interés nominal debe agotar las ganancias netas del sistema monetario, hay que eliminar, por tanto, los topes. Adicionalmente debe promoverse la diferenciación de activos no monetarios y el desarrollo de los correspondientes intermediarios (otra vez el indispensable desarrollo de los mercados de valores), permitiendo el "libre comercio en el sector financiero". En los PAEDE no existen los "reyes sabios" del mundo neoclásico, por lo tanto la política fiscal no garantiza la optimización del crecimiento; por el contrario, el desempeño fiscal puede beneficiarse del desarrollo

⁵⁵ Shaw (1973) p.65.

financiero.

La liberalización financiera conducirá a un aumento del ahorro, aunque, nos dice Shaw, una parte de éste es ahorro que se ha desviado a usos menos rentables; aún así el efecto ingreso positivo sobrepasaría al efecto negativo generando un nivel de ingreso mayor, aumenta el flujo de ahorro, público y privado, así como la inversión en relación con el stock de capital existente.

Por otro lado aparecerían nuevas oportunidades de inversión, con lo que se promovería el ahorro para autofinanciarlas -el "amontonamiento" de McKinnon-, el incremento de la masa monetaria permite un mayor flujo de crédito bancario, aún con tasas de interés muy altas, los posibles prestatarios mejoran sus avales para calificar para un préstamo.

Shaw afirma que las políticas que elevan las tasas de rendimiento de los activos financieros, disminuyen la dispersión de los rendimientos, mejoran la tecnología financiera y se complementan con otras medidas en áreas no financieras llevan a despejar la incertidumbre, disminuyendo la preferencia temporal de los ahorradores por el consumo presente.⁶⁰

La liberalización financiera también resultará en cambios en la distribución del ingreso dentro del sector privado y entre el sector privado y público, hay un ajuste a favor del trabajo y contra la propiedad. Disminuirían las rentas monopólicas de los importadores y el sector público obtendría mayores beneficios de las empresas públicas.

La conclusión general de estos modelos es que al eliminar las restricciones sobre el sector financiero se remueven los obstáculos al crecimiento. Mayores rendimientos en el ahorro financiero, con reducción del margen de intermediación, estimularán el crecimiento del ahorro agregado, aumentando el financiamiento a la inversión, mejorando tanto cantidad como calidad. Si la teoría de la liberalización financiera funciona, en la práctica deberán observarse las siguientes correlaciones positivas: a) entre el grado de profundización financiera y la tasa de crecimiento, b) entre la tasa de interés real de depósito $d-P$, y la tasa de ahorro, c) entre las tasas de interés reales y la

⁶⁰Shaw (1973) p. 73.

inversión, y d) entre d-P y la tasa de crecimiento económico. En el capítulo cuatro se revisarán estos resultados.

2.2.3 La reforma financiera desde el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial

A partir de los años setenta, la teoría de la liberación financiera, formulada por McKinnon y Shaw se convirtió en uno de los fundamentos de las políticas de ajuste recomendadas por el FMI y el Banco Mundial.

De acuerdo con los argumentos de McKinnon y Shaw, la estrategia de industrialización adoptada por los países en desarrollo -la llamada "industrialización a través de la sustitución de importaciones"-, llevó a los gobiernos de estos países a intervenir para encauzar recursos a las actividades mal atendidas por el incipiente sistema financiero doméstico,⁴¹ esto se tradujo en nacionalización de bancos comerciales, creación de instituciones financieras de desarrollo, instauración de controles sobre tasas de interés y asignación del crédito, apertura de sucursales en zonas rurales y programas de crédito dirigido con asistencia técnica y apoyo institucional.⁴²

La intervención derivó en represión financiera. En el caso de los programas de crédito dirigido, las tasas de interés preferenciales se convirtieron en una pérdida que debió asumir el gobierno y, frecuen-

⁴¹ Situación de subdesarrollo financiero caracterizada por pocas fuentes de capital accionario y financiamiento a largo plazo, la presencia de un sector financiero informal, pequeño volumen de préstamos y altas tasas de interés, concentración de los intermediarios en las ciudades más importantes, empresarios nativos y agricultores sin acceso al crédito.

⁴² Los tipos de intervenciones pueden clasificarse así: 1) préstamos impuestos a los bancos, en México se establecen los cajones de crédito o préstamos obligatorios -sobre los depósitos y otros pasivos el 31% era destinado al gobierno, el 10% a la banca de desarrollo, el 6% a la vivienda, y el 1.6% a las exportaciones-; 2) planes de refinanciación de préstamos de la banca de desarrollo a los sectores prioritarios, en condiciones atractivas; 3) préstamos a tasas de interés preferenciales, i.e., artificialmente bajas, a sectores prioritarios; 4) garantías de crédito para empresas pequeñas y medianas, así como aseguramiento de las cosechas y garantías de créditos a las exportaciones anteriores al embarque y aseguramiento de éstas; 5) crédito de las instituciones de desarrollo a los sectores prioritarios apoyado por instituciones bilaterales y multilaterales. Para un mayor detalle véase Banco Mundial (1989).

temente, los recursos no se destinaron a los objetivos originales.⁴³

El sistema financiero resultante es improductivo e insolvente. Por un lado la banca de desarrollo sufrió el deterioro de su cartera y resultados financieros. La inestabilidad macroeconómica de la década de los ochenta afectó aún más adversamente a la banca de desarrollo especializada en el crédito a mediano y largo plazo.⁴⁴ Por otro lado el déficit fiscal se financió, principalmente, a través del banco central, dando pie a la inflación -que es una forma de impuesto implícito sobre los activos financieros-; el sistema financiero proporcionó estos recursos a través del aumento del encaje legal -que puede interpretarse como préstamos forzados al banco central a tasas de interés muy bajas- y la inversión obligatoria de fondos de los intermediarios financieros en títulos gubernamentales de bajo rendimiento. El resultado es la disminución de utilidades de los intermediarios, la asunción de pérdidas se traspasó a los depositantes, vía menores tasas de interés pasivas, o a los prestatarios, a través de un aumento en las tasas activas, además de generarse una presión adicional para agrandar la brecha entre las tasas activa y pasiva.

En un contexto inflacionario, el control de las tasas de interés, retrasa el desarrollo financiero. Con tasas de interés artificialmente bajas habrá un exceso de demanda sobre los fondos disponibles, que pronto resulta en racionamiento del crédito. En presencia del éste, escasean los créditos a largo plazo y con alto riesgo -contradiciendo el objetivo inicial-. Si a esta situación se agrega la inflación, tenemos la explicación de las fugas de capital, que disminuyen aún más los recursos disponibles para la inversión, alentando el desarrollo de los mercados informales de crédito y la desintermediación financiera.

En este contexto, aumenta el riesgo de las inversiones a largo

⁴³ Los bancos canalizaban estos recursos a los prestatarios más grandes e influyentes, o los beneficios los desviaron a otros usos más rentables; surgieron intereses creados que se convirtieron en un gran obstáculo al cambio de la política financiera, además de fomentarse la morosidad deliberada, ya que el gobierno no podía ejercer acciones judiciales contra los sectores prioritarios. Banco Mundial (1989).

⁴⁴ De acuerdo con el Banco Mundial (1989) situaciones típicas en la banca de desarrollo son el otorgamiento de créditos con criterios inadecuados, en ocasiones respondiendo más a las presiones políticas que a los objetivos de fomento y el personal poco cualificado e incompetente, igualmente sujeto a presiones y vaivenes políticos.

plazo, dificultando su financiamiento. Los agentes tratan de proteger su poder adquisitivo, ya sea indizando sus contratos financieros, lo que empeora la inflación- o ligándolos al tipo de cambio, -que ante una devaluación se traduce en pérdidas para el sistema bancario.

La situación macroeconómica inestable de los ochenta llevó a muchas empresas con problemas financieros a incumplir sus compromisos con las instituciones financieras, colocándolas al borde de la quiebra; de aquí la necesidad del rescate gubernamental. La carencia de información fidedigna sobre los préstamos improductivos, incobrables y dudosos, junto con la presencia en el mercado de bancos técnicamente insolventes, pero con liquidez, desemboca en la situación de "cuasi-insolventencia". Las instituciones más afectadas son los bancos de desarrollo. El alto porcentaje de préstamos improductivos restringe los recursos disponibles para nuevos clientes, -ya que los bancos financian a los antiguos clientes, insolventes, para que continúen cubriendo el servicio de préstamos anteriores, en vez de financiar nuevas inversiones, que se traducirían en una producción mayor.

La situación de cuasi-insolventencia financiera obliga al gobierno a intervenir como prestamista de última instancia, proveyendo de liquidez inmediata al sistema. Por otro lado la ausencia de una reglamentación y supervisión eficiente fomenta la excesiva asunción de riesgos y el manejo fraudulento de la contabilidad para ocultar la situación de insolventencia bancaria, hasta que ya es demasiado tarde y el gobierno debe intervenir asegurando los depósitos.

Resumiendo, en el arranque de las políticas de industrialización a través de la sustitución de importaciones, la intervención gubernamental debía paliar las deficiencias del sistema financiero; a través del control de la tasa de interés y el crédito dirigido, ambos fracasaron. Durante la década de los setenta, cuando las relaciones de intercambio fueron favorables para los países exportadores de productos primarios y el crédito externo se encontraba ampliamente disponible, se presenció un incremento en la inversión, a pesar del inadecuado sistema financiero, materializando el consiguiente crecimiento. Los choques externos, al inició de la década de los ochenta evidenciaron la vulnerabilidad, debilidad e insolventencia de los sistemas financieros.

Ante la crisis de la deuda externa "ahora más que nunca, los países en desarrollo necesitan apoyarse en sus recursos internos para financiar el desarrollo."⁶⁵ Por lo tanto deben implementar una liberalización financiera "...que ayude a movilizar recursos a través del sistema financiero formal y a mejorar la eficiencia con que se utilizan."⁶⁶

Sin embargo dentro de las experiencias de liberalización financiera, durante las dos últimas décadas, no se escribieron muchas historias felices.

En numerosas publicaciones del Banco Mundial y del FMI, se han reconocido estos fracasos, atribuibles, según sus expertos, al mal manejo macroeconómico y a la excesiva intervención estatal.

Así una condición esencial para emprender la reforma financiera es el logro de la estabilidad macroeconómica. La liberación de las tasas de interés en presencia de una inflación alta e inestable provocará una ampliación de la brecha entre tasas activas y pasivas, corrientes de capital inestables, e insolvencia de empresas y bancos, contribuyendo, además, al debilitamiento del control monetario.

Otra condición que debe cumplirse, previa o simultáneamente, es la realineación del tipo de cambio y la reforma comercial, si existen precios distorsionados por la protección o controles, la liberalización financiera no contribuirá a una asignación más eficiente de los recursos.⁶⁷ Además debe sustituirse la intervención directa por "un sistema de leyes y reglamentos adecuados" con el fin de evitar la insolvencia de los intermediarios y empresas, la excesiva asunción de riesgos, la contabilidad fraudulenta, los efectos monopólicos y otros factores que conducen a la fragilidad financiera.

En cuanto a la transferencia de riqueza e ingresos "las autoridades deben prever en que modo las reformas harán cambiar los

⁶⁵ Banco Mundial (1989), p.81.

⁶⁶ Banco Mundial (1989); p.132.

⁶⁷ La liberación comercial debe ser previa a la liberación de movimientos de capital. No se aconseja que sean simultáneas, ya que la velocidad del ajuste es mayor en el mercado de capitales, que en el de bienes, así, un mayor flujo de capitales, en respuesta a la liberación, revalorará el tipo de cambio debilitando la política comercial. Banco Mundial (1989).

precios relativos y cómo afectarán estos cambios a los diferentes grupos... consideraciones de equidad y viabilidad política [permitirán otorgar una] compensación transitoria a los que resulten más adversamente afectados."⁶⁶

Una reforma financiera exitosa debe implementarse de acuerdo a los siguientes pasos:

En una primera etapa, previo control del déficit fiscal⁶⁷ y en un contexto de estabilidad macroeconómica, el gobierno deberá disminuir la escala de los programas de crédito dirigido, permitir que la tasa de interés refleje los movimientos del mercado, variaciones del tipo de cambio y la inflación existente. La estructura de las tasas de interés tendrá que diferenciar a los prestatarios de acuerdo al vencimiento, riesgo y costos administrativos de los créditos otorgados.

Además se deberán mejorar las disposiciones jurídicas y contables, las normas de disciplina y control así como la supervisión aplicable al sistema financiero. Debe permitirse la autonomía administrativa de las instituciones y mejorar la eficiencia.⁷⁰ Previamente a la privatización de los intermediarios del sector público, es conveniente el desarrollo del mercado de valores, la mejora en la cartera de éstos y en la regulación. De manera que en el momento de la privatización, la banca no se concentre en pocas manos debilitando la solidez del sistema bancario.

En el caso de insolvencia generalizada el gobierno deberá res-

⁶⁶ Banco Mundial (1989), p.139.

⁶⁹ De acuerdo con los especialistas del Banco Mundial, el financiamiento del déficit fiscal a través del Banco Central, deriva en inflación, por tanto no es aconsejable, la alternativa de los empréstitos forzosos del sistema bancario, -aumento del encaje legal o del grado de liquidez obligatoria-, es menos inflacionaria, pero disminuye la rentabilidad bancaria, desplaza la inversión privada y distorsiona las tasas de interés. La mejor opción es el financiamiento a través del mercado de valores, ya que además posibilita la ejecución de operaciones de mercado abierto, en vez del uso de los controles directos, fomenta la emisión y colocación de valores privados y libera recursos bancarios susceptibles de invertirse por el sector privado. Banco Mundial (1989). Aunque no mencionan nada acerca del comportamiento especulativo, lo mismo sucedía cuando explicaban las fugas de capitales.

⁷⁰ Habrá que reducir la injerencia gubernamental en las decisiones y actividades bancarias al mínimo, las instituciones de desarrollo y otros intermediarios gubernamentales, sin excepción, así como las instituciones extranjeras estarán sujetas a las normas de disciplina y control. En cuanto a los gerentes de los bancos, éstos deberán ser profesionales autónomos y responsables de cuentas.

estructurar y/o cerrar las empresas e intermediarios insolventes. En esta etapa, también debe llevarse a cabo la liberación del comercio e industria.

En una fase intermedia deberá promoverse la diversificación de los intermediarios, activos y mercados financieros, promoviendo la competencia entre éstos. Sería conveniente permitir el acceso de intermediarios extranjeros al mercado interno, con objeto de promover la eficiencia y la competencia. Podrán mantenerse las restricciones a los competidores extranjeros hasta que los intermediarios nacionales puedan competir en igualdad de condiciones, ya que la competencia de intermediarios extranjeros con costos menores a los internos, puede provocar una desintermediación interna, al ofrecer rendimientos mayores.

Los flujos de capital permitirían la alineación de la tasa de interés interna con la tasa de interés internacional, incrementarían la disponibilidad de fondos extranjeros, así como las formas de diversificar el riesgo. Aunque deberán operar controles sobre los movimientos de capitales, aunados a un manejo macroeconómico adecuado, con objeto de evitar flujos de capital desestabilizadores.

Durante la etapa final se llevará a cabo un avance considerable hacia la reforma financiera, i.e., plena liberación de las tasas de interés, eliminación de los programas de crédito dirigido, suavización de los controles de capital y abolición de las restricciones al acceso de intermediarios extranjeros al sector financiero.

En cuanto al crédito dirigido se recomienda que el gobierno se esfuerce en "...corregir las condiciones que hicieron parecer aconsejable el crédito dirigido, en lugar de utilizar programas de crédito dirigido y subsidios a las tasas de interés". En caso de que el gobierno decida mantener estos programas, deben restringirse al mínimo los sectores privilegiados; por otra parte, más que utilizar tasas preferenciales, los programas deben buscar un incremento en la disponibilidad de crédito para éstos sectores. Debe eliminarse la diferencia entre la tasa preferencial y la tasa de mercado.

Por lo que toca a la velocidad del proceso, debe buscarse el equilibrio adecuado. Una liberación muy rápida, provocaría cuan-

tiosas pérdidas a las empresas e instituciones que tienen contratos a largo plazo -además de la falta de tiempo para que los intermediarios se vuelvan más eficientes y competitivos. En el caso de que el proceso sea muy lento, habrá tiempo para que se ajusten los agentes, pero también pérdidas por perpetuar las ineficiencias de la represión.

El "manual del buen reformador", es bastante exhaustivo, convincente y comprensivo -cubre la mayor parte de los problemas a que se han enfrentado las experiencias pasadas de liberalización. En el capítulo cuatro se confrontarán estas recomendaciones con la secuencia del proceso de reforma financiera en México, al que parece apearse bastante.

2.2.4 La perspectiva neoestructuralista⁷¹

La ausencia de finales felices para los planes de ajuste y estabilización promovidos por el FMI, llevaron a la corriente neoestructuralista a indagar las causas de tales fracasos.

El primer paso fue la caracterización de las economías del Tercer Mundo. La sabiduría ortodoxa asume que los agentes económicos presentan una conducta maximizadora y por lo tanto no considera la presencia e influencia de instituciones, de fuerzas extra-económicas que afectan los comportamientos económicos, y de límites a las acciones económicas; estas economías no funcionan de manera neoclásica. Los supuestos comunes a estos autores son:

- a) El nivel de precios se determina por un mark-up,⁷² en vez de la función de costo neoclásica.
- b) La propensión a ahorrar depende de la clase -capitalistas o trabajadores, supuesto de Kalecki y la Escuela de Cambridge.
- c) Existen diferencias en los patrones de consumo (Ley de Engel). Algunas industrias enfrentan demandas inelásticas en relación con el ingreso y el precio.

⁷¹ Esta parte se basa en Taylor (1979, 1981, 1983) y Winjbergen (1982a, 1982b).

⁷² El mark-up es el margen de beneficio sobre costos primos, que incluyen la fuerza de trabajo, importaciones y costos de financiamiento del capital de trabajo.

- d) Los salarios se ajustan de acuerdo a la negociación o al conflicto de clases.
- e) Hay un componente importado, muy importante en la función de producción.
- f) El ahorro proviene de las utilidades o de ganancias retenidas.
- g) Para las variables financieras se recurre a Keynes -mecanismos de ajuste- y a Tobin -teoría de la selección de cartera.
- h) Los mercados informales juegan un papel esencial en la intermediación, son mercados competitivos y ágiles, en tanto no mantienen reservas son más eficaces que el sistema bancario.⁷³

Esta escuela concluye que una política monetaria restrictiva, que eleve las tasas de interés, aunada a la devaluación, -dos componentes característicos de los programas estabilizadores-, pueden resultar en estanflación, al acelerar la tasa inflacionaria, al tiempo que disminuye el crecimiento económico. El efecto de un alza en la tasa de interés pagada a los depósitos, sobre la oferta de crédito disponible, depende de los requerimientos del encaje legal, y la dirección del ajuste en la cartera de activos. Si el incremento de los depósitos -en respuesta a la liberalización-, tiene lugar a costa de un activo improductivo -efectivo u almacén de valor-, efectivamente aumentará el volumen de recursos disponibles para la inversión. Pero si este ajuste ocurre a costa de préstamos en el mercado informal, reducirá el crédito total, ya que el sistema bancario está sujeto a reservas y tiene un límite de crédito, forzando un aumento en la tasa de interés del mercado informal, que presionará los costos, al tiempo que afecta la producción. Es decir la liberalización financiera podría reducir la tasas de crecimiento económico, por que disminuye el volumen de crédito disponible para las empresas.

⁷³ Dados los activos financieros disponibles, los agentes pueden optar por colocar sus recursos en el sistema bancario, en el mercado informal, o en reservas de valor. De la misma manera los inversores pueden recurrir indistintamente a estas fuentes. El crédito bancario se supone subsidiado y consecuentemente más barato, además tiene un límite cuantitativo; el resto de los requerimientos financieros han de cubrirse en el mercado informal, de aquí que la tasa de éste sea la tasa de interés relevante. Por otra parte el sistema bancario se encuentra sometido a un requerimiento mínimo de reservas, i.e., por tanto no está disponible la totalidad de depósitos como fondos para inversión. Además el Banco Central no otorga crédito al sector privado.

2.2.4.1 El modelo de Wijnbergen.

Sweder van Wijnbergen resalta, por una parte, el "nexo directo entre el crédito y el lado de la oferta" y por otra, la importancia de los "florecientes mercados informales, donde el público presta directamente a las empresas o agricultores". Al considerar estos dos elementos ya no es tan optimista el desenlace previsto para una política monetaria restrictiva y para la liberalización financiera.

Wijnbergen modela una economía financieramente reprimida, i.e., ausencia de mercados de valores, financiamiento del déficit a través de la emisión monetaria, y extenso mercado informal de dinero-, los activos disponibles son el circulante C, depósitos bancarios TD, y préstamos a las empresas en el mercado informal L; la intermediación ocurre a través del sistema bancario o a través del mercado informal; las empresas financian el stock de capital fijo vía préstamos, del mercado bancario -con tasas de interés artificialmente bajas y límites al volumen del crédito- o, del mercado informal.⁷⁴ Además utiliza un modelo de crecimiento monetario del tipo Keynes-Wicksell.

La demanda de cada activo es:

$$(12) \quad C = f(p, i, r_{TD}, Y)W$$

$$(13) \quad TD = f(p, i, r_{TD}, Y)W$$

$$(14) \quad L_{IT} = f(p, i, r_{TD}, Y)W \quad ^{75}$$

La demanda de circulante y depósitos está positivamente relacionada con el ingreso, en tanto que los préstamos en el mercado informal se relacionan negativamente.

La base monetaria es dinero externo, i.e., no está respaldada por ningún activo privado. La oferta bancaria de crédito real al sector privado L_b , depende de la tasa de préstamos bancarios r_b , encaje legal

⁷⁴ Se supone que en una economía en desarrollo, los empresarios financian con crédito, en su mayor parte, el capital de trabajo, por tanto el cociente deuda/capital tiende a ser muy alto.

⁷⁵ Dónde: p es la tasa de inflación, i, es la tasa de interés del mercado informal, r_{TD} , es la tasa pagada sobre los depósitos en el sistema bancario, Y, es el ingreso y W, es la riqueza real.

f , e inflación:

$$(15) \quad L_b = b(p, r_{1b}) (1-f)TD$$

La tasa de interés real del crédito bancario la fija el gobierno por debajo de su nivel de equilibrio, en contraste con la tasa del mercado informal, que se determina por la oferta y la demanda. De aquí que $r_{1b} < i$, y $L_b < L_{xt}$.

La demanda de crédito para financiar capital de trabajo, por parte de las empresas D_t , se determina por el salario/producto real w , y por el producto y :

$$(16) \quad D_t = D_t(w, y), \quad D_{t1} > 0$$

D_t es totalmente inelástica respecto a i . El equilibrio en el mercado informal está dado por:

$$(17) \quad L_{xt} = D_t - L_b^{74}$$

Diferenciando (17) se obtiene la curva LM. La curva IS se diferencia de una ecuación keynesiana de producción:

$$(18) \quad Y = \lambda(i-p, y), \quad \lambda_i < 0, \text{ y } 0 < \lambda_y < 1$$

Dado que un alza en r_{1b} no afecta el mercado de bienes, la curva IS permanece constante. En el mercado de dinero un incremento en la tasa de depósitos, provocará un ajuste en la cartera del público a favor de los depósitos bancarios, si el ajuste ocurre a costa del circulante, se incrementa la oferta total del crédito, -ya que el circulante es un activo improductivo-, cae la tasa de interés del mercado informal y se incrementa la actividad económica. La curva LM, se desplaza a la

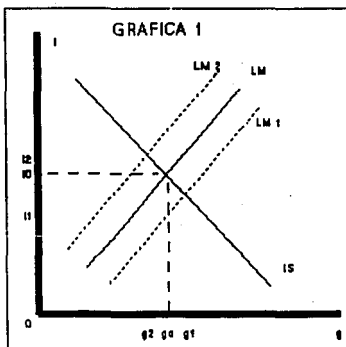
⁷⁴ $L_{xt} = [D_t - b(p, r_{1b}) (1-f)]TD$, y en equilibrio:
 $f(p, i, r_{1b}, Y)W = [D_t - b(p, r_{1b}) (1-f)] [f(p, i, r_{1b}, Y)W]$.

derecha.⁷⁷ Si el incremento en los depósitos bancarios ocurre a costa de los préstamos en el mercado informal, entonces disminuirá la oferta total de crédito, LM se desplaza a la derecha, aumenta i en el mercado informal, disminuye la inversión planeada y el efecto neto es un descenso en la producción.

Tomando en cuenta el "nexo directo" entre el crédito y el lado de la oferta el resultado es más desastroso. Un límite al volumen del crédito lleva a su racionamiento,⁷⁸ por tanto cae la inversión corriente y afecta la oferta disponible.

A este efecto se sumaría el efecto tradicional de un alza en la tasa de interés, afectando la inversión planeada y por tanto la demanda. La inversión carga con el mayor peso del ajuste, merced al efecto sobre la oferta y al efecto sobre la demanda.

Ahora bien, el nivel de precios se determina por una función de costos que incluye el costo del capital de trabajo, al aumentar éste, presiona el nivel de precios, afectando los términos de intercambio y la competitividad de las exportaciones, por tanto se ajusta la demanda externa, con lo que podría empeorar la balanza de pagos. Si se introducen flujos financieros del exterior, no habría encarecimiento del crédito, ni efectos sobre la oferta, pero a largo plazo, disminuiría el ingreso disponible por el efecto del pago del servicio de la deuda externa.



⁷⁷ Si $f = 0$, aumenta la intermediación y por tanto el crédito disponible. Si $f = 1$, se acumulan las reservas bancarias, originando una contracción.

⁷⁸ Además del límite, establecido en los supuestos, los bancos racionan el crédito de acuerdo al nivel de riesgo, ver al respecto Stiglitz y Weiss (1981).

2.2.4.2 El modelo de Taylor

Taylor obtiene resultados similares a los de Wijnbergen (1983a y 1983b), con supuestos semejantes, salvo que los activos son: a) depósitos bancarios, b) préstamos a compañías y c) bienes no productivos, denominados oro. La tasa de interés y el precio del oro se ajustan para equilibrar la demanda con la oferta.

El producto Y , está determinado por el capital fijo disponible:

$$(19) \quad Y = \alpha K^{79}$$

El producto se descompone en trabajo, capital e intereses:

$$(20) \quad pY = (1+i)wN + \pi K,$$

dónde p , es el nivel de precios, w , es el salario nominal, N , es la cantidad de trabajo empleado, π , es la tasa de ganancia. El ingreso puede descomponerse en: wL , masa salarial; πK , rendimiento sobre el capital fijo; $i w L$, pago de intereses sobre el crédito para financiar capital de trabajo.

Dado que no hay sustituibilidad de factores, N , es proporcional al producto:

$$(21) \quad N = bY = baY$$

La tasa de ganancia se obtiene sustituyendo (21) en (20):

$$(22) \quad \pi = \alpha[1 - \{(1+i)wb\}/p]$$

De (11) se obtiene el nivel de precios:

$$(23) \quad p = \frac{\alpha wb(1+i)}{(\alpha - \pi)}$$

El equilibrio en el mercado de bienes está dado por:

⁷⁹ α es la relación producto/capital.

$$(24) \quad Y = C + I + G$$

El ahorro es una fracción fija s , de las ganancias totales $\alpha pK + iwL$, (se supone que los trabajadores no ahorran). El consumo privado se expresa como:

$$(25) \quad pC = (1+i)wN + (1-s)\alpha pK$$

El equilibrio ahorro-inversión es:

$$(26) \quad g + r\alpha - s\pi = 0$$

donde $g=I/Y$, la tasa de crecimiento del acervo de capital y $r=G/Y$, es la demanda gubernamental como proporción del ingreso. g es una función de la diferencia entre las tasas de ganancia e interés:

$$(27) \quad g = g_0 + h[\pi - (i - p^*)]$$

(p^* es la tasa de inflación esperada).

El nivel de precios de equilibrio se obtiene de (22), (26) y (27):

$$(28) \quad P_e = \frac{(s-h)\alpha w(1+i)b}{[s-(h+r)]\alpha - g_0 + h(i-p^*)}$$

De (28) se deriva que un aumento en i , tiene un efecto ambiguo sobre el nivel de precios de equilibrio, por una parte aumentará el nivel de precios, dada su presión sobre el costo del capital de trabajo, y por otra parte, reduce la inversión, amortiguando el primer efecto. El efecto neto depende del nivel de la tasa inflacionaria esperada.

En tanto la tasa de crecimiento del capital depende de la diferencia entre la tasa de ganancia y la tasa de interés, si "el efecto sobre el ahorro de los incrementos de la tasa de ganancia supera al efecto sobre la inversión", decrecerá el ritmo de crecimiento económico.

El equilibrio en el mercado de bienes esta dado por:

$$(29) \quad \frac{(s-E)\alpha(1+i)wb}{p} - h(i-p^*) + g_s - [s - (r+h)]\alpha = 0$$

El equilibrio en el mercado de créditos está dado por:

$$(30) \quad wbaK - (E/p) + \mu(i, r_{TD}, p^*, P_z^*) (H + pK + P_z Z) = 0$$

donde $p < 1$, $\mu = TD/W$, la fracción de riqueza en depósitos bancarios. $P_z Z$, es el valor de las posesiones de oro; E , son las reservas bancarias comerciales -equivalentes a la base monetaria.

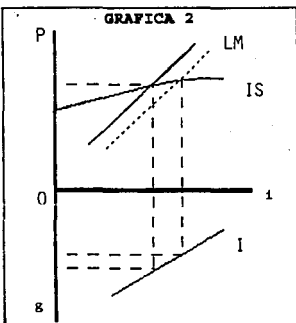
La condición de equilibrio en el mercado de oro es:

$$(31) \quad S(i, r_{TD}, p^*, P_z^*) (W/P_z - Z) = 0$$

La tasa de inflación esperada, p^* , P_z^* , se determina en cualquier momento, por tanto la tasa de interés y el precio del oro se ajustan para despejar el mercado.

En el modelo sin oro, un alza de la tasa de interés resulta en aumentos del nivel de precios, elevando, inesperadamente, el precio nominal del capital fijo de las empresas, estimulando la inversión y por tanto la demanda de financiamiento.⁹⁰ Simultáneamente hay un ajuste de los depósitos bancarios al mercado informal, por el alza en la tasa de éste.

La curva **LM** se mueve a la derecha ante una política monetaria restrictiva, o cuando la demanda monetaria se mueve independientemente

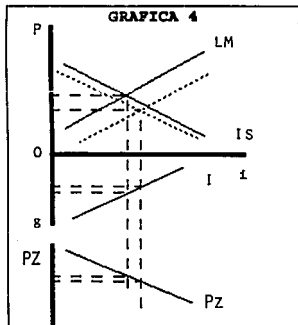


⁹⁰ En un mercado de valores desarrollado, la ganancia inesperada se traduciría en un incremento en la participación precio/ingreso de las acciones comunes. En este caso no existe tal mercado y por tanto los empresarios usarán esta ganancia para pedir prestado.

hacia arriba, con lo que se incrementa la tasa del mercado informal, disminuye la inversión y consecuentemente la tasa de crecimiento. Suponiendo capacidad variable, además de un crecimiento menor, en el corto plazo resultaría producción y empleo menor. (Gráfica 2)

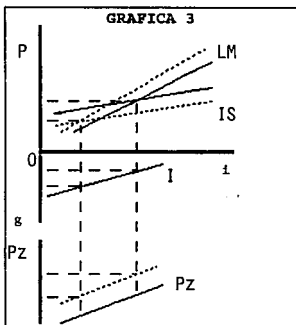
En el modelo con oro, un alza en la tasa de depósito provoca dos efectos, dependiendo de donde provenga el incremento en los depósitos bancarios:

a) En el caso de que el incremento provenga del activo improductivo, i.e., oro, podría interpretarse como un incremento en la oferta monetaria. LM se desplaza a la izquierda; al tiempo que el mayor ahorro liberará la presión de demanda sobre el



crédito desplazando la curva IS hacia abajo, por tanto en el punto B, la tasa de interés y los precios son menores consiguiéndose una mejor tasa de crecimiento. A mediano plazo aumentaría el precio del oro por la especulación. (Ver gráfica 3).

b) El incremento en los depósitos proviene de los préstamos a las compañías, en este caso la curva LM se mueve a la derecha, suponiendo una débil respuesta de la tasa de ahorro al incremento en la tasa de los depósitos bancarios, la curva IS se desplaza



minución en el nivel de precios se explica por la caída de la demanda ante el aumento de la tasa de interés, i.e., el efecto tradicional sobre la demanda. (Gráfica 4).

Para Lance Taylor la lógica subyacente a la recomendación de política financiera del FMI, es el supuesto neoclásico de que todo incremento en el ahorro automáticamente se convierte en mayor inversión, y en consecuencia en un crecimiento más rápido, de aquí la insistencia en recomendar esta política. Sin embargo, en la práctica, las economías del Tercer Mundo no funcionan de manera neoclásica, por eso las recetas del FMI fracasan frecuentemente. Taylor señala que "la estructura financiera existente puede estropear los esfuerzos simplistas de reforma al obtener correctamente la tasa de interés ...[en el caso de que la política consiguiera sus objetivos]...sólo funcionará al hacer que el sistema financiero obedezca a la formación de capital". La propuesta -derivada de su análisis- para arribar al crecimiento económico sostenido, es el estímulo directo al progreso técnico y a la inversión, más que recorrer los complicados vericuetos de la reforma financiera.⁴¹

El supuesto crucial de los modelos neoestructuralistas es la existencia del mercado informal y su funcionamiento ágil y eficiente. Por tanto se debería comprobar el funcionamiento real de este mercado en los países subdesarrollados, sin embargo la evidencia empírica es escasa. Sin un trabajo minucioso y extremadamente riguroso puede subestimarse o exagerarse el verdadero papel de los mercados informales. Finalmente la propuesta de las instituciones monetarias internacionales evaluará en la práctica su pertinencia.

2.3 Otra vez los modelos de desarrollo financiero

Las condiciones para el crecimiento sostenido pueden analizarse en la siguiente identidad ex-post:

$$(32) \quad g = dY/Y = (dY/I)(I/Y) = (1/k)(I/Y)$$

⁴¹ Lance Taylor (1983).

dónde I/Y representa la tasa de inversión respecto del producto y dy/I es el incremento marginal del producto real por unidad de inversión, i.e. el recíproco del coeficiente marginal de capital k .

Para que se dé el crecimiento sostenido, es necesario que en el lado de la oferta los factores de producción se coordinen apropiadamente y que la capacidad productiva se expanda rápidamente, al mismo tiempo, en el lado de la demanda, ésta debe expandirse de acuerdo con el incremento en la capacidad productiva. Si consideramos a la identidad (32) como una relación ex-ante, entonces la tasa de crecimiento g , debe incrementarse de acuerdo a la razón I/Y , dado un k .

Dado que la inversión debe financiarse por el ahorro S o por el ahorro externo F , la razón I/Y está sujeta a la siguiente restricción:

$$(33) \quad I/Y \leq S/Y + F/Y$$

Así cuando el límite al crecimiento de la inversión es la escasez de ahorro, la inversión aumentará a expensas del ahorro externo.

De la ecuación (32), si I/Y está dado, entonces la tasa de crecimiento aumentará entre más pequeño sea el coeficiente marginal del capital. Así para expandir el crecimiento real del producto por unidad de inversión adicional, se requeriría: a) promover la inversión en los sectores dónde podría esperarse un rápido crecimiento de la demanda, b) promover inversiones que resulten en producción eficiente.

Aquí la acumulación del stock de capital a través de la inversión sostenida es necesaria para sustentar el crecimiento. El sistema financiero tiene la función de poner en contacto a los agentes demandantes y oferentes de recursos. La eficiencia del sistema financiero en el desempeño de sus funciones -movilización del ahorro, colocación de éste y la transformación de vencimientos- afecta la capacidad de la economía para crecer a un ritmo sostenido.

Desde el punto de vista de la movilización del ahorro doméstico, cuando el ahorro es insuficiente para financiar la inversión, el crecimiento se ve obstaculizado. De la ecuación (33) se deriva que un incremento en la razón de ahorro interna, elevará la razón de la inversión y por tanto el crecimiento económico.

Este proceso se complica por el hecho de que una porción significativa del ahorro doméstico se filtra en los mercados informales, fugas de capitales y activos fijos. A pesar de esto, los mercados financieros oficiales representan la alternativa más conveniente de ahorro, por tanto la reforma del sistema financiero incrementaría el ahorro disponible, mejorando la movilización de éste.

La colocación del ahorro, que efectúa el sistema financiero, también afecta la tasa de crecimiento. Primero, la eficiente movilización del capital requiere de una reducción en el costo de la intermediación financiera, ya que una porción del ahorro intermediado institucionalmente se consume en costos de intermediación, entre menor sea el costo de intermediación habrá mayores recursos disponibles para invertir. Segundo, la movilización del capital a través de las instituciones financieras debe colocarse de forma que se incremente dY/I . Es decir, los recursos intermediados deben dirigirse a financiar los proyectos de inversión que resulten en una producción, tecnológicamente eficiente y en los sectores dónde se espera que la demanda se expanda rápidamente en el corto plazo.

La transformación de vencimientos, que realiza el sistema financiero, debe resultar en una oferta de capital a largo plazo para sostener el proceso de industrialización, -el equipamiento y modernización industrial, requieren de inversiones con largos plazos de maduración, no rinden beneficios en el corto plazo, y, por tanto, el financiamiento disponible para éstas inversiones se encuentra limitado. Una mayor oferta de capital a largo plazo mejorará la eficiencia de la inversión (dY/I), particularmente en el sector industrial, y elevará la tasa de crecimiento económico.

En el capítulo cuatro se constatarán los resultados de la reforma financiera sobre el proceso de crecimiento económico en México a partir de los resultados en materia de crecimiento, ahorro, inversión, y comportamiento del sistema financiero.

CAPITULO TRES

DESEMPEÑO MACROECONOMICO Y EL SECTOR FINANCIERO

EN LA ANTESALA DE LA REFORMA

FINANCIERA EN MEXICO

DESEMPEÑO MACROECONOMICO Y EL SECTOR FINANCIERO EN LA ANTESALA DE LA REFORMA FINANCIERA EN MEXICO

Este capítulo se compone de dos partes, en la primera, se presenta sucintamente el manejo de la política económica entre 1982 y 1990, marco general en el que se inscriben las políticas monetaria y financiera. En la segunda parte se aborda la evolución del sistema financiero entre 1982 y 1990, clasificando a los componentes del sistema financiero en intermediarios bancarios, intermediarios bursátiles e instituciones de seguros y fianzas. El proceso de la reforma financiera, emprendido a partir de la liberación de las aceptaciones bancarias en 1988, se analizará con más detenimiento en el capítulo cuatro, dedicado a la liberalización financiera. La información estadística que se maneja en este capítulo proviene de los boletines de información estadística de las sociedades nacionales de crédito, que publica la Comisión Nacional Bancaria, como ya se advirtió estas cifras no siempre coinciden con las de los indicadores económicos del Banco de México, para los otros intermediarios, se indica la respectiva fuente, o Comisión Nacional.

3.1. La política de ajuste en México entre 1982 y 1990.

En el año de 1982 México enfrentó una de las más severas crisis económicas de su historia, precedida por un período sumamente expansivo 1978-1981.²² Dada la severidad de la crisis y los "círculos perversos" desatados, las respuestas de corto y largo plazo implicaron mutaciones notables en la economía mexicana.²³

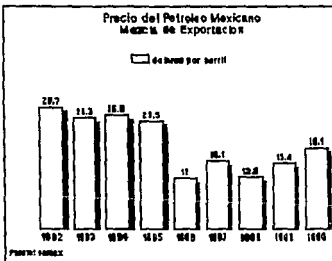
²²El período tuvo un crecimiento del PIB de 8% en tanto que la inversión bruta fija fue, en promedio, de 38.8% anual. Cardero y Quijano (1983).

²³La CEPAL ha denominado a la década de los ochenta, como la "década pérdida", por los estragos de la crisis de la deuda, los procesos inflacionarios y efectos de las políticas de ajuste y estabilización sobre los países latinoamericanos. En el caso de México, esta denominación no es menos cierta.

Entre 1978 y 1981 el crecimiento económico se cimentó en el sector externo, i.e., exportaciones petroleras y endeudamiento externo, permitiendo la expansión del gasto público. La política proteccionista, aunada a la sobrevaluación de la moneda y protección de ciertos sectores "en vías de crecimiento", resultó en un incremento de las importaciones, reforzando, además, el sesgo anti-exportador y la ineficiencia de la industria nacional.⁴⁴ Adicionalmente se gestaba un

enorme desequilibrio externo: se recurrió al expediente del financiamiento externo sobre la expectativa de un "tipo de cambio duro" -basado en los pronósticos positivos sobre el precio del petróleo y tasas de interés internacionales en bajos niveles-. Esto derivó en el excesivo deterioro de la cuenta corriente.⁴⁵ En octubre de 1979, el gobierno norteamericano decreta el alza de la "prime rate", -en México las tasas de interés siguen el movimiento, presionando los precios vía costos-; con objeto de evitar la descapitalización se permiten las cuentas bancarias denominadas en dólares, que llevarían a la "dolarización de los depósitos", tendencia agravada por las expectativas negativas generadas por el deslizamiento del tipo de cambio. El desenlace fueron los ataques especulativos -fuga de capitales- haciendo inevitable la

GRAFICA 3.1



⁴⁴Cfr. René Villarreal (1988) pp.400-4, en donde describe este proceso como "desustitución de importaciones".

⁴⁵Villarreal apunta "Podemos afirmar que en el año de 1981, los determinantes del desequilibrio externo fueron principalmente el déficit en la balanza comercial manufacturera (17 591 millones de dólares), el déficit en la balanza de servicios financieros (10 189 millones) y la fuga de capitales (13 037 millones de dólares)... se profundizaron y se ampliaron los déficit de las cuentas con el exterior y no se corrigieron, sino que se financiaron con más deuda externa, exportaciones de petróleo y pérdida de reservas". Villarreal (1988), p. 316.

devaluación.⁶⁶ En estas condiciones el gobierno recurre a los recursos externos para sostener el peso, reforzándose, así, el círculo vicioso. Finalmente está el plazo de vencimiento de la deuda con el exterior, ésta se contrata a corto plazo y con tasas de interés flotantes, para 1982 hay vencimientos masivos de deuda externa tanto pública como privada.

El cambio en las condiciones externas -alza de las tasas de interés, y descenso del precio del petróleo- precipita el desenlace de 1982: macrodevaluación del peso, insolvencia generalizada de bancos y empresas y la virtual moratoria de agosto.

Para frenar la especulación y fuga de capitales se decretó, en septiembre de 1982, la nacionalización de la banca y el control generalizado de cambios, asumiendo el gobierno el rescate de las instituciones financieras insolventes⁶⁷ -posteriormente se asumieron parcialmente las pérdidas de las empresas por la devaluación a través del Ficorca y se llevo a cabo el proceso de indemnización a los banqueros expropiados⁶⁸-.

Al finalizar 1982, se firma un convenio con el FMI, que lleva a la instrumentación de una política de ajuste y estabilización de corte ortodoxo. A esta estrategia se le denominó Plan Inmediato de Recuperación Económica, (PIRE). El objetivo a corto plazo -partiendo de un diagnóstico de exceso de demanda sobre la oferta disponible- estribó en la reducción de la demanda agregada, para controlar la inflación y el desequilibrio externo. La primera víctima fue el déficit fiscal que debía ajustarse considerablemente, -a partir de la progresiva reducción del tamaño del sector público a través de la venta de las empresas

⁶⁶ En las condiciones especulativas que prevalecían en la economía, la intermediación bancaria interna se bifurcó, por un lado se canalizó crecientemente al exterior a través de las oficinas de representación de los bancos extranjeros en México, i. e., "intermediación desde el exterior"; por otro lado se dolarizó en el país, con una tendencia al estancamiento. El efecto neto fue la desintermediación, obligando a los bancos privados a recurrir al endeudamiento externo para satisfacer las necesidades internas de recursos. Quijano (1981).

⁶⁷ Estas eran BCH, Sofinex, Mercantil de México, Bancam, Longoria, Crédito Mexicano, Banco Lafino, Probanca Norte, Banco Popular y Banpaís.

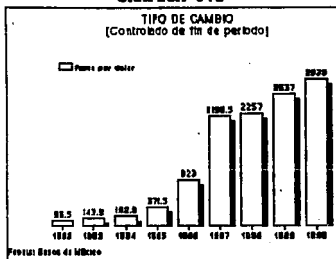
⁶⁸ Para una exposición amplia del proceso de indemnización bancaria y enajenación de los activos no crediticios, véase SHCP (1980b), El Sistema Financiero Mexicano 1981-1988.

públicas no prioritarias o estratégicas-, además no debería recurrirse al financiamiento inflacionario, sino a la colocación de valores públicos, primordialmente en el mercado de valores, ya que así se fomentaría, además, el desarrollo equilibrado del sistema financiero." Los otros elementos que incidían sobre la demanda también fueron controlados a través de una rígida política salarial, ajuste de

precios y tarifas del sector público, política monetaria y crediticia restrictiva, altas tasas de interés, disminución de las importaciones y promoción a la actividad exportadora apoyada por la subvaluación del tipo de cambio. Los dos últimos elementos reforzaban el objetivo de largo plazo: "el cambio estructural", i.e., fomentar la producción de manufacturas exportables no petroleras. Debe destacarse que el pago puntual del servicio de la deuda se convirtió en una constante inalterable de la política económica, lo que implicó importantes transferencias de recursos al exterior.

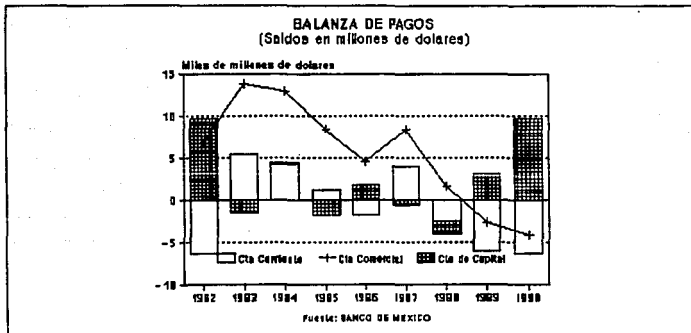
Al cerrar 1983, el resultado fue una disminución de la inflación que pasó de 98.9% en 1982 a 80.8%, acompañada de un superávit comercial de 13 800 millones de dólares y una caída en el PIB de 5.3%. Sin embargo entre 1984 y 1985 se registra una recuperación -el PIB creció 3.7% y 2.8% respectivamente, así como las reservas internacionales-, permitiendo relajar el ajuste i.e., disminuyen las tasas de interés, aumenta el gasto, las importaciones y comienza a apreciarse el tipo de cambio.

GRAFICA 3.2



⁴A largo plazo, el financiamiento del déficit en el mercado de dinero, junto a las restricciones a la operación bancaria en el medio bursátil, por una parte, efectivamente fomentó el crecimiento de los intermediarios no bancarios ligados con el mercado de valores, aunque con características especulativas, por otra parte, incrementó el costo de la deuda pública interna y el costo de los recursos para el sector privado que concurrió a este mercado. El efecto neto fue un incremento de la rentabilidad financiera. Ejea et. al. (1990).

GRAFICA 3.3



La recuperación alcanza su límite a mediados de 1985, las altas transferencias netas de recursos al exterior presionan sobre los exiguos recursos internos, limitando y encareciendo la inversión privada. Adicionalmente hay presiones sobre el tipo de cambio que progresivamente pierde su nivel de subvaluación -afectando la competitividad de las exportaciones- conforme se deteriora la balanza comercial y el nivel de reservas. Y para completar el cuadro la inflación se acelera.

La respuesta a "los errores de instrumentación", consistió en una macrodevaluación, sustitución del deslizamiento por flotación controlada del tipo de cambio, reducción del gasto público, mayor apertura externa y disminución del crédito vía política monetaria restrictiva.

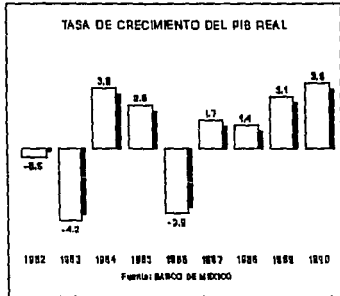
A principios de 1986 la situación se complica por el nuevo shock de los precios petroleros -que representan una pérdida de 8,500 millones de dólares, aproximadamente el 6% del PIB, esto deriva en problemas para el pago del servicio de la deuda, que ha de absorberse internamente-; derivando en estanflación -el PIB decreció 3.8 puntos con respecto al año anterior y la inflación se incrementó 106%- . Para hacer frente a esta situación nuevamente ha de instrumentarse la represión de la demanda agregada mediante el reforzamiento de la austeridad en el

GRAFICA 3.4

sector público, incrementos en sus precios y tarifas, alza en la tasa de interés real -para evitar fugas de capital y promover el arribo de capitales extranjeros al país-, caída en los salarios reales y devaluación real del tipo de cambio.

En junio de 1986 se lanzó el Programa de Aliento y Crecimiento (PAC), sustentado en un acuerdo con el FMI,³⁰ que pretendía reactivar la economía en un marco de "estabilidad de precios". Así se pasaba de la lucha contra la inflación -propósito central de la administración de Miguel de la Madrid- al crecimiento, alentando la inversión, disminución de las tasas de interés y aumento en la frecuencia de las revisiones salariales.

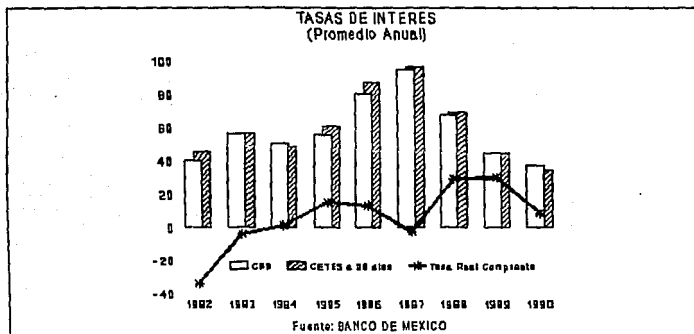
Para 1987 el incremento en los ingresos petroleros, la renegociación de la deuda y la llegada de los recursos externos, tan largamente esperados, permitió la formación de expectativas optimistas respecto a la evolución de la economía. Esto se reflejó en el comportamiento del mercado de valores, donde se formó una burbuja especulativa, que alcanzó su punto culminante el 6 de octubre, para desinflarse en el crack del día 19.³¹



³⁰Además del ajuste, incluía recursos externos por 14 mil millones de dólares, que llegaron ocho meses tarde, dificultando, en los hechos, la aplicación del PAC.

³¹El índice de precios y cotizaciones alcanza el nivel histórico de 373,216 unidades, que representa una ganancia real acumulada de 410.3% en el año, en diciembre de 1986 el índice cerró en 47,101 unidades. La relación precio a valor en libros pasó de 0.9 veces en diciembre de 1986 a 6.06 veces en septiembre de 1987, en tanto que la relación precio/utilidad pasa de 9.6 veces a 33 veces, y el valor de las empresas cotizadas en bolsa asciende de 5.5 billones a 68 billones de pesos durante el período. El importe total negociado en la Bolsa ascendió a 311 billones 687,062 millones de pesos durante todo 1987, 312% más que en 1986; de éste el 78.2% correspondió a transacciones con CETES (493.2% más que en 1986), 8.2% a las Aceptaciones Bancarias (3.7% de aumento), el 7.4% se negoció en acciones (522.1% más que en 1986), en Petrobonos 1.4%, en Pagars de la Tesorería 0.9%, Obligaciones 0.4% y el resto de los instrumentos correspondió al 0.2% negociado. El 92.6% fueron instrumentos de renta fija. El Mercado de Valores, núm.3, febrero de 1988, pp.32-4.

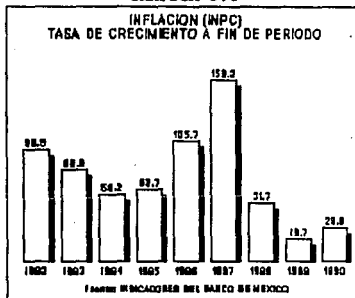
GRAFICA 3.5



Los efectos de la especulación bursátil llevaron a la pérdida del control de la economía, se disparó la inflación, cerrando el año en 159%. Algunos recursos que salieron de la Bolsa se canalizaron a la compra de dólares -coincidiendo con la demanda de las empresas en Ficorca para liquidar sus adeudos-, esto presionó el tipo de cambio y en noviembre el Banco de México abandona el mercado permitiendo la macrodevaluación -32.8% del dólar libre y posteriormente 22% en el dólar controlado-. La respuesta de los precios no se hizo esperar, aumentaron las tasas de interés nominales y la reetiquetación.

El 15 de diciembre de 1987, en medio de una creciente inestabilidad, se firma el Pacto de Solidaridad Económica (PSE), que implica un severo ajuste fiscal, la "realineación de precios relativos" i.e., el aumento de los precios y tarifas del sector público (entre un 55 y 85%), los salarios mínimos (15% en diciembre, 20% en enero y 3% en marzo para congelarse después), ajuste del tipo de cambio (que se congela a partir de marzo de 1988 en 2,298 pesos el dólar libre y el controlado en 2,257 pesos); agresiva apertura comercial (el arancel máximo se reduce de 40 a 20%, posteriormente se permitirá la libre importación de maquinaria, implementos agrícolas y equipo de transporte para el campo), aceleración de la venta de las empresas públicas no prioritarias.

GRAFICA 3.6



rias o estratégicas y la política monetaria y crediticia restrictiva -característica de todo el período. Reconociendo un componente inercial en la inflación, se recurre a la "concertación entre sectores" para pasar rápidamente a la situación de estabilidad,²² efectivamente, la inflación revierte su tendencia, en 1988 cierra en 51.7%.

A partir de marzo de 1988 se congelan los precios, salarios y tipo de cambio, paralelamente descenden las tasas de interés nominales, -las tasas reales se mantienen positivas y elevadas para fomentar el ahorro interno y evitar la fuga de capitales-, en septiembre se ajustan nuevamente los ingresos tributarios.²³ En octubre se inicia la reforma financiera al autorizarse a los bancos a suscribir aceptaciones bancarias a plazos y tasas libres, con un encaje de 30% sobre la captación en este instrumento. Los resultados macroeconómicos le auguran el éxito en corto plazo a la estrategia anti-inflacionaria contenida en el PSE, aunque el sector real no reacciona ante ésta.

Desde el 10. de enero de 1989 el Pacto para la Estabilidad y Crecimiento Económico PECE, sustituye al PSE.²⁴ El PECE mantiene la concertación entre sectores y la estricta política fiscal, adicional-

²²Esta concertación es posible en el caso del PSE, por "la organización corporativa del movimiento social mexicano." Cfr. Caballero et. al., "Estado, trabajadores y empresarios. El pacto en el cambio sexenal", Investigación Económica, núm.187, enero-marzo de 1989 pp.269-293.

²³ El IVA disminuye a 6% sobre medicamentos y a 0% sobre los alimentos procesados, el ISR disminuye 30% para las personas físicas con ingreso hasta de tres salarios mínimos.

²⁴El PECE se firmó el 12 de diciembre de 1988 y su vigencia se ha ampliado, hasta el momento, al 31 de enero de 1993 a través de seis renovaciones: 10 enero-11 julio 1989, 10 agosto-31 marzo de 1990, 10 abril-31 julio 1990, 10 agosto-11 noviembre 1990, 11 noviembre 1990-31 diciembre 1991, 10 enero 1992-31 enero 1993.

mente aumentan los precios y tarifas del sector público rezagados (en mayo de 1990 aumentaron los energéticos entre 6 y 12% y en noviembre entre 10 y 33%), se abre la posibilidad de corregir los precios controlados de la canasta básica, sujetos a contrato o con rezagos acumulados; los precios agrícolas siguen revisándose de acuerdo al calendario agrícola. En noviembre de 1990 se propone el ajuste en los precios del maíz y frijol de acuerdo al desliz e inflación internacional. Los salarios mínimos aumentan 8% en diciembre de 1988, 6% en junio de 1989, 10% en diciembre de 1989 y 16% a partir de noviembre de 1990, aumentos que no compensan la enorme pérdida en el poder adquisitivo de éstos durante la década. El tipo de cambio comienza a deslizarse un peso diario, a partir de mayo de 1990 el deslizamiento se reduce a 80 centavos y desde el noviembre de 1990 es de 40 centavos diarios. Complementariamente se inicia un programa nacional de desregulación económica. El objetivo del PECE es consolidar la estabilidad económica para emprender el crecimiento -en el Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994, se prevee una tasa de crecimiento del PIB de 6% para 1994.

En el bienio 1989-1990 se inició la recuperación económica, -el PIB creció 3.1 y 3.9%-, la inflación-se ubicó en 19.7% y 29.9% respectivamente, adicionalmente la renegociación de la deuda, culminada en 1990, así como los recursos derivados de la venta de las empresas públicas, permitieron un alivio parcial en la transferencia de recursos al exterior y en el manejo de las finanzas públicas. El déficit público se financia desde 1989 a través de las operaciones de mercado abierto, ampliando los instrumentos de política monetaria y el monto de recursos disponible para el sector privado, aunque nada garantiza que los fondos liberados en el sistema bancario efectivamente sean canalizados al sector productivo. Además aún está pendiente el persistente déficit en cuenta corriente desde 1988.

El cambio estructural, uno de los objetivos principales de la administración de Miguel de la Madrid, parece asegurado³⁵, merced a un

³⁵ En 1990, de acuerdo con datos del Banco de México, la composición de las exportaciones fue la siguiente: Exportaciones Petroleras: 37.7%, Manufactureras: 51.9%, Agropecuarias: 8.1%, y Extractivas: 2.3%.

enorme costo social, la agresiva apertura externa, adelgazamiento del sector público aunado a la significativa reducción del déficit público y la constante represión de la demanda a lo largo de 1982-1988. La estrategia de los pactos ha puesto bajo control a la inflación, resolviendo el problema de la estabilización.

Estaría preparado, entonces, el escenario de estabilidad macro-económica necesario para emprender el camino al crecimiento, sin embargo las variables reales no se comportan tan bien como las variables financieras. En el sector manufacturero hay problemas derivados del bajo nivel de inversión que afecta negativamente la productividad: la represión de la demanda, frenó la inversión en el sector, que actualmente enfrenta el problemas de un parque industrial obsoleto y un nivel tecnológico muy bajo, en comparación con el exterior, que deriva en problemas de competitividad.³⁶ Adicionalmente la rápida apertura comercial ha afectado negativamente a los bienes de consumo, no preparadas para competir con las importaciones: manufacturas textiles, industria del calzado, juguetes y otras, -que paradójicamente son las que tienen mayor peso en la creación de empleos. Por otra parte, derivados también de la drástica disminución de la inversión pública, se encuentran los obstáculos a la actividad exportadora en el área de infraestructura de transporte y almacenamiento. Por su parte el sector agrícola sigue sumido en una persistente crisis, de la que aún no parece alejarse a pesar de las múltiples medidas en caminadas al aumento de la productividad en el sector.

El sistema financiero se ha transformado en este período, como se verá a continuación, los intermediarios financieros no bancarios han ingresado a la escena, partiendo de un nivel modesto han pasado a disputar el papel tradicional del sistema bancario en medio del desenvolvimiento de la crisis, aunque con una tendencia especulativa. En este punto es importante destacar que las condiciones macroeconó-

³⁶ Una forma de promover la asimilación tecnológica ha sido a través de la integración nacional con la industria maquiladora de exportación, que sin embargo sólo utilizaba en 1989 un 1.7% de insumos de origen nacional. Es decir, no hay grandes avances en la asimilación tecnológica, al estilo de los países del Sudeste Asiático, y tampoco hay una cultura empresarial que considere importante la inversión en innovación tecnológica.

micas y la situación de la banca como banca nacionalizada coadyuvaron al desarrollo de los intermediarios bursátiles, acelerándolo, a la vez que se deterioró la captación bancaria, al colocar los rendimientos de los instrumentos bancarios en desventaja con respecto a los instrumentos bursátiles y la inflación determinó la mayor liquidez de estos instrumentos, dificultando el financiamiento a largo plazo.

3.2 El sistema bancario en la antesala de la reforma financiera

En el capítulo anterior se planteó que a los países atrasados les corresponden sistemas financieros subdesarrollados, que reproducen la situación de atraso al obstaculizar el desarrollo económico. Las características de un sistema financiero reprimido, abordadas ahí, están presentes durante la década de los setentas en el caso mexicano i.e.: un sistema bancario abrumadoramente predominante, -principal fuente de financiamiento de la economía-, importante desempeño de la banca de fomento, que atiende, en condiciones preferenciales, las necesidades de financiamiento de sectores caracterizados como prioritarios para el proyecto de desarrollo nacional: agricultura, industria, comercio, desarrollo urbano; escasa presencia del resto de los intermediarios, especialmente los no bancarios, que enfrentan restricciones fiscales y operativas; fuertes elementos de regulación sobre el sistema financiero, proscripción de la inversión extranjera desde 1965, régimen de encaje legal y canalización obligatoria de pasivos bancarios a cajones de crédito preferencial para sectores prioritarios y techos sobre las tasas activas de interés. Todos estos elementos configuran una clara situación de represión financiera en México, durante la década de los setentas.

El moderno sistema financiero mexicano tiene sus orígenes en el periodo del Porfiriato, cuando se establecen algunos de los actuales

intermediarios," -en muchos casos con fuerte participación de capital extranjero-, así como las primeras regulaciones aplicables a éstos."

El sistema financiero resultante de esta época es un sistema altamente especializado, característica que conservará hasta los albores de la década de 1980.

La revolución mexicana y la consecuente inestabilidad determinaron el retroceso y estancamiento del sector financiero, que mostró signos de recuperación, hasta mediados de los años veintes, cuando ingresan a la escena nuevos intermediarios. En 1925 se establece el Banco de México que operará como banco central unos años más tarde. Entre los años treinta y cuarenta aparece en escena la banca de desarrollo o de fomento, con el objetivo específico de apoyar sectores claves en el incipiente proceso de industrialización, o que no se encuentran atendidos por la banca comercial."

⁷⁷ En 1864 se establece el Banco de Londres, México y Sudamérica, hoy Banca Serfin. En 1897 se conforma la primera compañía de seguros con participación nacional, la Anglo-Mexicana de Seguros, le siguen: en 1901 la Nacional, en 1906 la Latinoamericana de Seguros y en 1908 la Compañía de Seguros Veracruzana. En 1897 se crea la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.L. Este lustro es testigo, asimismo, del establecimiento de las primeras instituciones de fianzas. Las almacenadoras, por su parte, tienen sus antecedentes en las alhóndigas coloniales, pero la primera reglamentación en la materia data de 1900.

⁷⁸ Para una ilustración más extensa sobre la evolución del sistema financiero mexicano previa a los años ochenta, pueden consultarse: Antonio Manero (1957) "La revolución bancaria en México: una contribución a la historia de las instituciones de crédito en México, Talleres Gráficos de la Nación, México, 1957. Hilda Sánchez. "El sistema monetario y financiero mexicano bajo una perspectiva histórica", en J.M. Quijano (1983); Javier Márquez, "La banca en México: 1830-1983", *El Trimestre Económico*, núm. 200; Ernesto Fernández Hurtado, *et. al.* Cincuenta años de Banca Central en México, ensayos conmemorativos 1925-1975, Banco de México-F.C.E., México, 1975.

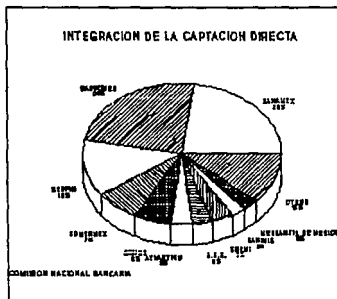
⁷⁹ Durante el siglo XIX se intentó establecer instituciones de fomento para apoyar la industrialización del país, pero no llegaron a consolidarse. En 1926 se crea el Banco Nacional de Crédito Agrícola, en 1933 el Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas -hoy Banobras-, al año siguiente se establece Nacional Financiera; en 1936 el Banco Nacional de Crédito Ejidal y en 1937 el Bancomex. En la siguiente década tenemos: en 1941, el Banco Nacional de Fomento Cooperativo -que en 1980 se transformó en el Banco Nacional Pesquero y Portuario-, en 1943 el Banco del Pequeño Comercio del D.F., y en 1947 el Banjercito. En 1953 se establece la Financiera Nacional Azucarera y en 1965 el Banco Nacional Agropecuario que en 1975 se fusiona con el Banco Nacional de Crédito Agrícola y el Banco Nacional de Crédito Ejidal, para dar origen a Banrural.

Los Fondos y Fideicomisos de Fomento se establecen a partir de los años cincuenta: FOGAIN (1953), FIRA (1955), FOMEX (1962), FOVI (1963), FONEP (1965), FONET (1975), FONATUR (1974), PIMAIA-PINA (1975), FICART (1975/1981), FIDEC (1980), FONHAPO (1981), entre otros. Muchos de los Fondos o Fideicomisos actualmente han desaparecido y los que aún subsisten se han incorporado a la institución de desarrollo a la que son afines.

La Ley Bancaria de 1941 impuso la especialización específica del sistema bancario en bancos de depósito, de ahorro, hipotecarios, capitalizadores, de ahorro y préstamo para la vivienda, sociedades financieras y compañías fiduciarias, entre otros. En este momento la especialización de los intermediarios favoreció la incursión y desarrollo en áreas y servicios nuevos, pero conforme crecieron las necesidades de financiamiento y nuevos productos financieros, la especialización del sistema se convirtió en un obstáculo para el mercado y produjo ineficiencias. Una primera salida a esta situación fue la constitución de agrupaciones bancarias, que le permitían a un mismo grupo prestar los diferentes servicios financieros disponibles en el mercado.¹⁰⁰

En 1970 se reglamentan los grupos financieros en formación y para 1976 se autoriza la constitución de la banca múltiple. En 1975 existían en México 243 instituciones bancarias privadas y mixtas. Después de varios procesos de fusiones encaminadas a integrar la banca múltiple, para 1982 sólo quedaban 60 instituciones de las cuales 35 eran bancos múltiples -y concentraban el manejo del 98% de los recursos bancarios-, 10 bancos de depósito, 9 sociedades financieras, 5 compañías capitalizadoras y un banco hipotecario.¹⁰¹

GRAFICA 3.7



¹⁰⁰ Para 1974 ya existían 15 grupos financieros, que cubrían la mayoría de los servicios financieros disponibles en el mercado. cfr. Borja (1991), p.122.

¹⁰¹ Como resultado de las disposiciones de banca múltiple, en 1976 se fusionaron 10 bancos dando origen a 2 multibancos, al año siguiente se integraron 14 multibancos de la fusión de 87 instituciones, en 1978 a partir de 44 instituciones se formaron 10 multibancos, en 1979 se constituyeron 7 multibancos de la fusión de 25 instituciones y para 1980 surgen 3 nuevos multibancos a partir de 9 instituciones. Javier Márquez (1987), p.59-61.

En cuanto a la banca de fomento, también se le facultó para operar como banca múltiple, aunque la evolución fue más lenta que en la banca comercial. El cambio más notable que experimentó la banca de desarrollo ocurrió en el sector agrícola, con la constitución, de Banrural. En cuanto a los Fondos y Fideicomisos de Fomento se había llegado a situaciones extremas, en algunos casos ya no tenía objeto su existencia o duplicaban las funciones del banco de desarrollo correspondiente a esa área, en otros casos los Fondos carecían de recursos para operar.

3.2.1 Intermediarios bancarios

El sector bancario mexicano se encuentra integrado por: la banca comercial, la banca de desarrollo y los organismos y actividades auxiliares del crédito. El rubro de organismos auxiliares engloba a las almacenadoras, uniones de crédito, arrendadoras y empresas de factoraje, la única actividad auxiliar la desempeñan las casas de cambio. En lo que sigue, se abordará primero la evolución del sistema bancario: banca comercial y banca de fomento, y a continuación los organismos y actividades auxiliares del crédito.

El primero de septiembre de 1982 se decreta la nacionalización de la banca y el control generalizado de cambios. El 17 de septiembre se adiciona el artículo 28 constitucional, estableciendo que el servicio público de banca y crédito será prestado exclusivamente por el Estado, y se reforman los artículos 25, 26 y 27 para incorporar la banca al Sistema Nacional de Planeación. Con esto la banca nacionalizada se convierte en un importante apoyo a la instrumentación de la política económica, principalmente en el racionamiento del crédito, parte integral de la política de ajuste del período.

El 10 de enero de 1983 entra en vigor la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, que sustituyó a la ley bancaria de 1944. A partir del 10 de enero de 1985 opera un nuevo paquete reglamentario integral para el sector financiero: la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, la Ley de Sociedades de Inversión y reformas a las leyes del Mercado de Valores, General de Instituciones

ESTA TESIS NO DEBE SALIR DE LA BIBLIOTECA

de Seguros y Federal de Instituciones de Fianzas. El 15 de enero entra en vigor la nueva Ley Orgánica del Banco de México y a lo largo del año se emiten nuevos reglamentos orgánicos para cada banco múltiple.

En diciembre de 1986 se crea el Fondo de Apoyo Preventivo a las Instituciones de Banca Múltiple (FONAPRE), mecanismo preventivo para las instituciones bancarias que lo requieran. El FONAPRE es un instrumento de apoyo recíproco, ya que se constituye con las aportaciones mensuales de los bancos; el apuntalamiento implica también, la aplicación de programas de saneamiento operativo y financiero para recuperar la rentabilidad de las instituciones afectadas.

La Ley Reglamentaria de 1985 transformó a los bancos en sociedades nacionales de crédito, desvinculando a la banca de otros intermediarios no bancarios; análogamente las casas de bolsa quedaron excluidas de asociarse con otros intermediarios, así como el sector de seguros y fianzas, prohibiéndose, así, la operación de los grupos financieros.

Entre los pecados imputados a la banca en 1982, se encuentra el comportamiento duopólico de Bancomer y Banamex, -los bancos más grandes y por ende con mayor capacidad de influir en el entorno económico-, la concentración de activos de otros intermediarios financieros, por parte de la banca¹²² y su pernicioso papel en la fuga de capitales. Esto derivó en la proscripción de los grupos financieros. De esta forma la legislación de 1985 le prohíbe a cada intermediario constituirse en sociedad controladora de capital de otro u otros intermediarios bancarios; participar en el capital de otros, para evitar la piramidación, subordinamiento y cruzamiento de acciones entre intermediarios, así como seguir políticas operativas, de servicio y publicitarias comunes con otros intermediarios -exceptuando al gobierno-. estas prohibiciones se removerán hasta diciembre de 1989, cuando se autoriza, nuevamente, la integración de los grupos financieros.

¹²² La concentración de activos de otros intermediarios le permitía a la banca manejar el sistema financiero; como se menciona líneas arriba, el escaso desarrollo del sector bursátil enfrentaba, como un obstáculo entre otros, la apreciación, por parte de la banca, de un potencial competidor, por tanto, se impedía su desarrollo. En otros casos los intermediarios no bancarios se convirtieron en "departamentos de servicio" para los clientes bancarios, sometidos a los lineamientos generales del grupo, independientemente de la situación particular del intermediario.

NUEVOS PRODUCTOS BANCARIOS

- | | |
|------|---|
| 1982 | Aceptaciones bancarias por cuenta de terceros
Pagarés con garantía fiduciaria. |
| 1983 | CEDES de 180 a 269 días y de 270 a 359 días
Pagarés. |
| 1984 | CEDES a 13 meses
Cuentas especiales para el ahorro. |
| 1985 | Bonos Bancarios de Desarrollo
Bonos de Reconstrucción Urbana. |
| 1986 | Obligaciones subordinadas convertibles a CAP's. |
| 1987 | Cuenta maestra (personas físicas y empresarial)
CEPLATA
Impulso a mesas de dinero, sociedades de inversión, y tarjeta de inversión. |
| 1988 | Pagaré a 7 días
Pagaré bursátil
Bonos de vivienda
AB's por cuenta propia
Papel Comercial con aval bancario
BONDES
Cuenta oro y plata. |
| 1989 | Pagaré en dólares
Sociedad de inversión de personas morales
Fideicomisos de inversión
Planes de financiamiento a bienes de consumo duradero: plan-auto, ahorro-vivienda, etc.
Bonos Carreteros
Tarjeta Financiera
Cuenta maestra sin chequera
Cuentas productivas. |
| 1990 | Chequemático
Cuenta de cheques con línea de crédito simple
en cuenta corriente. |

Un cambio fundamental derivado de la nueva legislación es el establecimiento de nuevas condiciones para el financiamiento del déficit gubernamental. En primer lugar el financiamiento proveniente del Banco de México queda limitado por la junta de gobierno de éste, por lo que el déficit ya no podrá financiarse a través del encaje legal, que sólo se usará como instrumento de regulación monetaria. Así el gobierno deberá obtener recursos a través de la colocación de deuda pública en el mercado de valores, i.e. a través de operaciones de mercado abierto. Adicionalmente se promoverá el desarrollo de la intermediación bursátil, a la banca se le excluye expresamente de este mercado. Hacia 1987, cuando la intermediación bursátil representaba una seria competencia para la banca, son frecuentes las quejas de los bancos por la pérdida de participación en la captación derivada de estas disposiciones.¹⁰³

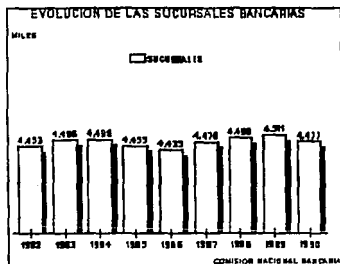
Entre 1982 y 1990 se introdujeron una amplia gama de instrumentos bancarios, de éstos, los que permitieron que la banca recuperara terreno frente a la intermediación bursátil fueron las aceptaciones bancarias. En octubre de 1988 se liberan las tasas y plazos de este instrumento. la captación bancaria repunta a partir del crack bursátil y para 1990 sobrepasará ampliamente el nivel de 1982.

Perfil de la banca en 1982

En 1982 el sistema bancario estaba conformado por 60 instituciones: 35 bancos múltiples, 10 bancos de depósito, 9 sociedades financieras, 5 bancos de capitalización y un banco hipotecario. La característica predominante del sistema era la heterogeneidad. Por un lado la intermediación se encontraba altamente concentrada, Bancomer y Banamex, -bancos modernos, innovadores, con potencial para internacionalizarse-, encabezaban los grupos financieros más grandes, además sostenían un estrecho nexo con los principales grupos industriales -usuarios de

¹⁰³ Un estudio de la Asociación Mexicana de Bancos señala al respecto "...la decisión de financiar una mayor proporción de la deuda pública con la colocación de valores gubernamentales directamente entre el público inversionista, sin autorizar la participación de los bancos en el mercado primario de estos títulos, significó una pérdida de participación de la banca en la intermediación del ahorro financiero total. El diferencial positivo en las tasas de interés de los valores gubernamentales respecto a los títulos bancarios, hicieron sustancialmente más atractiva la inversión en aquellos instrumentos." AMB (1990a) p.6.

GRAFICA 3.8



financiamiento a gran escala- a través de la propiedad de acciones de las empresas involucradas, así como su intervención en otros intermediarios financieros.¹²⁴ Es decir, el típico cuadro de entrelazamiento del capital financiero. Por otro lado estaban los pequeños intermediarios, con una pequeña porción del mercado financiero, algunos ineficientes, con altos costos de operación y baja rentabilidad.

La competencia se llevaba a cabo a través del "sucursalismo", i.e., la apertura de sucursales, sin embargo en época de recesión la infra-estructura instalada, el personal y los recursos se subutilizaban. Esta era precisamente la situación en 1982, posterior al auge de 1972-1981.¹²⁵

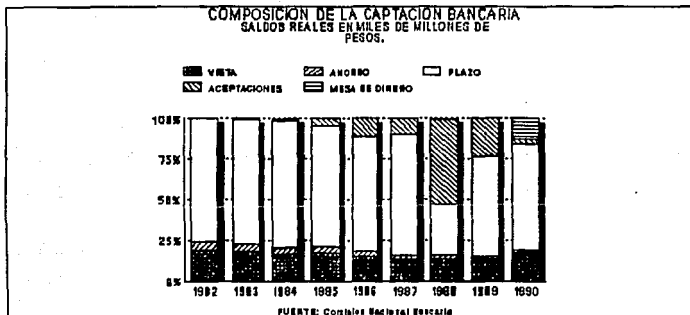
Como producto de las devaluaciones y del fuerte endeudamiento externo en que incurrieron los bancos, el nivel de capitalización del sistema bancario se ubicaba en niveles muy bajos, en tanto el nivel de apalancamiento del sistema financiero, era muy alto.

Adicionalmente la situación inflacionaria y el ambiente especulativo originaron un proceso de desintermediación financiera expresado en la caída de la captación bancaria. Como en 1982 no existían opciones de inversión altamente rentables y seguras, los

¹²⁴ El entrelazamiento de acciones y posiciones en las mesas directivas puede verse en la información de la Bolsa Mexicana de Valores, para el caso de las empresas que cotizan en bolsa. Adicionalmente SHCP (1988b), presenta en la segunda parte una lista de los activos no crediticios de la banca. Estas empresas ascendían a 497, de las cuales 69 eran intermediarios financieros no bancarios.

¹²⁵ Tomás Peñalosa (1985), cita un estudio sobre las economías de escala en el sector bancario, para el período 1974-1978, en donde se concluye que el tamaño óptimo de escala en el sistema bancario nacional es de aproximadamente 34 de la captación total del mercado. Esto significa que para los bancos gigantes el precio de "sucursalismo" es la ineficiencia. Peñalosa concluye que esta vía de competencia sólo es factible para las instituciones medianas a muy corto plazo, y más ampliamente para los bancos pequeños. La vía óptima de competencia es aumentar el monto de las cuentas por cliente, i.e., atraer las grandes cuentas.

GRAFICA 3.9



agentes optaron por sacar sus recursos del país, alimentando los círculos viciosos desatados.

La banca comercial se identificó como el canal principal del drenaje de divisas al exterior, así la opción de la nacionalización se presentó como un castigo para los "banqueros saqueadores".

Inmediatamente después del decreto el pánico cundió entre los ahorradores, quienes temían que ahora el gobierno se apoderará de sus recursos, persistiendo la tendencia de desintermediación bancaria.

Evolución de la banca comercial 1983-1990

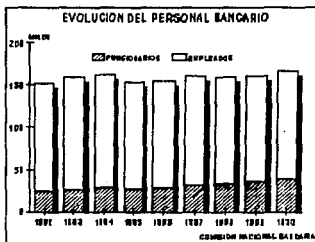
Los indicadores que se utilizarán son algunos renglones del balance consolidado de la banca, de acuerdo a las instituciones presentes en 1990, i.e., se cuentan dentro de cada banco, las sociedades fusionadas a lo largo del período. Cabe destacar que de acuerdo a la integración de las sociedades nacionales de crédito en Bancos Nacionales, Bancos Multirregionales y Bancos Regionales, la evolución de las instituciones se ajusta a la tendencia en cada grupo, excepción hecha de Banco Mexicano Somex, que presenta problemas en el período: un importante retroceso en su participación dentro de la captación total del mercado,

GRAFICA 3.10

y aún, utilidades negativas en los años recientes.¹⁰⁶

La banca nacionalizada durante la década de los ochentas se enfrentó a la restricción en la política de apertura y cierre de sucursales y en su lugar sólo se reubicaron las existentes entre los diferentes bancos.¹⁰⁷ En cuanto al personal tampoco hubo un aumento significativo de personal empleado, aunque en la composición de éste, el número de funcionarios aumenta alrededor del 60%, en tanto el número de empleados permanece estancado.

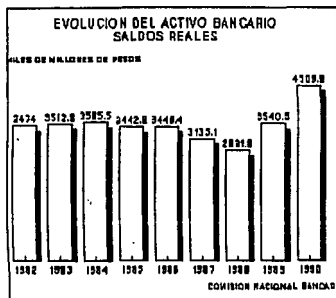
Dentro del activo bancario se han considerado los rubros de disponibilidades, cartera de valores -ambos dan cuenta del monto correspondiente al encaje legal y cajones de inversión de la banca comercial en Banco de México, entre otros conceptos-, cartera de crédito vigente, cartera de crédito vencida, y otros activos, incluido el activo fijo. La cartera de crédito vigente en este caso nos indicaría el monto de finan-



¹⁰⁶ Los tres grupos, integrados de acuerdo a su cobertura son los siguientes: a) Nacional, incluye a Banamex, Bancomer, Serfin, Comermex, Internacional y Mexicano-Somex, estas instituciones concentran la mayor parte de la captación, activo, pasivo y otros renglones del balance; su operación abarca toda la República mexicana y tienen oficinas de representación en el exterior; entre 1983-1990 se expandieron a través de cajeros automáticos y van a la punta en materia de innovación de productos e introducción de tecnología. b) Multirregionales, en este grupo se encuentran Banco del Atlántico, Multibanco Mercantil de México, Confía, Cremi, Bancrocer, BCH y Banpaís; estas instituciones se concentran en regiones de gran actividad económica y presentan un gran potencial de crecimiento, ya que su tamaño es mediano, algunos son resultado de fusiones problemáticas y aún requieren del apoyo del FONAPRE. c) Regionales, integran el grupo Banoro, Mercantil del Norte, Promex, Bancen y Banoriente; estos son los bancos más pequeños del sistema, altamente rentables, dado que se concentran en zonas específicas, a las que atienden más personalizada y especializadamente, de acuerdo a las necesidades de la región, la actividad económica predominante y los usuarios de los servicios bancarios. Así estas instituciones concentran información especializada, lo que les permite operar con costos menores y mayor certidumbre.

¹⁰⁷ El número de sucursales, para el sistema bancario en conjunto, en diciembre de 1982 era de 4453, para diciembre de 1989 se ubica en 4511 y en 1990 en 4477, es decir la variación en el número de sucursales no pasa de 58 en el período. De acuerdo con el estudio citado en la nota 105, la vía óptima para aumentar la productividad en el sistema bancario es la captación de las "cuentas grandes", o aumentar el monto de recursos captados por cliente, que fue más o menos el objetivo que se persiguió.

GRAFICA 3.11

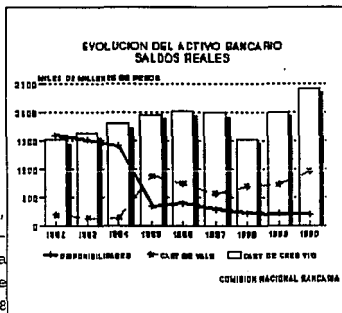


En general el activo bancario, en términos reales presenta un crecimiento lento en el período, pasa de 3,474.0 miles de millones de pesos en diciembre de 1982 a 4,509.8 miles de millones de pesos en diciembre de 1990, presentando tasas de crecimiento negativas en 1985, 1987 y 1988. Esta variación puede explicarse por las variaciones de las disponibilidades, que caen fuertemente en 1985 y desde 1986 inicia una tendencia decreciente. Por otra parte la cartera de valores, presenta la tendencia contraria, esto es congruente con las modificaciones a la Ley Orgánica del Banco de México de enero de 1985, que limitan el financiamiento gubernamental, privilegiando el endeudamiento a través de la colocación de valores gubernamentales.

El concepto de cartera de crédito vigente, el más importante del activo, presenta una tendencia decreciente y a partir de 1986 la tasa de crecimiento anual es negativa, el monto real por este concepto en 1986 fue de 2,020.3 miles de millones, para 1990 éste ascendió a 2,420.9 miles de millones de pesos. Esto significa que el financiamiento bancario se encontró reprimido a lo largo del período. Congruentemente con la política de austeridad, la cartera de crédito

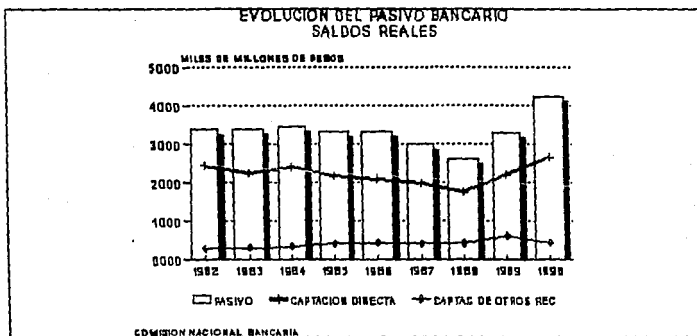
otorgado por la banca comercial, en tanto que la cartera vendida reporta los créditos no liquidados.

GRAFICA 3.12



vencida presentó una marcada tendencia decreciente, llegando a su nivel más bajo en diciembre de 1987, cuando comienza a aumentar para situarse en diciembre de 1990 en 56 miles de millones de pesos.

GRAFICA 3.13

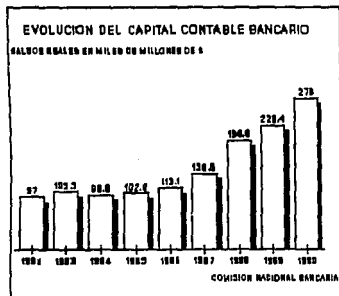


El pasivo bancario se integra por la Captación Directa, clasificada en depósitos a la vista, a plazo, en cuenta de ahorro, aceptaciones bancarias y reportos por mesa de dinero, la captación interbancaria, préstamos de organismos oficiales y otros recursos. De acuerdo con la gráfica de composición de la captación, la tendencia general es una caída en la captación bancaria, por abajo de los niveles de 1982 por lo menos hasta 1988. A partir de 1989 este concepto repunta. Parece que la estabilización económica promovió una mayor intermediación financiera.

En cuanto a la composición, el rubro de inversión a plazo fue el instrumento más dinámico de captación, concentrando el grueso de los recursos, sin embargo debido a la situación inflacionaria el plazo de vencimiento se acortó, la mayoría de los recursos se encontraban colocados a un mes, aunque se reinvertían continuamente. Los recursos colocados en libretas de ahorro se descolocaron a lo largo del período, ya que sus rendimientos eran insuficientes para compensar la erosión inflacionaria y se encontraban disponibles otras inversiones a corto y

largo plazo con mejores rendimientos. En cuanto a los depósitos a la vista, estos permanecieron casi estables, disminuyendo sensiblemente entre 1986 y 1989, pero no en la forma que lo hicieron los recursos en cuentas de ahorro, si suponemos que los depósitos a la vista están relacionados con la demanda para transacciones y el motivo precaución se explicaría este comportamiento.

GRAFICA 3.14



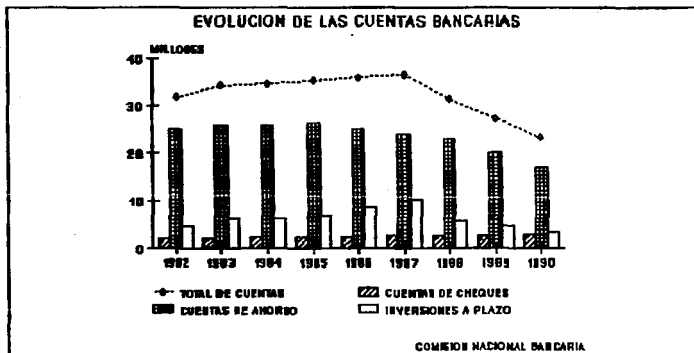
Las aceptaciones bancarias se introducen desde 1982, pero las regulaciones asociadas a su emisión y tasa no les habían permitido ganar terreno dentro del total de la captación bancaria, entre 1984 y 1987 tuvieron un crecimiento modesto, pero en 1988, como resultado de la liberación de sus tasas y plazos, su participación dentro de la captación bancaria pasó del 50%, en 1989 ésta se redujó al 20% aproximadamente y en 1990 cayó a los niveles de 1985. Las aceptaciones le permitieron a la banca recuperar

terreno frente a la intermediación bursátil rápidamente, en un contexto en que los agentes se encontraban fuertemente influenciados por las experiencias negativas derivadas del crack bursátil, en este momento la banca fue más confiable que la bolsa.

En 1987 se inició un proceso de capitalización a través de la colocación de CAP's, que permitió mejorar el nivel de capitalización de las instituciones bancarias. El capital contable entre 1982 y 1990 se ha triplicado, sin embargo el capital pagado de las instituciones ha caído de 26.6 miles de millones en 1982 a 4.8 miles de millones en 1987 y en 1990 ascendió a 12.4 miles de millones de pesos. Por otra parte las utilidades han aumentado sostenidamente a lo largo del período.

En la evolución de las cuentas bancarias, que nos daría la aproximación de clientes atendidos, se observa que el total de cuentas aumentó entre 1982 y 1987, descendiendo a partir de 1988. En la com-

GRAFICA 3.15



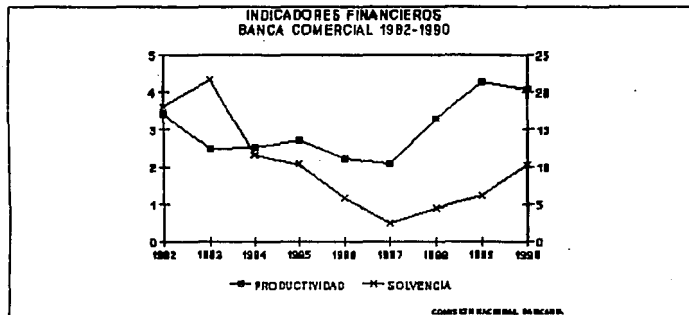
posición del total, las cuentas de ahorro caen de 25,122,209 en 1982 a 17,093,488 en 1990. Las cuentas de cheques mantienen un comportamiento constante y ligeramente ascendente. Finalmente las inversiones a plazo, en donde se concentra la mayor parte de la captación, siguen de cerca el movimiento del total, pasan de 4,802,282 a 10,118,323 entre 1982 y 1987, descienden a 5,846,665 en 1988 y para 1990 cierran en 3,277,004.

En cuanto a la productividad bancaria pueden utilizarse diversos indicadores.¹⁰⁸ En esta parte sólo se utilizara como indicador de productividad la relación costo de operación/ingreso financiero, que indicaría la parte que corresponde del ingreso a los costos de mantenimiento de sucursales, pago de personal, papelería, publicidad y otros rubros de operación. Como indicador de eficiencia se tomará la relación utilidad neta por empleado y utilidad neta por sucursal. El indicador de solvencia es la relación cartera de crédito vencida a cartera de crédito total y finalmente como indicador de rentabilidad se tomará la rentabilidad de capital (utilidad neta/capital contable sin revaluacio-

¹⁰⁸ Tomás Pefalora (1985) detalla algunos indicadores susceptibles de utilizarse para dar cuenta de la evolución de la productividad, rentabilidad y eficiencia de la banca.

nes), el margen de utilidad (utilidad neta/ingreso financiero) y la productividad de la inversión (margen de utilidad por rotación de la inversión).

GRAFICA 3.16



En la gráfica 3.16 se observa que el indicador de productividad tiende a disminuir entre 1982 y 1987, los dos siguientes años registra un incremento y cae ligeramente en 1990 -en 1991 aumentaría nuevamente. Este comportamiento tiene que ver con la caída del ingreso financiero en 1988-1989 y el sensible aumento del costo de operación a partir de 1988.

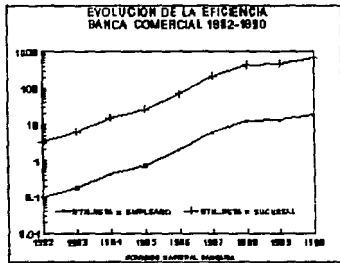
La relación cartera vencida a cartera total aumenta entre 1982 y 1983, para disminuir a partir de 1984, en 1987 toca fondo y comienza el ascenso. Este comportamiento se explica por la restricción del crédito bancario y su canalización al sector público.

Adicionalmente puede mencionarse que el nivel de la cartera vencida en 1990 es menor al nivel de 1982 (56 y 64 miles de millones de pesos respectivamente).

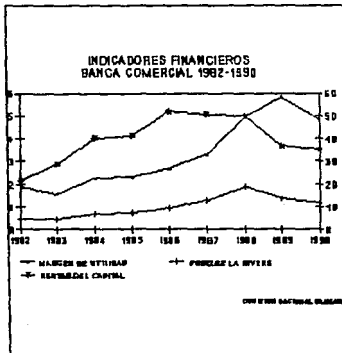
La eficiencia aumentó sostenidamente durante el período, tanto el indicador por empleado, como el indicador por sucursal. Dado que no se establecieron nuevas sucursales y tampoco se contrató más personal era

GRAFICA 3.17

de esperarse que la relación se comportara así, ya que puede suponerse que el contexto inflacionario hizo que muchos agentes recurrieran al sistema bancario para proteger el poder adquisitivo de sus ingresos y, simultáneamente, el acortamiento de los vencimientos llevaron al intensificamiento del servicio tanto de los empleados, como de la sucursal.



GRAFICA 3.18

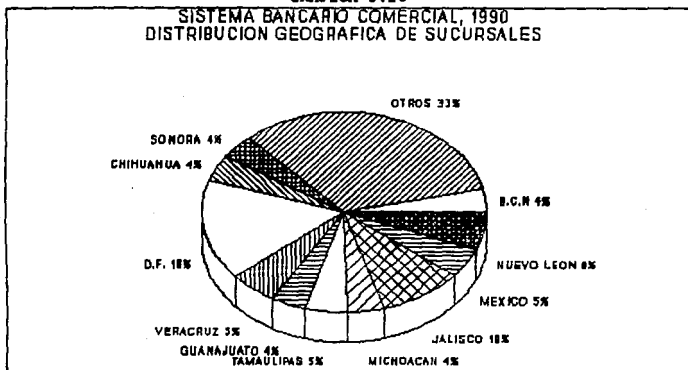


En lo que toca a la rentabilidad, el margen de utilidad presenta una tendencia ascendente a lo largo del período. El ingreso financiero aumenta entre 1983 y 1986, comienza a caer en 1987, recuperándose en 1990, pero sin alcanzar el nivel de 1987, por el contrario, la utilidad neta crece sostenidamente, de aquí el crecimiento del margen de utilidad. La rentabilidad del capital presenta un comportamiento parecido al de los otros indicadores, aumenta entre 1982 y 1986, cayendo a partir de 1987 y la productividad de la inversión crece de 1983 a 1988, cayendo

los dos últimos años.

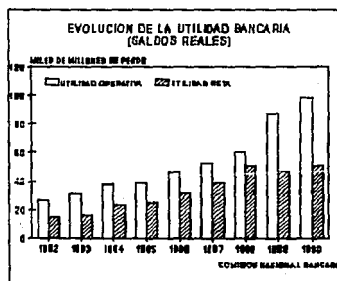
La banca sigue concentrada en las principales plazas de la República, principalmente el D.F., Jalisco, Nuevo León y otros estados del norte del país donde se concentra la mayor actividad comercial, sin embargo, la infraestructura bancaria establecida en los estados del sur es escasa, esto indica que la penetración bancaria aún no alcanza todos sus clientes potenciales.

GRAFICA 3.20
SISTEMA BANCARIO COMERCIAL, 1990
DISTRIBUCION GEOGRAFICA DE SUCURSALES



La conclusión que se deriva de la presentación anterior es que la banca comercial bajo la tutela del sector público mejoró sus cifras, en 1982 se encontraba al borde de la insolvencia, para 1990 ha mejorado su capitalización y se ha creado un rubro de "provisiones preventivas para riesgos crediticios" y otro de "provisiones para riesgos crediticios de aplicación gradual", con objeto de evitar la intervención obligada del banco central como prestamista de última instancia. Adicionalmente se han reforzado las normas de inspección y

GRAFICA 3.19



vigilancia de la Comisión Nacional Bancaria y de la SHCP.¹⁰⁹ En este período se introdujeron nuevos instrumentos bancarios y finalmente se le permitió participar en el mercado de valores a través de las mesas de dinero, cuentas maestras, fondos de inversión, bonos bancarios y las operaciones de banca de inversión por cuenta de terceros; todo esto resultó en un repunte de la captación bancaria.

La banca que se desincorpora del sector público en 1990, es muy diferente de aquella de 1982, aunque prevalecen algunas similitudes. En primer lugar la concentración. En 1990 Bancomer, Banamex y Serfin concentran más del 65% de la captación directa y del activo total, 63% de la cartera de crédito total, 64% del pasivo total y 67% del capital contable. Algunas instituciones se fortalecieron con las fusiones, como es el caso de SERFIN, Banco del Centro, y Promex, en tanto otras experimentaron retrocesos, es el caso de Banco Mexicano Somex, que descendió, tanto en los indicadores del balance consolidado, como en los clientes atendidos.

Banca de desarrollo

La misión fundamental de la banca de fomento en México ha sido la "orientación selectiva del crédito", -tan criticada por McKinnon y el Banco Mundial-, en apoyo de los sectores considerados prioritarios para el desarrollo del país: agropecuario, industrial, comercio interior y exterior, obras públicas, vivienda, entre otros.

Los fondos de fomento,¹¹⁰ a partir de la década de los sesentas, contribuyeron a la canalización del crédito, a través del mecanismo del redescuento con los bancos comerciales. Los fideicomisos permiten,

¹⁰⁹ Sin embargo debe mencionarse que a partir de la conformación de los grupos financieros, la supervisión del grupo queda a cargo de la comisión encargada de la vigilancia del intermediario más grande del grupo, con la desincorporación bancaria, la CNB ha tenido que hacerse cargo de la mayoría de los grupos financieros existentes, ya que los bancos son los intermediarios más grandes del sistema financiero y sólo unos cuantos grupos están a cargo de la CNB, por lo que el trabajo de la CNB se ha duplicado.

¹¹⁰ Los Fondos de Fomento económico "son Fideicomisos Financieros constituidos por el Gobierno Federal, afectando sus propios recursos, que son completados con créditos del exterior con propósitos específicos, para brindar apoyos crediticios y de asesoría a sectores de productores, empresas, actividades y regiones prioritarias..." SHCP (1988a), p.65.

asimismo, la asignación de recursos provenientes de instituciones de fomento internacionales.¹¹¹

Durante la segunda mitad de los setenta y albores de los ochenta, la banca de desarrollo, incluidos los fondos y fideicomisos de fomento, llegó a niveles de apalancamiento muy altos, derivados de su papel como agente del Gobierno Federal para captar fondos del exterior y asignarlos, así como fuente de financiamiento del sector público.

Así en 1982, como consecuencia de las devaluaciones, este sector experimentó una fuerte descapitalización. Por el lado de los pasivos, el monto contratado con el exterior se revalúa fuertemente, aumentando el monto del principal y consecuentemente el servicio de la deuda, a esto hay que añadir la tendencia al alza en las tasas de interés internacionales; y por el lado de los activos, el crédito se concede a largo plazo y en condiciones preferenciales, en el entorno económico imperante en 1982, la mayoría de las empresas enfrentaron situaciones adversas, interrumpiendo el pago y amortización de sus créditos. Por tanto, en 1982 la banca de fomento se enfrenta a serios problemas de capitalización y liquidez.¹¹²

Para sortear la crisis de 1982, la banca de desarrollo emprendió un amplio programa de refinanciamiento, con objeto de evitar la quiebra masiva de empresas que no estaban en condiciones de cumplir con sus pasivos externos.¹¹³ Sin embargo la falta de recursos limitó el

¹¹¹ En las décadas previas a los años setenta, y aún en la primera mitad de éstos, la principal fuente de financiamiento externo, la constituyeron los organismos oficiales internacionales: Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, Corporación Financiera Internacional, Eribank, entre otros, que proporcionan fondos a largo plazo y con tasas preferenciales. En los setenta el desarrollo del mercado de los eurodólares cambia completamente el panorama, la proporción del endeudamiento externo proveniente de organismos internacionales, disminuye, ganando terreno el endeudamiento con la banca privada internacional, a tasas de interés flotantes, de acuerdo al mercado, y con vencimientos a corto plazo.

¹¹² Lo anterior puede ilustrarse con el caso de NAFIN. Para junio de 1982 el saldo del financiamiento total canalizado por Nafin ascendió a 858.4 billones de pesos, en 1981 el saldo fue de 399.7 billones de pesos. La variación de 457.7 billones, entre ambos años se explica como sigue: 67% por el cambio en la paridad peso-dólar, 22% por el incremento en el costo neto del fondeo en dólares por variaciones en la tasa de interés y el 11% restante fueron préstamos netos e inversiones de capital de riesgo en moneda nacional. NAFIN, Annual Report 1982.

¹¹³ El principal mecanismo de financiamiento fue el FICORCA, administrado por el Banco de México, diseñado para las empresas con deudas denominadas en moneda extranjera, gravemente afectadas por la devaluación.

financiamiento a nuevos proyectos de inversión, y afectó la solvencia de estas instituciones. Adicionalmente la rápida cuesta inflacionaria desgastó las tasas de interés activas, reduciendo sus ingresos reales, y aumentando los subsidios financieros, aún para los sectores que no los requerían. Esto llevo al cambio en la estructura de las tasas de interés activas, que se ligaron a la evolución del costo porcentual promedio del sistema bancario y se reclasificaron los sectores sujetos al financiamiento preferencial.

La severa política de ajuste y la escasez de recursos externos determinaron el desempeño de la banca de fomento durante la década de los ochentas. En primer término la austeridad presupuestal impuso la racionalización en el uso de los recursos financieros, humanos y materiales.¹¹⁴ Por otra parte, debido a la ausencia de fondeo externo, la banca de desarrollo llevo a competir con la banca comercial por la captación de recursos del público, ya que ahora dependía más de fondos propios. Simultáneamente, el ajuste en el déficit público, significó una importante reducción en las transferencias del gobierno federal, - depuración de la lista de sectores prioritarios, reducción de los subsidios financieros a través de la racionalización de las tasas de interés, y disminución del subsidio fiscal, vía ampliación de los mecanismos de fondeo de las instituciones de desarrollo-.

En 1985, se destinó el contenido de los cajones de inversión obligatoria de la banca comercial, al uso de la banca de desarrollo, compensando la captación directa del público, por parte de ésta última. Adicionalmente se diseñaron instrumentos de fondeo en el mercado de valores, más acordes a los requerimientos de las instituciones de fomento, e.g. Bonos Bancarios de Desarrollo, con amplios plazos de vencimiento.

En 1989 las principales instituciones de desarrollo -Bancomext, Banobras, Nafin y los Fondos de Fomento- se convierten en banca de segundo piso, retirándose de la captación directa. Simultáneamente se procede a la reorganización de ésta asignando los fondos y fideicomisos

¹¹⁴ En el caso de NAFIN, la creación de plazas se revirtió durante todo el período y se limitaron los gastos.

de fomento a la institución que les es más afín, así las instituciones financieras se reducen de 29 a 21.¹¹⁵

El objetivo principal del PRONAFIDE 1990-1994 es elevar el monto de recursos destinados a la inversión, que requiere de fuentes estables y predecibles de ahorro. Así se pretende elevar el ahorro público, manteniendo la política de ajuste fiscal, estimular el ahorro privado a través de tasas de interés atractivas para los ahorradores, modernización del sistema financiero, promoción del ahorro contractual y medidas fiscales que propicien el ahorro frente al consumo.¹¹⁶

En el PRONAFIDE 1990-1994 se considera a la banca de fomento como "el instrumento fundamental de la política de financiamiento del desarrollo, para lo cual las tareas impostergables son: su modernización, adecuación de su marco jurídico, la canalización eficiente y equitativa de los recursos crediticios y la desincorporación de entidades que ya cumplieron con el objetivo para el cual fueron creadas (fondos de fomento)."¹¹⁷

La modernización consiste en adecuar las leyes orgánicas, precisando objetivos y atribuciones de las instituciones, de acuerdo a los sectores que atienden; congruencia en los programas sectoriales; en cuanto al fondeo se limitará la captación del público a favor del sistema de fondeo en bloque de la banca de desarrollo y el uso de líneas de crédito internacionales; adecuación del plazo del crédito de acuerdo a las características y rentabilidad del proyecto. Los sujetos de crédito son aquellos "que demuestren posibilidades reales de crecimiento y consolidación: micro, pequeña y mediana industria, comerciantes y agricultores"¹¹⁸

En cuanto a la canalización del crédito se busca trascender de la mera concesión del crédito hacia actividades complementarias como la

¹¹⁵ Alide (1992), p.35.

¹¹⁶ Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1990-1994, Capítulo sobre "la política de financiamiento del desarrollo", Diario oficial de la Federación, 17 de diciembre de 1990.

¹¹⁷ ALIDE (1992), p. 35-36.

¹¹⁸ Programa Nacional de Financiamiento para el Desarrollo 1990-1994.

asesoría administrativa, comercial, asistencia técnica e introducción de las empresas a fuentes de financiamiento alternativas: uniones de crédito, el mercado de valores, y otros. La banca de fomento actualmente la conforman las siguientes instituciones: Nafin, Bancomext, Banobras, Banrural, Banpeco, Banjercito, FIRA, FICART, FOVI, FIDEC y FINA.¹¹⁹

Nafin se ha concentrado en el fomento del sector industrial, en los últimos años especialmente apoyando a la micro y pequeña empresa a través del programa PROMYP¹²⁰. En segundo lugar desarrolla programas de financiamiento para la modernización de empresas a través de la Bolsa de Valores y la construcción o reubicación de infraestructura industrial. A continuación se ubican los programas de estudios y asesorías, innovación tecnológica y el uso y desarrollo de equipo anti-contaminante. En el futuro se plantea que Nafin actúe como "una institución de fomento empresarial".

Bancomext es la institución advocada a la promoción, organización y desarrollo del comercio exterior mexicano. Apoya a las empresas exportadoras o con perspectivas de exportación en diferentes fases: equipamiento, capital de trabajo, importación de insumos y fortalecimiento financiero. También realiza actividades de promoción, localización de oportunidades de exportación, asesoría técnica, de mercadotecnia, legal y promocional para los exportadores. Bancomext se fondea a través de líneas de crédito concedidas por instituciones internacionales de fomento y colocaciones de bonos en el curomercado.

Banobras se ha concentrado en el ámbito del desarrollo urbano, infraestructura, transporte, servicios públicos y vivienda. Dentro de la actual estrategia económica Banobras interviene, prioritariamente, en el Programa Nacional de Solidaridad atendiendo a la población que

¹¹⁹ Los fideicomisos sobrevivientes son: Fideicomisos Instituidos en Relación con la Agricultura (FIRA), Fideicomisos para Créditos en Áreas de Riego y Temporal (FICART), Fondo de Creación de Descuento Bancario a la Vivienda (FOVI), Fideicomiso de Desarrollo Comercial (FIDEC) y Financiera Nacional Azucarera (FINA).

¹²⁰ Los criterios con los que Nafin clasifica a las empresas son los siguientes: "Microempresas, las que tienen entre uno y 15 empleados con ventas anuales que no excedan 110 veces el salario mínimo, esto es 530 millones de pesos anuales. Pequeñas empresas, las que tienen de 16 hasta 100 trabajadores y sus ventas no superan 1,110 veces el salario mínimo, o sea el equivalente a 5,300 millones de pesos anuales." Carta Nafin, núm.8, año 2, agosto de 1992, p. 6.

carece de servicios urbanos tales como alcantarillado y agua potable. Utiliza fondos provenientes de instituciones internacionales y recursos internos de intermediarios financieros no bancarios, además del uso del mecanismo de redescuento con la banca comercial.

Banrural es la institución de fomento encargada del sector agropecuario. En México este sector ha atravesado por una persistente crisis que lleva más de dos décadas, la ineficiencia derivada de éste ha alcanzado a las instituciones de desarrollo correspondientes. A partir de 1989-1990 se definen nuevas metas para el sector, entre éstas, las correspondientes al financiamiento plantean la búsqueda de eficiencia en la institución de fomento, racionalización en el uso de los recursos, diversificación en las fuentes de fondeo y atención a los demandantes de crédito que presenten proyectos factibles y rentables; además se enfatizará la formación de uniones de crédito y otro tipo de asociaciones en el medio rural, diversificando el destino del crédito: agroindustria, pesca y acuacultura, silvicultura, minería, pequeña y mediana empresa en el medio rural y microindustria.

En este sector se ubica el FIRA -Fideicomisos Instituidos con Relación a la Agricultura-, administrado por el Banco de México. El FIRA atiende los ramos agropecuario, forestal y pesquero, financia la producción, industrialización y comercialización de productos y proporciona asistencia técnica a productores y cuadros de la banca, pago de garantías de créditos no recuperados a la banca, difusión y pueba de tecnología, etcétera. Los recursos de estos fideicomisos provienen de créditos de instituciones internacionales de fomento y recursos internos: recuperación de la cartera de crédito, redescuento en el Banco de México, aportaciones del Gobierno Federal y otros ingresos propios.

El Banpeco -Banco Nacional del Pequeño Comercio- se formo para atender las necesidades crediticias de los pequeños locatarios de mercados públicos y pequeños comerciantes. Actualmente se ha concentrado en el financiamiento al comercio interior atendiendo aspectos como el acopio, almacenamiento, distribución y venta al detalle, asistencia técnica y capacitación, así como la infraestructura y modernización del sector.

Banpeco realiza las funciones de banca comercial y las de banca de desarrollo, con el objeto de atender integralmente al sector. Sus recursos los obtiene de la recuperación de su cartera, colocación de bonos en la Bolsa de Valores, captación directa del público e ingresos por los servicios financieros que proporciona. Dentro del contexto de las agrupaciones financieras, Banpeco contempla la formación de un grupo financiero que proporcione arrendamiento, factoraje, almacenamiento y capital de riesgo aunados a los servicios que ya presta.

El Banjercito no puede considerarse como una institución de fomento *in strictu sensu*, pero tampoco opera como banca comercial. La institución está orientada para atender las necesidades de "militares con haber o haber de retiro y pensionistas",¹²¹ el financiamiento a tasas preferenciales se otorga para la adquisición, construcción o mejoramiento de la vivienda. Adicionalmente se cubren las necesidades de financiamiento de ejército, fuerza aérea y armada nacionales en la producción de cartuchos y armas.

Usualmente se incorpora dentro de la banca de desarrollo al Patronato del Ahorro Nacional (PAHNAL), que aunque no es una institución de fomento propiamente hablando, está administrada por el sector público y su función es captar el ahorro popular o pequeño ahorro. El PAHNAL funciona a través de sorteos mensuales, bimestrales o trimestrales, de acuerdo al tipo de producto.¹²² Durante la década de los ochentas experimentó un crecimiento modesto, y debido a la inflación se acertaron las vigencias de sus bonos.

En conclusión, la banca de desarrollo, fue útil instrumento en la estrategia de industrialización en México, a pesar de su operación defectuosa. En el contexto de la liberalización financiera la banca de desarrollo permanece como una herramienta "para modelar, orientar y dar ritmo, forma e igualdad de oportunidades al proceso de modernización"

¹²¹ SHCP (1988a), p.129.

¹²² Los productos de PAHNAL son: a) Bonos que duplican, triplican y quintuplican su valor, todos con una vigencia de 10 años; la última colocación es de 1984; b) Bono de tasa fija; c) Plan mensual de ahorro sistemático; d) Contrato de depósito en custodia y administración, todos con una vigencia de tres años.

en México¹²³, no puede quedar totalmente excluida de la estrategia de crecimiento, aunque, se ha racionalizado su estructura y se han reducido a unas cuantas instituciones que buscan sus recursos fuera del presupuesto del sector público y otorgan el financiamiento a través de esquemas de garantías y el mecanismo de redescuento, en lugar de conceder financiamiento directo -lo que ocurre en casos excepcionales-. Ahora su operación se rige por normas de eficiencia y racionalización, los sujetos de crédito deben demostrar la viabilidad del proyecto de inversión y la operación de las instituciones está sujeta a la optimización en el uso de los recursos.

Organizaciones y actividades auxiliares del crédito

Las organizaciones auxiliares del crédito comprenden almacenes de depósito, arrendadoras financieras, uniones de crédito y empresas de factoraje, el rubro de las actividades auxiliares está integrado por las casas de cambio. Todas requieren de la concesión o autorización de la SHCP para operar, la Comisión Nacional Bancaria (CNB) es el organismo encargado de su regulación y están ordenadas por la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito y el aparato legislativo aplicable a la banca comercial. En cuanto a su nivel de desarrollo, en el umbral de la década de los ochenta, enfrentan los mismos obstáculos que los intermediarios financieros no bancarios, resultando en un desarrollo mínimo.

Almacenes generales de depósito

Los almacenes generales de depósito son instituciones concesionadas por el Estado, con el propósito de almacenar, custodiar o conservar bienes o mercancías, expidiendo por ello Certificados de Depósito o Bonos Prenda. Complementariamente pueden prestar servicios de transporte, empaque o envase, valuación, certificación y venta de los bienes que tienen en depósito.

¹²³ ALIDE (1992), p.82.

Los Certificados de Depósito y los Bonos Prenda, son considerados títulos de crédito, susceptibles de negociarse en el mercado de dinero o, alternativamente, pueden constituirse en garantía prendaria para un banco, de esta manera los depositantes obtienen recursos del sistema financiero sobre las mercancías depositadas. Hay dos tipos de almacenes: los de tipo general y los de tipo fiscal.

En 1982 había 22 almacenadoras en el país, que manejaban 2,869 bodegas con una capacidad de 3,281,000 m³ y 13,850,000 m³. En ese momento, severamente afectadas por el entorno económico, enfrentaban la descapitalización, competencia en el mercado de dinero y falta de aceptación del Certificado de Depósito por parte de la banca privada. Además, debido a la falta de promoción se habían estancado sus clientes y su rentabilidad.¹²⁴

En el Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1983-1988 se pretende que las almacenadoras aumenten su capacidad, eficiencia y escala de operación, atendiendo a las pequeñas y medianas empresas. Con este fin se fomentaría la utilización por parte de los bancos de los Certificados de Depósito y Bonos Prenda, el régimen de capitalización para aumentar la capacidad de almacenamiento y el establecimiento de almacenes fiscales y bodegas.

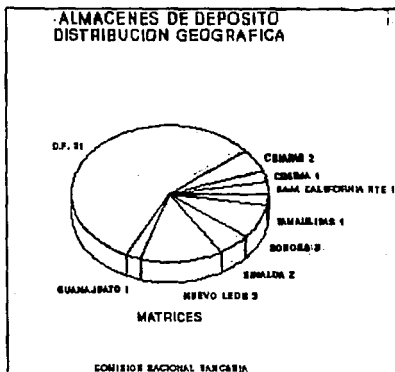
En 1988 había 26 almacenadoras en el país con 36 sucursales, de éstas el crecimiento y la capitalización se concentran en seis instituciones: Almacenes Nacionales de Depósito, SOMEX, Monterrey, Del Norte, Del Noreste, y Almacenadora S.A.; en donde se concentra el 95% de las mercancías almacenadas, el 82% de los créditos y en tres de ellos el 65% de los certificados emitidos.

Entre 1982 y 1990 mejoraron notablemente tanto la capitalización como la rentabilidad. En 1988 se emitieron las reglas básicas para la operación de los almacenes de depósito, que promueven la capitalización y consolidación de los intermediarios a través de la construcción de bodegas y adquisición de equipos. Adicionalmente se promovería la constitución de las "Lonjas de Mercancías" y Comités de Comercialización para que operen complementariamente con las almacenadoras.

¹²⁴ SHCP (1988a), p.162

GRAFICA 3.21

El Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1990-1994, dentro del capítulo de Modernización de las Organizaciones Auxiliares de Crédito plantea la promoción de certificados, con y sin bono prendario, así como de certificados negociables por mercancías en tránsito o en bodega; la constitución de un fondo de contingencia para solventar posibles faltantes en bodega, y también se les habilita para actuar como corresponsales de almacenes extranjeros.¹²⁵



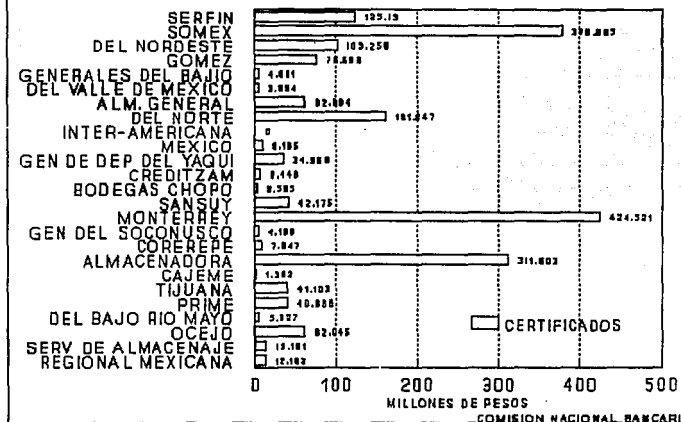
En 1990 había 25 almacenadoras privadas, con un total de 6,733 bodegas, -150 propias, 6356 rentadas, 108 habilitadas y 89 fiscales-, con una capacidad de 20,021,149 m³ y 17,511,580 m³. Esto indica que entre 1982 y 1990 el número de bodegas ha aumentado en un 134.7% en tanto la capacidad de almacenaje se ha incrementado notablemente.

En cuanto a la estructura del sector en 1990 se observa que la clasificación de acuerdo al capital pagado muestra una fuerte concentración en el nivel I, donde se concentra el 47% en 4 intermediarios, el nivel II está más equilibrado, en donde se encuentran 5 almacenadoras con una participación aproximada del 4% cada una y en el nivel III se ubican 16 instituciones que representan conjuntamente el 32% del capital pagado total.

Al observar otros elementos, no se corroboran los resultados de la estructura del capital. En este caso el mayor número de bodegas, capa-

¹²⁵ Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1990-1994, D.O. 3 de diciembre de 1990.

GRAFICA 3.22

ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO
CERTIFICADOS DE DEPOSITO EN CIRCULACION

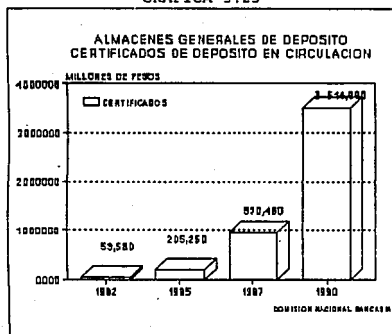
cidad de almacenaje, utilidades y certificados de depósito en circulación corresponden a las principales almacenadoras en 1988: Almacenadora Monterrey, SOMEX, Almacenadora del Norte y Almacenadora.

Con la constitución de los grupos financieros en marcha, se espera que aumente el número de éstas. La apertura comercial plantea alternativas promisorias para el desarrollo de estos intermediarios, principalmente en la frontera Norte.

Arrendadoras

El arrendamiento llega a México durante los años sesentas, en este tiempo las arrendadoras operaban como empresas mercantiles, éstas se reconocen formalmente como organizaciones auxiliares del crédito hasta

GRAFICA 3.23



1982.¹²⁶ En 1984 se expiden las Reglas Básicas para la Operación de las Arrendadoras y en la reforma de diciembre de 1984 se incorporan en la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito.

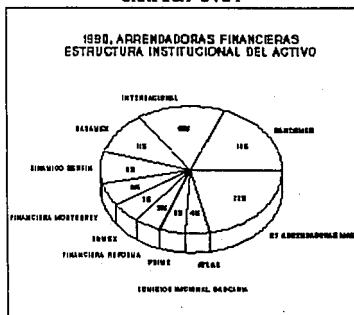
Las arrendadoras financieras constituyen una solución para la adquisición y modernización de equipo y maquinaria por parte de las pequeñas y medianas empresas sin incurrir en fuertes desembolsos

iniciales de capital para poner en marcha el proceso productivo, de ésta forma liberan capital de trabajo y aseguran la liquidez de la empresa.

Asimismo las arrendadoras proporcionan asistencia técnica en la adquisición de equipo.

Existen dos modalidades de arrendamiento: financiero y puro. El primero consiste en la adquisición, por parte de la empresa arrendadora, de los bienes requeridos por su cliente - arrendatario-, quien pagará por su uso una renta durante un plazo forzoso; en el contrato de arrendamiento financiero se establecen tres opciones a su término: a) el cliente opta por una prórroga del

GRAFICA 3.24

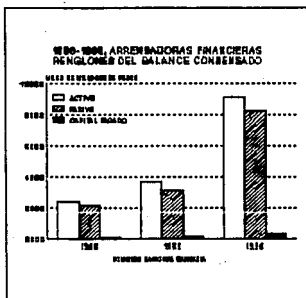


¹²⁶ SHCP (1988a), p.156.

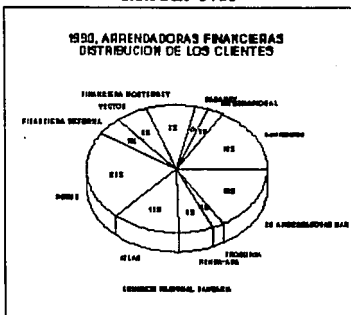
contrato a una renta menor, b) el cliente efectúa la compra del bien arrendado a un precio menor al de mercado, c) el cliente participa con el arrendador de la venta del bien a un tercero. El arrendamiento puro consiste en el mero contrato de arrendamiento sin ninguna de las opciones mencionadas.

La expansión económica de 1978-1981 favoreció su crecimiento, ya que sus actividades les permitían importar bienes de capital con recursos externos e internos -dado que muchas se encontraban ligadas a un banco satisfacían las necesidades de financiamiento de los clientes de éstos-.

GRAFICA 3.26



GRAFICA 3.25



Sin embargo a partir de 1982 la restricción en sus fuentes de fondeo, principalmente externas, los efectos de la devaluación y el aceleramiento de la inflación tornaron difícil su situación financiera afectando su operación. Adicionalmente el estancamiento económico no permitió la expansión de sus actividades. Al igual que otras empresas con problemas con moneda extranjera, recibieron apoyo del FICORCA, pero su operación no arrojó resultados positivos, por lo menos hasta 1987. La estabilización económica posterior a éste año permitió la recuperación del sector.

Dentro del Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1990-

1994 se plantean a los arrendadores como el "mecanismo idóneo para canalizar recursos provenientes del ahorro externo e interno a la compra de bienes de capital para apoyar el equipamiento de la planta productiva del país".¹²⁷ En éste documento se contempla el fondeo de estos intermediarios a través de la emisión de obligaciones y papel comercial en el mercado de valores, su desconcentración a regiones no atendidas adecuadamente, priorizando el apoyo en la formación de capital en empresas pequeñas y medianas, incluso con esquemas fiscales de apoyo para las arrendadoras.

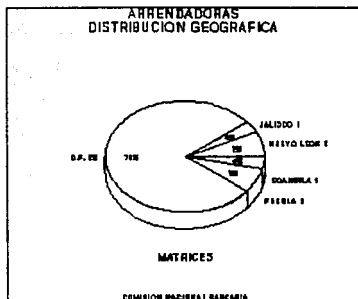
En los últimos años se ha observado una creciente tendencia a financiar equipo de computo y de transporte a través del arrendamiento financiero¹²⁸, porque para los intermediarios es más fácil conseguir y financiar este tipo de bienes, a través de financiamiento bancario. Además -en caso de que al final del contrato de arrendamiento se decida vender los bienes- las posibilidades de venta son mayores, por esto el arrendamiento de maquinaria y equipo especializado no ha sido muy significativo, de ahí los apoyos fiscales para la formación de capital.

En 1982 existían 22 empresas de arrendamiento, para 1990 ya son 28 matrices, con 28 sucursales operando en 10 estados de la República. El sector arrendador atravesó durante los ochentas por una difícil etapa, y en consecuencia, no se han aprovechado todas las ventajas derivadas de esta alternativa de financiamiento. Para 1990 su situación ha mejorado notablemente -el capital contable ha aumentado de 275,037 millones de pesos en 1988 a 899,064 en 1990, en tanto la cartera de arrendamiento (financiero y puro) ha crecido de 1,430,689 millones de pesos a 7,957,242 en el mismo lapso. El mercado natural de las arrendadoras son los pequeños y medianos productores, quienes disponen de menores recursos para adquirir maquinaria y equipo, pero las arrendadoras han atendido preferentemente a sectores que implican menos riesgos.

¹²⁷ Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1990-1994, Diario Oficial de la Federación, 3 de diciembre de 1990.

¹²⁸ SHCP (1988a), p.176

GRAFICA 3.27



Uniones de crédito

Las uniones de crédito se definen como organizaciones que agrupan a productores medianos y pequeños para obtener crédito conjuntamente a tasas preferenciales, así como asistencia técnica y llevar a cabo el abasto y comercialización de sus productos.¹²⁹ Los sujetos de crédito son los socios de las uniones, cada uno de los cuales debe aportar capital para constituir la unión. Entre las

ventajas derivadas de las uniones de crédito se cuenta el hecho de que pueden efectuar compras en grandes volúmenes, obteniendo mejores precios y condiciones de venta, también llevan a cabo estudios de mercado, de productividad, y pueden colocar sus productos directamente en el mercado. De acuerdo a la actividad en que se encuentran insertas, se clasifican en agropecuarias, industriales comerciales y mixtas o agroindustriales.

En 1980 se introduce un capítulo a la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito para registrar la existencia de las uniones de crédito en la rama agropecuaria. En la reforma de diciembre de 1984 se contempla la actividad mixta, la obtención de créditos de proveedores, la adquisición de valores y la transformación, por cuenta propia de los productos de los accionistas.

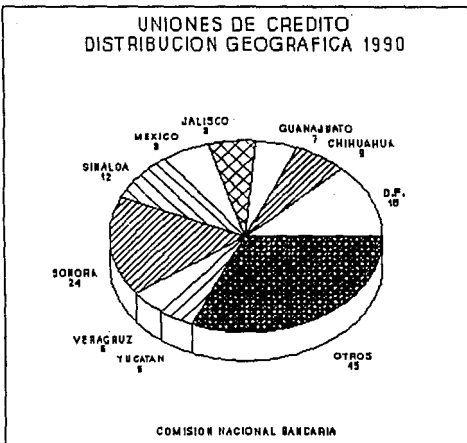
En 1982 había 103 uniones de crédito concesionadas, 13 agropecuarias, 32 industriales, 16 comerciales y 42 mixtas. El monto de los activos era de 4,800 millones de pesos y agrupaban a 25,000 socios, éstas se encontraban concentradas en el D.F. y Norte del país.

El Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1983-1988

¹²⁹ SHCP (1988a), p.166

GRAFICA 3.28

conceptúa a las uniones de crédito como "un eficaz instrumento para la canalización del crédito", consecuentemente se apoyó el establecimiento de éstas, principalmente en actividades y regiones prioritarias. Además se promovería el mejoramiento de su organización, administración y control financiero. Para 1990 había 143 uniones de crédito en



el país, con 13 sucursales, como puede apreciarse en la ilustración, éstas se encuentran concentradas en el D.F. y norte del país. El rubro que más ha crecido es el agroindustrial, seguido del industrial -ambos apoyados por FOGAIN, fondo liquidado en 1989-, en tanto el agropecuario y comercial se han estancado.¹³⁰

¹³⁰ De 126 uniones de crédito, operando al 31 de diciembre de 1989, 13 eran agropecuarias, 49 industriales, 51 agroindustriales y 13 comerciales, esto es: 10.3%, 39%, 40.5% y 10.3% del total respectivamente.

PERSONAL OCUPADO Y OFICINAS, JUNIO DE 1990
UNIONES DE CREDITO

CONCEPTO	AGROPECUARIO	INDUSTRIAL	COMERCIAL	TOTAL
PERSONAL EMPLEADOS	333	130	195	658
FUNCIONARIOS	92	46	39	177
OFICINAS	241	84	156	481
	30	16	8	54

El Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1990-1994 considera a las uniones de crédito como un "mecanismo adicional de cofinanciamiento" para los pequeños productores, las estrategias encaminadas a su consolidación y desarrollo implican la adecuación de su marco legal, el fortalecimiento de su administración, capitalización y desarrollo autónomos, la canalización de los fondos de fomento para satisfacer sus requerimientos financieros, promover la adquisición de insumos al mayoreo y el arrendamiento de bienes de capital. Adicionalmente se diversificarán los créditos con mejores sistemas de evaluación y análisis de éstos¹²¹. NAFIN especialmente contempla el apoyo a la micro y pequeña industria promoviendo la formación de uniones de crédito.

Las uniones de crédito, efectivamente, proporcionan una alternativa al financiamiento individual, por tanto es necesario fomentar su establecimiento en el ramo agropecuario donde tienen muchas posibilidades y no se han expandido conforme a éstas, así como en otras actividades, además de promover su establecimiento en entidades de la República, donde aún no existen.

Empresas de factoraje financiero

Las empresas de factoraje financiero -o factor- se encargan de la adquisición de las cuentas por cobrar de una empresa a cargo de sus clientes -o cedentes-, regularmente a corto plazo.¹²² Estos recursos

¹²¹: Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1990-1994, D.O., 3 de diciembre de 1990.

¹²²: Francisco Borja (1991), p.190.

pueden utilizarse como capital de trabajo asegurando la liquidez inmediata de los clientes, es decir la operación de factoraje otorga financiamiento a corto plazo a las empresas al convertir en efectivo las cuentas por cobrar.

El factoraje financiero incluye, además del financiamiento, la administración, cobranza, análisis de crédito y garantía de pago de las cuentas por cobrar negociadas. La operación de factoraje puede clasificarse en los siguientes tipos: a) Factoraje sin recurso o puro, en este caso las cuentas por cobrar se adquieren junto con la responsabilidad de su cobro. El factor adquiere todo el riesgo. b) Factoraje con recurso, el factor adquiere las cuentas por cobrar dejando a la empresa cedente la responsabilidad solidaria de la solvencia del deudor. En este caso el cedente responde del riesgo. c) Factoraje a proveedores, el factor adquiere de los proveedores documentos expedidos por sus clientes. d) Factoraje a la exportación, en este caso el factor adquiere los riesgos de los títulos a cargo de los compradores extranjeros.

El desarrollo del factoraje financiero en México ocurre durante la última mitad de los ochentas. En los años precedentes a 1986 sólo existían 3 o 4 empresas de factoraje, para diciembre de 1986 ya eran 10, en 1987 se cuentan 20 y para diciembre de 1988 ya eran más de 88. En ese año se constituye la Asociación Mexicana de Empresas de Factoraje A.C. En vista de este rápido desarrollo, el reconocimiento de la figura de la empresa de factoraje como organismo auxiliar del crédito ocurrió en 1990 para permitir su consolidación, como resultado de este movimiento disminuyó el número de sociedades por no cumplir con los requerimientos establecidos. A partir del 1o. de agosto de 1989 se les autoriza a las sociedades de factoraje para emitir papel comercial con objeto de allegarse recursos.¹³³ El papel emitido por las sociedades que realizan factoraje con recurso sólo se negocia entre bancos, aseguradoras, afianzadoras y sociedades de inversión, en tanto que el papel de sociedades que llevan a cabo el factoraje sin recurso puede negociarse sin ninguna restricción sobre sus adquirentes, esto es así

¹³³ Informe Anual del Banco de México 1989, p.204-205

por que el factoraje sin recurso representa mayores riesgos para el factor: morosidad de los deudores o problemas administrativos o fiscales para los clientes del cedente por el pago de las cuentas al factor, entre otros.

El Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1990-1994 pretende orientar al factoraje en apoyo de las empresas pequeñas y medianas en actividades prioritarias, así como a las empresas exportadoras. También se impulsaran operaciones de refectoraje -algo análogo a lo que ocurre con el refianzamiento y el reaseguramiento, con objeto de diversificar y reducir el riesgo-, así como asegurar que las empresas de factoraje cuenten con un capital mínimo de operación.

Casas de Cambio

Su actividad es "la compra-venta y cambio, en el interior del país, de divisas, billetes o piezas metálicas nacionales o extranjeras de curso legal en el país de emisión, piezas de plata (onzas troy) y piezas metálicas conmemorativas en forma de moneda".¹³⁴ Además pueden llevar a cabo transferencias entre cuentas bancarias en el exterior y negociar documentos denominados en moneda extranjera. Las ganancias de estos intermediarios se obtienen de la diferencia entre la cotización de compra y venta, además de los rendimientos derivados de la inversión de divisas en los mercados spot, ya sea en las opciones de 24 o de 46 horas.

Previa a la nacionalización bancaria no existía regulación para la compra-venta de divisas. La situación predominante en 1982 -fuga de capitales y dolarización de los depósitos-, llevó a las autoridades a adoptar el control de cambios como alternativa para frenar la fuga de capitales.

En el Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1983-1988 se plantea la necesidad de controlar esta actividad, regulando las casas de cambio ya establecidas y las concesiones que se autorizarían en el futuro. Para su concesión se requeriría de un capital mínimo

¹³⁴ Francisco Borja (1991), p.192

pagado. De acuerdo al monto de éste se clasifican en casas de cambio de mayoreo y de menudeo.

Con la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito de enero de 1985 se les otorga un régimen jurídico propio. Se establece a la SHCP como la autoridad encargada de la concesión y reglamentación de éstos intermediarios, que se sujetarán a la inspección y vigilancia de la CNB. Las casas de cambio las operaban los particulares, en 1985 se autoriza la apertura de casas de cambio a los bancos y en 1987 a las casas de bolsa, para 1993 siguen predominando las casas de cambio privadas.

Las casas de cambio de menudeo pueden efectuar las siguientes operaciones: compra-venta de billetes y piezas metálicas de curso legal en el país emisor, compra-venta de cheque de viajero, compra-venta de piezas acuñadas en oro y plata dentro de la República Mexicana. Las casas de cambio de mayoreo requieren aproximadamente el capital mínimo pagado de las de menudeo y además de las operaciones anteriores pueden efectuar la venta de divisas al público a través de giros, órdenes de pago y otros documentos a la vista en moneda extranjera y la compra-venta de divisas mediante transferencias de fondos sobre cuentas bancarias.¹³⁵

En 1985 existían 45 casas de cambio con 35 sucursales, para mayo de 1988 estaban en operación 426 casas de cambio con 174 sucursales, de éstas 389 eran particulares, 10 bancarias y 17 bursátiles. Geográficamente se encontraban distribuidas en el Norte del país -22.7% en Baja California, 7.1% en Chihuahua, 5.6% en Nuevo León-, D.F. -26.55%- y Jalisco -8.9%-. El 63% cubre el capital mínimo correspondiente a las casas de bolsa de mayoreo y sólo el 1% rebasa la cifra.¹³⁶

En el Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1990-1994 se plantea el adecuamiento de su marco legal, para adecuar las funciones de autorización, supervisión y control por parte de las autoridades, el incremento periódico del capital mínimo pagado y la

¹³⁵ SHCP (1988a), p.171-172.

¹³⁶ Idem. p.173-175.

optimización de los procesos de regulación, control y supervisión. Dado el papel que pueden jugar en eventuales desestabilizaciones cambiarias las autoridades contemplan la total suspensión de sus actividades en tales ocasiones.

El panorama que se desprende de esta sección es el de un rápido desarrollo de los organismos y actividades auxiliares del crédito durante la década de los ochentas, a pesar del contexto económico adverso que ciertamente afectó su operación. Se abrieron y desarrollaron nuevas áreas -el arrendamiento y el factoraje financiero-, planteando mayores posibilidades para los usuarios del financiamiento. En los planes gubernamentales puede constatararse una clara intención de apoyar a la pequeña y mediana industria -los sectores que proporcionan el mayor número de empleos a la economía- a través del desarrollo y consolidación de los intermediarios bancarios, al encomendarles tal tarea parecería que finalmente alcanzaron la mayoría de edad. En cuanto a la penetración geográfica de los intermediarios los estados más atendidos son el D.F., Nuevo León y Jalisco, en tanto hay estados donde no existe ninguna sucursal de cualquiera de estos intermediarios: Baja California Sur, Campeche, Morelos y Quintana Roo. Esto plantea oportunidades de desarrollo que no han sido plenamente aprovechadas debido a la atención que se le ha brindado a los grandes ahorradores, pero el pequeño ahorrador es una opción importante que debe considerarse, tanto en las regiones ya atendidas, como en las regiones en donde la cobertura de las instituciones financieras es escasa.

3.3 Intermediarios financieros no bancarios

De acuerdo con el marco conceptual del capítulo dos, en un sistema financiero reprimido o subdesarrollado la presencia de los intermediarios no bancarios es mínima y no son una "fuente sostenida de fondos" para financiar la inversión productiva. Este es el caso de México en los albores de la década de los ochenta.¹³⁷

Para 1990 el peso de estos intermediarios dentro del sistema financiero mexicano ha aumentado, pero aún no representan una opción de financiamiento alternativa al crédito bancario, en relación con los estándares internacionales.

La intermediación bursátil

El mercado de valores¹³⁸ en México se remonta a las postrimerías del s. XIX, sin embargo, a pesar de esta larga trayectoria, en los primeros años de la década de los ochenta "el mercado de valores vegetaba como instrumento marginal para allegar recursos a las empresas y al gobierno".¹³⁹

En este contexto, en 1975, como parte de una reforma que pretendía crear un mercado de capitales de largo plazo, se crea la Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V., a partir de la fusión de la Bolsa de Valores de México, la Bolsa de Valores de Monterrey y la Bolsa de Valores de Occidente. La Ley del Mercado de Valores de 1975 buscaba convertir al mercado bursátil en una importante fuente de financiamiento de largo plazo.

¹³⁷ Marín Maydón (1983) señala al respecto "...fuera del sector bancario, las instituciones de captación de ahorro no han tenido un desarrollo importante, ni participan de manera considerable en los fondos acumulados". p.127 y cita a continuación dos estudios realizados a principios de los ochentas que documentan el desarrollo de la intermediación bursátil: Roberto Abarca y R. Rodríguez "La Bolsa de Valores: evolución reciente y perspectivas" Documento de Trabajo, núm. 3, Dirección General de Planeación de la SHCP, mayo-junio de 1980, y Héctor González Méndez, *Intermediarios financieros no bancarios en México*, (mimeo) Informe de Investigación del Banco de México, 1980.

¹³⁸ En SHCP (1988a) se define al mercado de valores como "...un conjunto de instituciones y mecanismos mediante los cuales se ponen en contacto oferentes y demandantes de recursos monetarios, a través de la compra-venta de valores inscritos, tanto en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de la Comisión Nacional de Valores, como en la propia Bolsa Mexicana de Valores." p.136.

¹³⁹ Quijano (1981), p.182.

El estado vegetativo del mercado bursátil era consecuencia de la mayor recompensa ofrecida por los depósitos bancarios a los ahorradores, -se encontraban exentos de gravámenes fiscales-; la escasa confianza de los inversionistas en las acciones y otros títulos bursátiles, como instrumentos de ahorro y el que la banca al considerar al mercado bursátil como un competidor potencial de la intermediación bancaria, obstaculizara su desarrollo.

A partir de 1977-1978, el gobierno busca estimular este mercado a través de la exención fiscal a las ganancias bursátiles, permite la revaloración de activos de algunas empresas que cotizan en bolsa, fomenta el establecimiento de casas de bolsa y promueve la emisión de deuda directa, tanto pública, como privada¹⁴⁰. Al efecto se introducen nuevos instrumentos de inversión en el mercado, Petrobonos y CETES, por parte del sector público, y al sector privado se le autoriza para emitir obligaciones quirografarias y papel comercial.¹⁴¹

En el período 1978-1979 en mercado bursátil experimenta un boom que le permite rebasar su nivel histórico, pero prevalece la tendencia al estancamiento; por otra parte, el crecimiento se basa mayormente en las operaciones del mercado secundario, evidenciando su carácter especulativo y por tanto un crecimiento endeble. Predomina el mercado de dinero sobre el de capitales, a pesar de la mayor operación con títulos de renta variable, los valores de renta pública ganan terreno frente a los títulos bancarios "...el mercado bursátil, en lugar de consolidarse como uno de los mecanismos alternativos de financiamiento para las empresas, es uno de los instrumentos de operación al que recurren los grupos financieros", para obtener recursos encaminados a la especula-

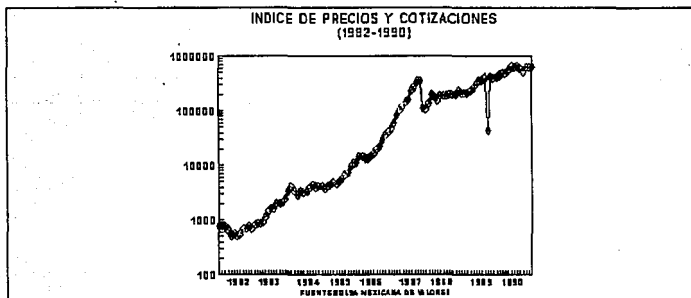
¹⁴⁰ Habitualmente los agentes de bolsa, -personas físicas-, operaban en el mercado, en 1978 se busca que los sustituyan las casas de bolsa -personas morales, así se desarrollaríaían "los intermediarios institucionales".

¹⁴¹ Quijano 1960, p.148. En 1981 Mafin crea el Fondo México, que es una sociedad de inversión en el mercado internacional y opera con en la bolsa de Nueva York con acciones que cotizan en la BMV S.R. En 1982 se autoriza la formación de sociedades de inversión en el mercado de dinero. Todo esto con el objetivo de fomentar la intermediación bursátil.

ción y fuga de capitales.¹⁴² El mercado se encuentra muy vinculado a bancos privados y empresas, con una alta concentración.

Así, en vísperas de la nacionalización bancaria el mercado de valores se caracterizaba por la especulación financiera y el fortalecimiento del capital extranjero.¹⁴³

GRAFICA 3.28



La administración de Miguel de la Madrid Hurtado se propuso "corregir la tendencia de colocar instrumentos de corto plazo, mediante una mayor colocación de acciones y obligaciones en beneficio de un mercado de capitales de largo plazo".¹⁴⁴ Las reformas bancarias de diciembre de 1984 excluyeron a la banca nacionalizada de la intermediación bursátil y obligaron al gobierno a financiarse mayoritariamente a través de colocaciones de deuda pública en el mercado de valores, con lo que el sector público se convirtió en el "principal promotor del

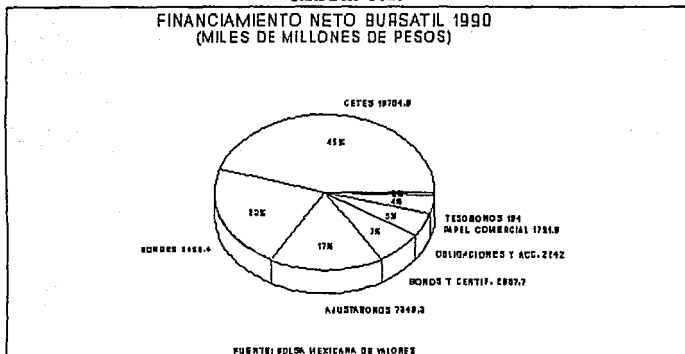
¹⁴² *Ibid.*, p. 193.

¹⁴³ *Ibid.* et. al. (1991), p. 56.

¹⁴⁴ SHCF (1989), p. 136.

mercado". Los intermediarios que se beneficiaron de este movimiento fueron las casas de bolsa y sociedades de inversión.¹⁴⁵

GRAFICA 3.29



El mercado de valores atraviesa por una expansión sin precedentes entre 1983 y 1987. Las elevadas tasas de inflación y el estancamiento económico determinaron que la expansión se llevara a cabo, principalmente, en el mercado de dinero, i.e. con un sesgo especulativo y por tanto temporal.

Por otra parte la política crediticia restrictiva a lo largo del período 1983-1988, con excepción de 1984, obligaron a las empresas que requerían de financiamiento, a buscar fuentes de financiamiento alternativas al crédito bancario. Estas resultaron ser el "mercado paralelo o informal -i.e. los flujos de fondos entre las empresas y particulares fuera de la intermediación institucional-, las tesorerías de las empresas superavitarias se ponían en contacto directa o indirectamente con los demandantes de fondos no atendidos por la banca o la bolsa y aunque no hay una cuantificación precisa del monto, "se

¹⁴⁵ De ello es indicativo la forma en que se llevaban a cabo las subastas de CETES entre los postores de las Casas de Bolsa y el Banco de México.

calcula que en 1985 se manejaron en este mercado cerca de 900 mil millones de pesos y en 1986 probablemente 2 billones de pesos.¹⁴⁶

CASAS DE BOLSA: INTEGRACION INSTITUCIONAL EN DICIEMBRE DE 1990.

CASA DE BOLSA	CAPITAL CONTABLE	NUM. DE EMPLEADOS	NUM. DE CUENTAS
ABACO	2.12	3.33	5.72
ACCIBUR	1.96	3.21	5.54
ACCIVAL	12.20	3.66	6.76
AFIN	1.32	2.02	1.00
BURGAMEX	1.19	2.19	2.03
CBARKA	2.51	2.92	2.67
CBCREMI	1.25	2.30	2.02
CBINLAT	12.72	10.96	14.02
CBMEXICO	1.35	1.67	1.10
CBPRIME	3.12	2.60	2.66
CBI	4.75	3.07	3.38
ESTRATEGIA	1.54	3.06	1.73
FIMSA	1.20	1.32	0.86
GEM	8.50	2.62	1.81
INTERACC	3.83	2.15	1.92
INVERMEX	5.61	4.67	2.64
INVERSORA	6.22	1.57	1.60
MEXIVAL	1.17	1.90	0.86
MULTIVA	2.80	5.21	2.51
OPERADORA	11.00	17.21	17.40
PROBURSA	5.82	12.28	11.37
VALBURMEX	1.45	2.47	1.91
VALUE	1.10	2.33	2.50
FINAMEX	3.57	2.64	3.77
VECTOR	1.64	2.58	2.19
TOTAL (100%)	3,726,739*	9,286	182,054

FUENTE: COMISION NACIONAL DE VALORES
* MILES DE MILLONES DE PESOS.

En segundo lugar se ubicaría el financiamiento bursátil, pero éste no fue muy cuantioso, ya que la mayoría de las operaciones se habían

¹⁴⁶ Ejea et. al. (1991), pp. 78-9.

concentrado en el mercado de dinero, con títulos de deuda pública y obligaciones bancarias.

Las casas de bolsa¹⁴⁷ experimentaron un fuerte crecimiento durante el período. Desciende el número de intermediarios, de 31 matrices con 90 sucursales pasan a 25 casas¹⁴⁸, pero el número de sucursales se expande, lo que refleja una mayor cobertura. Por otra parte el número de cuentas pasó de 66,035 en 1982 a 182,054 en diciembre de 1990, -en la cúspide del auge el número de cuentas era de 403,083-, lo que indica un crecimiento de 175% en el período. El sector bursátil también se encuentra altamente concentrado "...en 1987 sólo cuatro casas de bolsa, 15% del total, explicaban el 54.2% de la intermediación en el mercado accionario, 50.2% de los activos, 57.6% de las cuentas, 51% de los empleados, 58% del capital contable y el 68.7% de las utilidades netas."¹⁴⁹ Para 1990 Inverlat, Accival, Operadora de Bolsa y Proburza concentran alrededor del 50% de las cuentas, empleados y capital contable, sin embargo parece que la concentración no es tan fuerte como en el caso de las instituciones bancarias.

Otro importante participante dentro del mercado de valores son las sociedades de inversión, que han jugado un papel relevante dentro del proceso de captación y financiamiento, resaltando un prudente manejo de cartera, con efectos positivos sobre su liquidez y solvencia.¹⁵⁰

¹⁴⁷ Las casas de bolsa, los agentes demandantes y oferentes de valores que concurren al mercado de valores, "son intermediarios financieros constituidos en sociedad y autorizados por la CNV para poner en contacto a empresas que ofrecen sus acciones en la Bolsa Mexicana de Valores y inversionistas, ahorradores y especuladores que las demandan. Víctor López Esparza (1992), p.71.

¹⁴⁸ A partir de la conformación de grupos financieros en 1990 y la desincorporación de la banca nacionalizada en 1991-1992, el número de casas de bolsa desciende aún más, ya que algunas se fusionan o desaparecen.

¹⁴⁹ Ejea et.al. (1991), p. 152.

¹⁵⁰ "Las sociedades de inversión son instituciones orientadas al análisis de opciones de inversión y la aplicación productiva de fondos colectivos, que reúnen todas las características y estructura jurídica de una sociedad anónima." *El Mercado de Valores* núm. 13 julio 10 de 1989, pp.32-5. Hay tres tipos de sociedades de inversión: a) las sociedades de inversión comunes o fondos de renta variable, que operan con valores de renta fija y renta variable, -tienen una importante composición de acciones en su cartera-; b) sociedades de inversión de renta fija o fondos del mercado de dinero y c) Sincas o sociedades de inversión de capitales, que operan con valores empresariales demandantes de recursos a largo plazo y van más allá del financiamiento, al proporcionar asistencia técnica a la empresa.

En 1982-1985 existían 12 fondos de renta variable, se triplican para 1987 y para abril de 1989 ya son 50. En cuanto a las sociedades de renta fija, comienzan a operar en 1983 y para 1989 ya son 61 -9 bancarias y 52 operadas por casas de bolsa-. La composición de cartera representativa de las sociedades de inversión comunes en abril de 1989 estaba formada por 69.4% de acciones, 22.9% en CETES, 4.1% en Pagafes, 1.3% en obligaciones, 1.0% en Bondes y el resto por otros activos. La cartera representativa de las sociedades de renta fija estaba integrada por 43.7% en Bondes, 40.8% en CETES, 9.4% en Aceptaciones Bancarias, 2.9% en obligaciones y el resto en otros activos.¹⁵¹

Las Sincas tienen el objetivo específico de proporcionar financiamiento a largo plazo y asistencia técnica con vistas a introducir la empresa -mediana o pequeña- a los mercados abiertos; dado que su operación involucra un alto riesgo, no han tenido el auge de los otros fondos.

El crack de 1987 hizo evidente la necesidad de una mayor y mejor supervisión de los intermediarios financieros, esto determinó el reforzamiento de las actividades de la CNV. Adicionalmente se hizo necesario proporcionar información sobre la operación y desempeño del mercado al público. En el contexto de un sistema financiero liberado es necesario que las regulaciones sean estrictamente las suficientes para mantener la solidez y estabilidad del sistema, al tiempo que, los castigos deben ser más severos, para evitar futuras transgresiones.

En el Pronafide 1990-1994 "la modernización del mercado de valores se basa en tres líneas estratégicas: Adecuación de su marco jurídico, la creación de nuevos instrumentos y mecanismos de funcionamiento -ampliando el universo de emisores, intermediarios e inversionistas- y la internacionalización de sus operaciones"¹⁵²

Si bien el mercado de valores ha reforzado su actividad, en relación con el nivel de 1982, el sector de financiamiento a largo plazo -el mercado de capitales- aún no se ha consolidado. En este

¹⁵¹ Idem. p.34

¹⁵² Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1990-1994, D.O., 2 de diciembre de 1990.

desarrollo el gobierno ha jugado un papel fundamental, y es hasta entrada la década de los noventa que las empresas contemplan al mercado accionario como una fuente de financiamiento y emprenden, simultáneamente, su internacionalización a través de colocación de emisiones en los mercados externos. Paralelamente, la apertura a la inversión extranjera en la Bolsa de Valores ha atraído un considerable flujo de recursos externos, que al saturar el mercado disminuyen su rentabilidad o alimentan burbujas especulativas con alto potencial desestabilizador, por el monto de los recursos involucrados.

Instituciones de seguros y fianzas

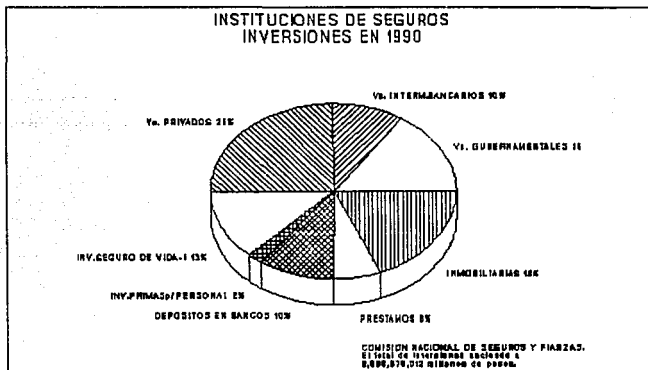
El sector seguros, en la mayor parte de los países engloba la actividad afianzadora como una de sus operaciones, sin embargo en el caso de México, las afianzadoras se desarrollaron como una actividad auxiliar del crédito e independiente de los seguros hasta la década de los ochentas. Dada la similitud entre estas actividades, en 1989 se colocan ambas bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, recién separada de la Comisión Nacional Bancaria.

El sector seguros tiene como objetivo resarcir los efectos provocados por situaciones resultantes de casos fortuitos o de fuerza mayor o las ocasionadas por incumplimientos de compromisos, por lo que, al igual que las afianzadoras, su actividad consiste en asumir riesgos.¹⁴³ El seguro es una actividad muy tecnificada, que descansa sobre tablas de cálculos actuariales y probabilidades de accidentes, incendios, enfermedades, etcétera. La fianza no se encuentra tan tecnificada como el seguro. Dado el nivel de riesgos que enfrentan ambos tipos de intermediarios deben mantener además de las reservas de capital, que mantiene toda sociedad anónima, una reserva técnica, que se fija e invierte de acuerdo con los lineamientos que dicta de SHCP el

¹⁴³ "El contrato de seguro es aquel en virtud del cual una empresa aseguradora se obliga mediante el pago de una prima a resarcir de un daño o a pagar una suma de dinero al verificarse la eventualidad prevista en el contrato." Francisco Borja Martínez (1991), p.143.

primer trimestre de cada año.¹⁴⁴ Adicionalmente en los casos en que las responsabilidades asumidas superen las posibilidades de la sociedad aseguradora, ésta tiene la posibilidad de compartir este riesgo con otro intermediario cediendo primas a otra aseguradora o a través del reaseguramiento con una institución reaseguradora, en ambos casos puede tratarse de intermediarios nacionales o extranjeros.

GRAFICA 3.30



En México las actividades de aseguramiento se clasifican en tres operaciones: de vida, accidentes y enfermedades y daños, ésta última se divide en los ramos de responsabilidad civil y riesgos profesionales, marítimo y transportes, incendio, agrícola -granizo-, automóviles, crédito y ramo diversos.

¹⁴⁴ Las reservas técnicas se dividen en reservas técnicas principales y reservas técnicas complementarias. Las primeras se constituyen por la reserva de riesgos en curso y la reserva para obligaciones pendientes de cumplir. Las reservas complementarias están formadas por la reserva de provisión, la reserva para fluctuación de valores y las reservas técnicas especiales.

La primera compañía de seguros, con participación mexicana se establece en 1897, en esta época el área más dinámica es la operación de vida, por lo que en 1910 se promulga la Ley sobre Compañías de Seguros de Vida para regular su operación. En 1926 la Ley General de Sociedades de Seguros establece los requisitos para la creación, organización y funcionamiento de las compañías de seguros, ésta es sustituida en 1935 por la Ley General de Instituciones de Seguros, reformada en 1965, 1981 y 1984. Desde 1935 se introducen en el sector las aseguradoras estatales: Aseguradora Mexicana (ASEMEX) en la operación de daños y Aseguradora Hidalgo, en la operación de vida.¹⁵⁵ ANAGSA se encargó de atender al sector agrícola. La mayoría de las instituciones existentes en la actualidad se establecieron antes de los años sesenta, por lo que puede afirmarse que el sector cuenta con una larga experiencia.

En diciembre de 1989 se modificó nuevamente la Ley General de Instituciones de Seguros, en donde se sustituye el requisito de concesión por autorización para operar, se autoriza la participación de capital extranjero en el sector, se permite a las aseguradoras llevar a cabo operaciones de reafianzamiento, se establece un capital mínimo de garantía y reglas de inversión para canalizar los fondos de las aseguradoras. Finalmente se suprime el requerimiento de autorización previa para cambio de ubicación y clausura de oficinas, así como para la fijación de primas de tarifa, en que sólo se efectuará el registro.

En 1982 existían 53 instituciones de seguros -41 privadas algunas pertenecientes a un grupo bancario, 6 sociedades mutualistas, 2 reaseguradoras profesionales, 3 instituciones nacionales y una sucursal de una compañía extranjera, ya en liquidación-. La situación macroeconómica fomentó la búsqueda de utilidades mediante el manejo financiero de las reservas. La falta de instrumentos con cobertura inflacionaria determinó la tendencia estacionaria que se observa en la relación primas emitidas/PIB, que permanece en 1% desde 1965 hasta 1980, descendiendo a partir de ese año. No hay nuevos productos desde 1970,

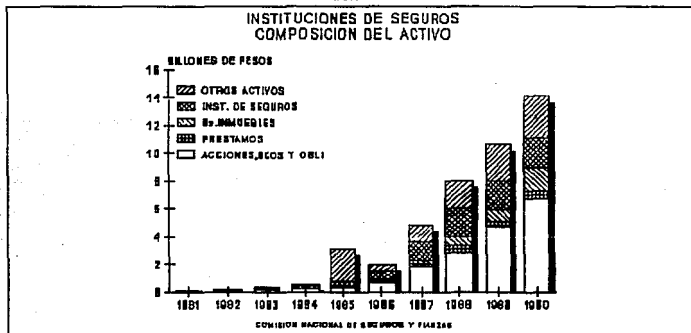
¹⁵⁵ SHCP (1989a), p.136

y lo mismo que en el resto del sistema financiero, se observa una fuerte concentración en unas cuantas instituciones.

Tanto el Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988, como el Plan Nacional para el Financiamiento del Desarrollo 1983-1988 consideran al sector como "uno de los puntales de la intermediación financiera no bancaria", ya que, en adición a sus "funciones de protección y su contribución a la generación de ahorro interno, representa una fuente importante de recursos para financiar programas y proyectos de largo plazo", dado que el sector se encuentra sujeto al mantenimiento de reservas técnicas, que deben invertirse de acuerdo a los lineamientos de la SHCP.

En el desempeño del sector durante el período, el papel de las aseguradoras estatales resultó fundamental, ya que éstas marcaron la pauta en la innovación de productos, introduciendo planes de aseguramiento para pensionados, jubilados y para el retiro, con cobertura inflacionaria.

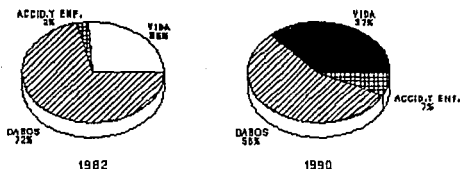
GRAFICA 3.31



Para 1988 se redujó el número de instituciones a 47 -3 instituciones nacionales, 38 privadas, 4 mutualistas y 2 reaseguradoras. La relación primas/PIB permanece en el 1% aproximadamente, cifra muy

pequeña si se compara con otros países.¹⁵⁶ El desempeño del sector estuvo marcado por la introducción de nuevos productos, sobretudo en la operación de seguros de vida, que ha ganado terreno ante la operación de daños.

GRAFICA 3.32
 INSTITUCIONES DE SEGUROS
 COMPOSICION DE PRIMAS EMITIDAS
 (POR OPERACIONES)



COMISION NACIONAL DE SEGUROS Y FIANZAS

En el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1990-1994, se plantea dentro de los programas estratégicos de modernización financiera, el programa correspondiente al sector seguros y fianzas, en dónde se propone redefinir el papel de éstos. Se elimina ANAGSA y en su lugar se crea AGROASEMEX, que realiza el aseguramiento en el sector agrícola con criterios de operación más rentables para evitar el dispendio de recursos. Adicionalmente se busca evitar la concentración de activos en el sector, elevar su eficiencia operativa y mejorar el marco de vigilancia, finalmente, se permitirá la participación del capital extranjero en el capital pagado de las instituciones. Como consecuencia de las operaciones de reaseguro, tomado y cedido del

¹⁵⁶ En 1989, de acuerdo con datos de la CNSyF, la relación primas/PIB fue de 8.3 para E.U. y 5.2 para Canadá.

extranjero, el nivel de apertura o internacionalización del sector es muy alto.

En 1990 existen 44 aseguradoras (37 privadas, 2 sociedades mutualistas y 3 instituciones nacionales) con 149 sucursales y 640 oficinas de servicio; el personal ocupado se divide en 1,544 funcionarios, 19,222 empleados y 55,622 agentes físicos. En vista de la conformación de grupos financieros es plausible la autorización de operación a nuevas sociedades de seguros.

Al revisar algunos elementos del balance consolidado y del estado de resultados entre 1982 y 1990 se deduciría que el sector no presenta problemas de liquidez y se encuentra bien capitalizado, ya que además del capital pagado mantiene reservas de capital, reservas técnicas y reservas de riesgos en curso, con el objeto de hacer frente a las contingencias. El sector presenta utilidades netas positivas, excepto en 1988, año en que resultó una tasa de crecimiento negativa.

En el futuro próximo las posibilidades de expansión del seguro en nuestro país son enormes, por ejemplo el sector automóviles -donde no se ha extendido el aseguramiento-, el seguro a la exportación y aún la operación de vida que no ha saturado el mercado potencial existente.

La fianza es una actividad orientada a la prevención de incumplimientos en los compromisos adquiridos, al igual que el seguro, implica la adquisición de riesgos, sin embargo la evaluación del riesgo no descansa sobre las bases tecnificadas del seguro.

La fianza puede clasificarse en tres clases: la fianza civil -a través de un contrato un fiador se obliga a pagar al acreedor en caso de que el deudor no lo haga-, que es la más común, ya que se refiere a obligaciones civiles y no requiere de autorización de las autoridades; la fianza mercantil -otorgada entre comerciantes derivadas de operaciones comerciales- y la fianza de empresas -otorgada en forma habitual y profesional por una sociedad anónima (afianzadora), que aparece como responsable de las obligaciones de la empresa a través del pago de una prima "cuyo monto se determina de acuerdo a la solvencia de la empresa

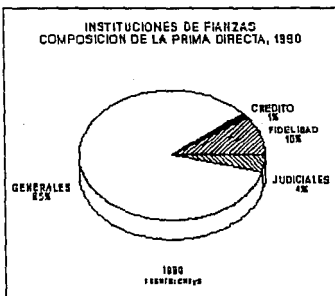
afianzada."¹⁵⁷ En México las afianzadoras operan las fianzas de fidelidad, judicial, generales y de crédito.

Al igual que el sector seguros el riesgo se diversifica a través del reafianzamiento -la cesión de afianzamientos a un intermediario más grande- y el cofianzamiento -la institución de fianzas comparte el afianzamiento con otra afianzadora-.¹⁵⁸

La actividad afianzadora¹⁵⁹ en México se remonta al último lustro del s.XIX, cuando se otorgaron las primeras concesiones para efectuar "fianzas de fidelidad". La Ley general de Instituciones de Crédito y Establecimientos de 1926 les permitió operar toda clase de fianzas en todo tipo de actividad económica. La Ley de Instituciones de Fianzas de 1942 prohíbe "la operación onerosa de la fianza por parte de las empresas extranjeras" y prescribe la autorización de la SHCP para operar.¹⁶⁰ Esta ley es sustituida por la Ley Federal de

Instituciones de Fianzas de 1950, reformada en diciembre de 1981 y en diciembre de 1984. Cabe señalar que todas las afianzadoras existentes en 1988 se establecieron antes de los años sesenta, por tanto el sector afianzador mexicano tiene una larga experiencia.

GRAFICA 3.33



¹⁵⁷ Francisco Borja Martínez (1991), pp. 151-153.

¹⁵⁸ Para otorgar la fianza, el intermediario recibe una garantía de recuperación, que le asegura los recursos para enfrentar el eventual incumplimiento del afianzado. Las garantías de recuperación pueden ser prendarias, hipotecarias, fideicomisos, de obligación solidaria, contrafianzas o de afianzación en garantía.

¹⁵⁹ Las Instituciones de fianzas pueden definirse como "instituciones que prestan un servicio público, cuyo objeto es garantizar obligaciones y contratos que contraiga el deudor mediante el pago de una contraprestación o prima." SHCP (1993a), p.144-145.

¹⁶⁰ SHCP (1993a), p.144

Como producto de la última reforma, las afianzadoras dejan de considerarse como "organizaciones auxiliares del crédito", los bancos no podrán participar en el capital de las afianzadoras, prohibición extendida a otras instituciones de fianzas, e intermediarios financieros, con el fin de evitar la subordinación, piramidación y cruzamiento de acciones entre sociedades sujetas a un capital mínimo de operación, ya que de esa forma disminuye su monto real.¹⁴¹ Igualmente se les prohíbe ser controladoras del capital de cualquier otro intermediario financiero no bancario, así como seguir políticas operativas y de servicio comunes con otros intermediarios.

En 1982 había 14 afianzadoras, -con 16 sucursales, 2 oficinas de servicio y 3000 agentes autorizados-. Entre los intermediarios no bancarios eran la parte menos desarrollada del aparato financiero y "...constituían el sector más pequeño del sistema financiero mexicano",¹⁴² en 1982 las primas retenidas constituían el 0.036% del PIB.

El Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1983-1988 buscó la desconcentración de esta actividad, promoviendo su extensión regional. En tanto el Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo 1990-1994 les asigna el cometido de fortalecer el ahorro interno, el mercado de capitales y las inversiones financieras de largo plazo.

En 1991 hay 16 instituciones autorizadas, -a raíz de la conformación de los grupos financieros se ha autorizado el establecimiento de nuevos intermediarios para completar estos grupos, Fianzas Fina se autoriza el 22 de octubre de 1990, Obrera el 11 de diciembre de 1989 y Margen el 22 de abril de 1991-. De estas el activo total asciende a 836,845 millones de pesos, y las primas totales emitidas alcanzan 347,711,100 pesos.¹⁴³

En la clasificación por el monto del activo para 1990 se distinguen tres niveles, en el primero se cuentan 4 instituciones (Afianzadora

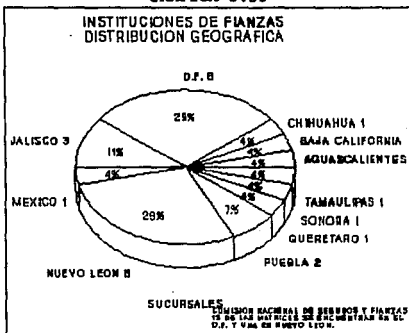
¹⁴¹ Javier Márquez (1987), p.27-28.

¹⁴² Idem. p.145

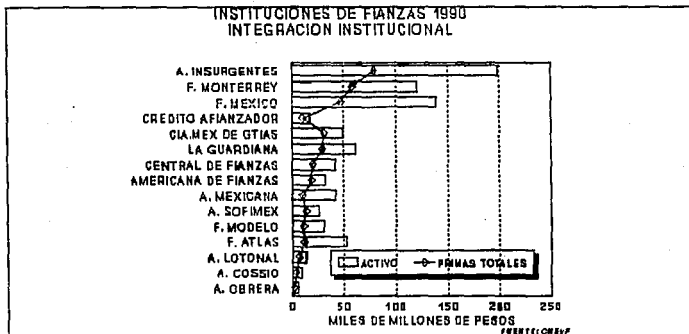
¹⁴³ Las primas totales son el producto de las operaciones de afianzamiento, de este total se derivan las primas brutas directas, a las que se deducen las primas cedidas tanto a instituciones nacionales como extranjeras, para obtener el total de primas retenidas.

Insurgentes, Fianzas Monterrey, Fianzas México y La Guardiania) que concentran el 68% del activo total, en el segundo nivel se ubican 6 instituciones con el 26.7% del total y, finalmente, en el tercer nivel hay 4 afianzadoras que constituyen el 5.2% del activo total. Afianzadora Insurgentes se encuentra a la cabeza en la innovación de productos, en 1990 mantenía el 23.7% del activo total, el 20.9% del capital total, el 22.7% de las primas totales y el 19.8% de la utilidad del ejercicio.

GRAFICA 3.35



GRAFICA 3.34



En 1990 existían 45 sucursales, 7123 agentes y 66 oficinas de servicio distribuidas en 11 estados del país. Las primas retenidas

-300,334 millones de pesos-, constituyen el 0.53% del PIB en 1990. Las matrices se encuentran concentradas en el centro del país -14 instituciones-, y sólo una en Nuevo León.

Entre los intentos para promover la actividad se encuentran el esquema de crédito con garantía de fianza que promueve Nafin para la mediana, pequeña y micro industria. Al igual que otros intermediarios poco desarrollados las posibilidades de expansión del sector aún no se han saturado.

La mayor parte de estos intermediarios ya se encontraban establecidos para la década de los sesenta, parece que alcanzaron un límite y se estancaron durante los años setenta, así en los albores de la siguiente década se encontraban en un estado vegetativo. Durante la década de los ochentas se hicieron esfuerzos para promover su desarrollo. Cuantitativamente se puede constatar el crecimiento, la introducción de nuevos productos y nuevas oportunidades.

CONCLUSIONES

La década de los ochenta fue una etapa de ajuste, la persistente inestabilidad económica no permitió el desarrollo efectivo de los intermediarios financieros, que determinados por las condiciones macroeconómicas imperantes, en algunos casos avanzaron, y en otros se estancaron o aún retrocedieron en comparación con los niveles de la década precedente. En general el sistema financiero mexicano se expandió geográficamente y numéricamente, ofreciendo nuevos servicios y nuevos intermediarios, pero aún se trata de un sistema financiero en desarrollo, que debe mejorar la calidad de sus servicios y la tecnología con la que cuenta a marchas forzadas para enfrentar el reto de la apertura externa.

CAPITULO CUATRO

LA CONTRIBUCION DEL DESARROLLO FINANCIERO

AL CRECIMIENTO ECONOMICO EN MEXICO

LA CONTRIBUCION DEL DESARROLLO FINANCIERO AL CRECIMIENTO ECONOMICO EN MEXICO.

En este último capítulo se constatará en la práctica la ruta que siguió la reforma financiera en nuestro país. Aquí debe responderse hasta que punto se siguió el modelo recomendado por el Banco Mundial, dando por supuesto que la estructura institucional y la situación económica y otras características internas desempeñaron un papel importante en la determinación del rumbo de la reforma financiera.

A partir del panorama del sistema financiero, planteado en el capítulo precedente, se revisarán los efectos de la reforma sobre las principales variables económicas. El capítulo se desarrolla en dos partes, en la primera se abordará la evolución del proceso de reforma financiera, siguiendo los ordenamientos oficiales y sus efectos sobre los intermediarios; en la segunda parte se procederá al análisis de los efectos de ésta sobre el ahorro, tasas de interés y financiamiento de la inversión.

4.1 El proceso de reforma financiera en México

La definición de reforma financiera debe partir de su objeto, i.e., el sistema financiero; éste es el mercado donde agentes superavitarios y deficitarios intercambian fondos prestables por obligaciones financieras -deuda directa e indirecta-. Debe considerarse, además, que uno de los objetivos de la política monetaria es mantener un adecuado crecimiento de los medios de pago -crédito y dinero- para combinar crecimiento con estabilidad de precios. "El sistema financiero es el conducto por medio del cual la política monetaria intenta conseguir sus objetivos, como tal la estructura del sistema financiero influye sobre la formulación, ejecución y objetivos de la política monetaria."¹⁴⁴ Así la reforma financiera puede definirse como "la descripción de los cambios en la estructura financiera y/o la formulación, ejecución y

¹⁴⁴ Thomas Cargill y Gillian Garofa (1985), p.3.

metas de la política monetaria, que frecuentemente involucra una compleja interrelación entre los cambios en el sistema financiero y el conducto de la política monetaria".¹⁵⁵

Queda por agregar, que la reforma financiera puede iniciarse por dos canales: el mercado y el gobierno. La reforma iniciada por el mercado ocurre ante oportunidades de lucro originadas por fallas de la autoridad monetaria para corregir ineficiencias en el flujo de fondos o una regulación inadecuada, en este proceso la innovación financiera juega un papel decisivo.¹⁵⁶ La reforma iniciada por la autoridad monetaria se lleva a cabo a través de modificaciones en la legislación y regulación correspondientes al sistema financiero y frecuentemente en respuesta a los cambios originados por el mercado.

En el presente caso, el origen de la reforma financiera es gubernamental y tiene por objeto corregir estructuras internas agravadas por determinantes externos.

Paralelismos con el modelo standard del FMI y Banco Mundial

El manejo macroeconómico de América Latina, durante la década de los ochenta, siguió muy de cerca las directrices propagadas por estas instituciones. Esta fue la década de las "políticas de ajuste y estabilización". México, con serios desequilibrios externos y una inflación interna de efectos considerables, no fue la excepción.

Dentro de las políticas prescritas para lograr el ajuste y posterior crecimiento, un componente importante es la reforma financiera. En el contexto de una fuerte restricción en los flujos de recursos externos, para un país que realiza enormes transferencias al exterior, debidas a su deuda externa, y con una apremiante necesidad de avanzar

¹⁵⁵ Idem., p.3.

¹⁵⁶ Por innovación financiera se entiende la introducción de nuevos instrumentos, servicios e intermediarios financieros. Aquí se asume que el origen principal de la innovación financiera es el mercado, en respuesta a restricciones que limitan las posibilidades de beneficios, eludiendo las regulaciones existentes, o como resultado del progreso técnico. De manera marginal, como respuesta a las innovaciones de mercado, surgen las innovaciones inducidas por las autoridades monetarias. Ambos tipos de reforma interactúan entre sí. Al respecto véase Edward Kane (1981) "Accelerating inflation, technological innovation and the decreasing effectiveness of banking regulation" *Journal of Finance*, n.º 36, mayo de 1981, pp.355-367.

por la senda del crecimiento para satisfacer las necesidades de su población, el ahorro interno se convierte en la principal fuente para financiar el crecimiento económico. De aquí la importancia atribuida a la reforma financiera.

Los prerequisites básicos

Como ya se expuso en el capítulo dos, antes de emprender la reforma deben cumplirse con algunos prerequisites básicos que aseguren su éxito, éstos son: control de la inflación y del déficit público, la reforma comercial¹⁴⁷ y el desarrollo de una infraestructura de supervisión bancaria capaz de sustituir a las intervenciones directas.

En México dentro de los principales objetivos de política económica, durante la década pasada, figuraron la lucha contra la inflación, la reducción constante del déficit público y la promoción de las actividades exportadoras. La inflación no fue controlada, sino hasta 1988, cuando la drástica estrategia del PSE comienza a rendir frutos, sin embargo en los años posteriores las metas oficiales de inflación no se cumplieron. El déficit económico del sector público en 1982 alcanzaba el 15.6% del PIB, en ese momento la dimensión del sector público requería enormes recursos, tanto internos como externos, para sostenerse; la solución fue el paulatino "adelgazamiento" del sector público a través de la venta, fusión, liquidación y desincorporación de empresas estatales, además de la implantación permanente de la austeridad. Así para 1989 el déficit se ubicaba en 5% del PIB y en 0.6% para 1990. Adicionalmente, la forma de financiamiento de éste se modificó, en 1990 en lugar de recurrir a los recursos del sistema bancario vía encaje legal, -como sucedía en 1982-, el financiamiento se llevaba a cabo a través de operaciones de mercado abierto.

¹⁴⁷ Por reforma comercial se entiende el desmantelamiento del régimen proteccionista, encaminado a una mayor competencia en el mercado doméstico, -lo que, necesariamente, implica que la producción nacional se aproxime a los patrones internacionales, tanto en calidad como en precio, redundando en un mayor bienestar para la población-. Acompañando a la apertura comercial se presenta la realineación del tipo de cambio, que funcionará como un instrumento de apoyo a las exportaciones, así como un elemento de apoyo para la estabilización macroeconómica.

En 1982 el petróleo crudo constituía el principal renglón de las exportaciones nacionales, que de este modo se sujetaban al vaivén del precio internacional del petróleo. Como resultado de la estrategia del "cambio estructural" emprendida en 1983, las exportaciones no petroleras paulatinamente ganaron terreno dentro de las exportaciones totales; algunos sectores deficitarios en 1982, como el automotriz, avanzaron a superávit al cierre de la década. El tipo de cambio, que de objetivo paso a instrumento de política económica, mantuvo un margen de subvaluación durante la mayor parte del período, apoyando las exportaciones nacionales. Finalmente la apertura comercial se acelera a partir de 1987 permitiendo una nutrida competencia externa en el mercado nacional para 1990.

Del capítulo anterior se desprende que el sistema financiero en 1982 se encontraba poco desarrollado, siendo el sistema bancario la parte más evolucionada. Con la nacionalización bancaria se abrió la posibilidad de dirigir el desarrollo de los intermediarios financieros al utilizar a la banca nacionalizada como un instrumento de política económica. Además, el control de la banca le posibilita al estado sanear el sistema bancario, a través de mejores y más severas disposiciones en cuanto a la supervisión, inspección y vigilancia del sistema financiero, protegiendo los intereses de los ahorradores.

El modelo de reforma financiera planteado por el Banco Mundial establece que una vez alcanzada la estabilidad macroeconómica y una reforma comercial considerablemente avanzada¹⁴ se procederá a buscar nuevas alternativas de financiamiento del déficit, en este caso el financiamiento a través de la colocación de deuda pública en el mercado de valores es la vía idónea, ya que además de liberar los recursos bancarios para los usuarios privados, permite desarrollar un mercado de títulos públicos susceptible de ampliarse a títulos privados y otro tipo de emisiones. Durante la década de los setenta se trató de impulsar el desarrollo del mercado de valores a través de la colocación de valores públicos, pero sin resultados duraderos. Es hasta 1985 cuando se limita el financiamiento del déficit a través del Banco de

¹⁴Recuérdese que una simultaneidad en ambas reformas podría ser desastrosa.

México, que el efecto sobre el mercado de valores es mayor. El desarrollo de estos intermediarios descansa fuertemente en el financiamiento del déficit a costa de la banca. La ampliación del mercado a títulos privados es muy lenta, para 1990 los valores negociados predominantemente continúan siendo títulos públicos.

En la primera etapa de la reforma el gobierno debe reducir la escala de los programas de crédito dirigido, liberar la estructura de las tasas de interés de acuerdo al vencimiento, riesgo y costos administrativos del proyecto de inversión a financiar. Además deberá avanzarse hacia una mejor normatividad jurídica y contable para los intermediarios, con una mayor disciplina, control y supervisión adecuada. En cuanto a los intermediarios estatales, éstos deberán adquirir autonomía administrativa, con objeto de mejorar su eficiencia. En esta etapa se contempla el desarrollo de un mercado de valores, ya sea con títulos públicos o promoviendo las emisiones privadas, también es el momento para privatizar las instituciones financieras estatales, pero evitando que éstas se concentren en pocas manos.

En una etapa intermedia se procederá a la diversificación de intermediarios, actividades y mercados financieros, culminando con el acceso de intermediarios externos al mercado doméstico. En este punto el flujo de capital externo obligará a que la tasa de interés doméstica se aproxime al nivel internacional,¹⁴⁹ de manera que aumente la disponibilidad de fondos externos, así como las formas de diversificar el riesgo; además para evitar los posibles efectos desestabilizadores derivados el movimiento de capitales será necesario mantener aún controles sobre este flujo.

En la etapa final se procederá a la plena liberalización de las tasas de interés internas, supresión total de los programas de crédito dirigido -en el caso de que se opte por mantenerlos, deberán traducirse en un aumento de la disponibilidad de crédito para los sectores

¹⁴⁹ Los flujos externos de capital pueden ser desestabilizadores, lo que obligaría a las autoridades a vigilar su movimiento y esterilizarlos oportunamente. En una situación en que la tasa de interés doméstica se encuentra por arriba de la tasa de interés internacional, los recursos externos fluirán rápidamente hasta saturar el mercado, con lo que se igualarán ambas tasas, precipitando la salida del capital especulativo. Es necesario atraer principalmente capital productivo y no meramente especulativo.

prioritarios, eliminando el diferencial entre la tasa preferencial y la de mercado-, abolición de las restricciones al acceso de los intermediarios extranjeros y suavización de los controles sobre los flujos de capital externo.

De esta forma se arribará a un sistema financiero desarrollado y sin trabas, eficaz instrumento en la captación y asignación óptima del ahorro disponible en la economía. Dado que los criterios de asignación de recursos son más rigurosos que en el pasado y siguen las directrices del mercado, los proyectos de inversión que se financian serán los mejores, evitando los usos inferiores y especulativos de los recursos.

El modelo de liberalización financiera tiene dos componentes, la liberalización interna y la liberalización externa o apertura. En el itinerario descrito se avanza primero en el componente interno y poco a poco se liberan los flujos de capital externo, culminando con la apertura del mercado doméstico a intermediarios extranjeros. Otra alternativa sería culminar con la liberalización interna y después proceder a la apertura. El orden correcto de la liberalización implica la corrección de los efectos derivados de la represión financiera en el sistema financiero doméstico, para que el mercado pueda ajustarse a la libre competencia, antes de proceder a la liberalización externa, así se alcanzaran todos los beneficios de la reforma financiera.¹⁷⁰

La reforma financiera en acción

Al confrontar el plan arriba descrito con el desenvolvimiento de la reforma financiera en México, aparecen algunas diferencias junto a fuertes similitudes; las primeras podrían explicarse por las condiciones particulares en que se llevo a cabo el proceso. En México el sistema financiero tiene una larga historia, pero su desarrollo se estancó a partir de los años sesenta.

El Banco de México¹⁷¹ señala que los requisitos básicos para emprender la reforma financiera en nuestro país fueron: la creación y

¹⁷⁰ Mario Blejer y Silvia Sagari (1988).

¹⁷¹ Informe Anual 1989 y discurso de Miguel Mancera Aguayo

consolidación de la banca múltiple, el desarrollo del mercado de valores y la corrección del déficit fiscal. Así remonta los orígenes de la reforma a los años setenta; sin embargo parece que durante esta etapa la evolución del mercado de valores no cumplió con las expectativas. Es hasta 1985, con el componente más prominente del sistema financiero nacionalizado, que el impulso de gobierno comienza a rendir frutos, pero a costa de marginar del mercado a la banca.

El Informe del Banco de México de 1989 enfatiza la creación y consolidación de la banca múltiple durante los setenta como un elemento que posibilitó el planteamiento de la reforma financiera. Esta evolución puede plantearse como un movimiento del mercado, ya que antes del reconocimiento formal de la figura de banca múltiple, algunos grupos financieros ya habían comenzado a brindar varios servicios a su clientela a través de la incorporación de diferentes instituciones especializadas dentro del grupo.¹⁷²

El antecedente fundamental de la reforma lo constituyen las reformas al sistema financiero que entraron en vigor en enero de 1985. En primer lugar, la más importante fue la relacionada con el financiamiento del Banco de México al gobierno, ya que sentó las bases para el desarrollo del mercado de valores, la forma en que se llevaron a cabo las subastas primarias de los títulos públicos fomentó el desarrollo de las casas de bolsa. En segundo lugar, el establecimiento de regulaciones específicas para intermediarios específicos permitió remover algunos de los obstáculos al desarrollo de algunas actividades, antes opacadas por los intereses de los intermediarios más grandes del grupo, así como mejorar el marco legislativo para el sistema.

Otoño de 1988

El primer paso en el camino de la reforma financiera lo constituye la liberación de las tasas de interés y emisiones de aceptaciones bancarias en otoño de 1988.

¹⁷² Francisco Borja Martínez (1991). p.54

Hasta la década de los setenta las tasas de interés -pasivas y activas- se encontraban detalladamente reguladas de acuerdo a la institución. Cada intermediario se sujetaba a un régimen de inversión particular y a cada clase de inversión le correspondía una tasa de interés diferente. En 1974 se introduce el concepto de costo porcentual promedio de captación (CPP), con objeto de flexibilizar el establecimiento de las tasas activas; y a lo largo de la década se fueron removiendo gradualmente los controles sobre las éstas, hasta limitarse a unos pocos sectores privilegiados.

En cuanto a las tasas pasivas, estas se encontraban reguladas con techos máximos¹⁷³ y, de acuerdo al Banco de México, esto resultó en una expansión del mercado crediticio informal, haciendo ineficientes los mecanismos de restricción crediticia del instituto central. En este momento se emprendió la liberalización de las tasas de interés pasivas y regímenes de inversión obligatoria del crédito. Simultáneamente se proporcionaría a la banca una posición competitiva en el sistema financiero.¹⁷⁴

En octubre de 1988 se eliminan las restricciones a la emisión de aceptaciones bancarias, autorizándose a los bancos para invertir libremente los recursos captados a través de las aceptaciones, manteniendo un coeficiente de liquidez del 30% en forma de depósitos en el banco central o en valores gubernamentales. El resultado inmediato fue el ajuste en la captación bancaria, hacia este instrumento, así como el posterior repunte de la captación bancaria.

En abril de 1989 se liberan los recursos captados por las vías tradicionales, ajustándose al régimen de las aceptaciones y se eliminan los techos sobre las tasas pasivas de éstos. También se permitió canjear por valores gubernamentales todos los financiamientos al gobierno que aún subsistían como inversiones obligatorias de los

¹⁷³ Esta es precisamente el tipo de regulación que condenan McKinnon y Shaw, ya que es una regulación contra los depositantes, que así transfieren recursos a los usuarios del crédito. El resultado es un bajo nivel de ahorro o no se canaliza al sistema financiero oficial; en ambos casos el resultado es una baja oferta de fondos prestables.

¹⁷⁴ Esto ocurre cuando el mercado de valores, después de experimentar un sorprendente auge, había cruzado por una primera crisis y presentaba un crecimiento más sólido que el de las postrimerías de los setenta.

recursos captados por la vía tradicional. Las tasas de rendimiento para los depósitos en el banco central se establecieron de acuerdo al rendimiento nominal de los títulos de deuda pública.

En cuanto a la regulación monetaria, tradicionalmente se llevaba a cabo a través del mecanismo de encaje legal y el régimen de inversión obligatoria. A partir de 1989 se fija un coeficiente de liquidez del 30% en valores públicos o depósitos en el banco central y se elimina por completo el régimen de inversión obligatoria para la banca.

La reforma financiera en la práctica debería permitir a los bancos libertad en sus operaciones pasivas y activas, aumentar la competencia -reduciendo así el margen financiero entre tasas activas y pasivas, con lo que mejorarían los rendimientos ofrecidos a los ahorradores y disminuiría el costo de los recursos para los inversionistas-, eliminar los subsidios al ahorro e inversión, e impedir el desarrollo de mercados informales con altos riesgos y costos de operación.

La reforma también elimina los renglones de crédito obligatorio para las actividades prioritarias. Esto implica un cambio en la operación de la banca de fomento, que no otorgará más créditos directos -salvo en casos que lo ameriten-, al apoyarse en el mecanismo de redescuento y paralelamente deberá fondearse en mercados externos, ya que como banca de segundo piso y sin régimen de inversión obligatoria no puede captar recursos del público. El crédito preferencial lo concederán la banca comercial y los fideicomisos de fomento; el objetivo explícito es aumentar el monto de recursos disponibles para las actividades antes consideradas prioritarias o estratégicas, brindar asesoría especializada y apoyo administrativo y técnico, los créditos con tasas de interés preferenciales pasan a la historia, ya que el crédito preferencial deberá "compensar el costo especial que implica usualmente su otorgamiento con un beneficio satisfactorio para la sociedad".¹⁷⁵

En diciembre de 1989 se efectuaron nuevas reformas al marco legal del sistema financiero, que redondean el proceso. El objetivo general es modernizar la estructura del sistema financiero, así se modifican la

¹⁷⁵ Informa Anual del Banco de México 1989, p. 57.

Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, la Ley de Sociedades de Inversión, la Ley General de Instituciones de Seguros, la Ley Federal de Instituciones de Fianzas y la Ley del Mercado de Valores. En las reformas se considera la existencia de nuevos instrumentos y canales de intermediación, la redefinición del modelo de supervisión, la necesidad de una mayor competencia entre los diferentes intermediarios, redefiniendo el modelo de supervisión y se sientan las bases para la apertura en algunos servicios al permitir la participación de capital extranjero en algunos intermediarios.¹⁷⁶

A la banca comercial se le otorgó mayor libertad en el manejo de las operaciones pasivas y activas, las decisiones operativas se descentralizan y se fijan responsabilidades a los consejos administrativos por las políticas de captación, crédito, inversiones y delimitación de estrategias particulares.

En el mercado de valores se promueve la colocación de inversión extranjera en el mercado, así como la colocación de valores nacionales en los mercados internacionales, la adecuación y actualización de procedimientos operativos e incorporación de nuevos canales de intermediación, se crea la figura de especialista bursátil y se refuerzan las funciones de inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores en el mercado. Todo con miras a la apertura financiera.

Las reformas legislativas también marcan el regreso de los grupos financieros, ya que se permite la integración de grupos formados por una sociedad controladora y filiales integradas por cualquier intermediario, excepto sociedades nacionales de crédito. A partir de mayo de 1990 también se integra la banca y la nueva legislación al respecto -la

¹⁷⁶ Se acepta la inversión extranjera minoritaria en la banca -hasta 24% del capital social adicional en Certificados de Aportación Patrimonial, serie C, con derechos patrimoniales y sin derecho de voto en el consejo directivo-, sociedades de inversión y especialistas bursátiles -hasta 10% del capital social pagado-, sociedades de seguros, instituciones de fianzas, almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras y empresas de factoraje financiero -la inversión nacional deberá ser al menos 51% del capital de los intermediarios-. No se permite la inversión extranjera en el capital ordinario de la Banca, capital social de las casas de bolsa, casas de cambio y sociedades controladoras de grupos financieros no bancarios. Queda excluida la inversión de gobiernos o dependencias oficiales extranjeras.

Ley para Regular las Agrupaciones Financieras- entra en vigor a partir de julio de 1990. La legislación busca propiciar "el desarrollo equilibrado del sistema financiero nacional", atenuando la concentración existente en el sistema y propiciando el desarrollo de los intermediarios, así como ampliar la cobertura regional del sistema financiero. Los grupos financieros pueden constituirse en torno a un banco -banco, arrendadora, factoraje, almacenadora, casa de cambio y sociedad de inversión- o a una casa de bolsa -casa de bolsa, almacenadora, arrendadora, casa de cambio, factor, aseguradora, afianzadora, sociedad operadora de sociedades de inversión y otras sociedades aprobadas por la SHCP-, la supervisión se le encomendará a la Comisión Nacional encargada de supervisar al intermediario con el mayor capital en el grupo. Los grupos operaran a través de una sociedad controladora que responderá solidariamente de las pérdidas que sufra cada intermediario integrante del grupo. El propósito es que sean los propietarios del grupo los que paguen en primer lugar por el mal manejo operativo de la institución, afectando progresivamente el capital de la controladora.

La conformación de grupos financieros podría tener otra consecuencia, diferente al desarrollo equilibrado del sistema financiero. En virtud de la concentración existente en el sistema financiero, se corre el riesgo de que algunas agrupaciones concentren a las instituciones más grandes, aumentando así la brecha entre intermediarios, o al tener a un banco o casa de bolsa o aseguradora muy grande no propicien el desarrollo de los otros intermediarios miembros del grupo. Por otra parte se hace obligada la integración a un grupo financiero, ya que los intermediarios integrados en una agrupación podrán potenciar sus oportunidades de competencia, -ya que el grupo ofrece sus servicios a través de una "ventanilla única", i.e., a través de todas las oficinas de sus integrantes- en estas condiciones los intermediarios que permanezcan al margen de los grupos tendrán menores posibilidades de crecer.

Finalmente en mayo de 1990 se presenta la iniciativa que suprime la exclusividad del estado en la prestación del servicio público de banca y crédito, con lo que se da pie al establecimiento del sistema mixto de

banca y el consecuente proceso de desincorporación bancaria a partir de julio de ese año. En la exposición de motivos de la iniciativa se hace referencia al nuevo papel que asume el estado y a las condiciones en que se desenvuelven los sistemas financieros en el exterior. Se desincorpora la banca para liberar recursos, susceptibles de canalizarse a la infraestructura y servicios, y se reanuda la interrumpida tendencia hacia la banca universal.

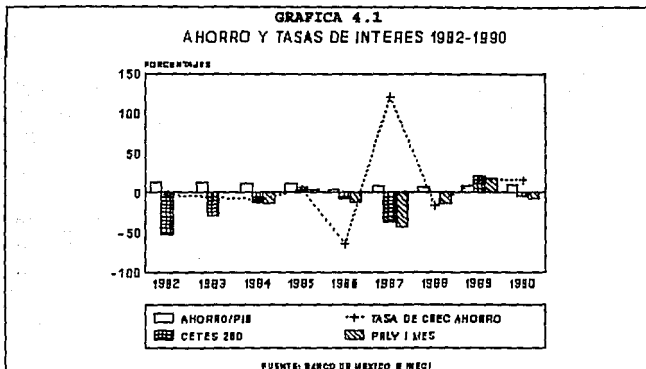
Puede concluirse que en nuestro país la ruta de la reforma financiera pasa, en primer lugar por la liberalización interna y posteriormente por una lenta apertura.¹⁷⁷ La liberalización interna camina rápidamente, sin presentar amenazas; quizá una diferencia fundamental con otras experiencias es la consecución de la estabilidad macroeconómica previa al arranque de la reforma, y la incorporación de la banca al Sistema Nacional de Planeación, que posibilitó la reforma sin una considerable oposición de grupos de interés creados alrededor de la banca comercial -que tuvo que ceder terreno ante los intermediarios bursátiles-, o beneficiarios de la banca de fomento -quienes se vieron perjudicados por la supresión de créditos a tasas de interés preferenciales.

4.2 El impacto de las condiciones financieras sobre el ahorro, la inversión y el crecimiento

De acuerdo con el argumento del capítulo dos, la reforma financiera debe conseguir en la práctica: a) una correlación positiva entre tasas de interés pasivas reales y la tasa de ahorro, b) una correlación positiva entre el grado de profundización financiera y la tasa de crecimiento, c) una correlación positiva entre la tasa de interés real y el nivel de inversión y d) una correlación positiva entre la tasa de interés pasiva real y la tasa de crecimiento.

¹⁷⁷ El ritmo de la apertura se delinea en el Acuerdo de Libre Comercio entre México, E.U.A. y Canadá. Algunos intermediarios se abrirán casi inmediatamente, -almacenadoras, seguros y fianzas-, en tanto que otros tienen plazos de apertura más largos. En general el sistema financiero mexicano se encuentra poco desarrollado para competir en la región, el sistema bancario deberá mejorar sus posiciones, de aquí los largos plazos para la apertura. Este ritmo es lento comparado con el ritmo de la apertura comercial y con otras experiencias de apertura financiera.

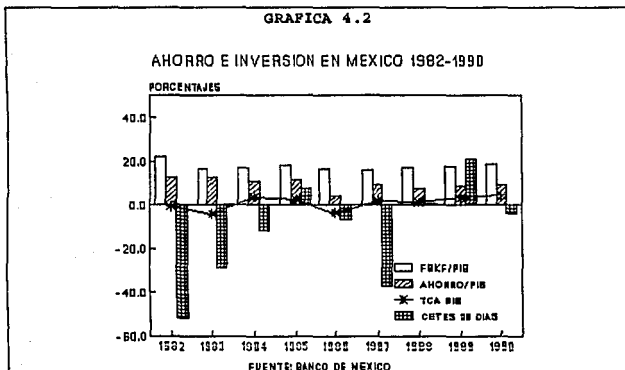
La tasa de ahorro



En México la tasa de ahorro es muy baja, entre 1982 y 1990 fluctuó por debajo del 15% del PIB. McKinnon argumenta que un alza en la tasa de interés real estimulará a los agentes a canalizar recursos adicionales al sistema bancario -por el alto premio esperado-, resultando en un aumento de la tasa de ahorro. En la gráfica 4.1 se observa que para el caso de México la tasa de interés real ha sido negativa durante la mayor parte del período, en tanto el ahorro ha decrecido, tocando fondo en 1986 y desde ahí se ha recuperado. Entre 1982 y 1984 hay un movimiento contradictorio entre ambas variables, ya que mientras se eleva el nivel de la tasa de interés, el ahorro disminuye. Este comportamiento podría explicarse por la desconfianza generada por la nacionalización de la banca.¹⁷⁸ Entre 1984 y 1985 el ahorro repunta como resultado de la leve recuperación económica, pero vuelve a declinar en 1986, sin embargo en 1987, con una tasa de interés fuertemente negativa, hay un

¹⁷⁸ La SHCP señala que en estos momentos prevalecían "la falta de credibilidad y desconfianza, insistentemente manifestadas por algunos sectores de opinión, respecto al futuro del sistema bancario". SHCP (1988b), p.4.

repunte. Esto podría explicarse por el episodio bursátil, en realidad los ahorros se mueven de acuerdo a la teoría sólo entre 1985-1986 y 1988-1989, entonces la tasa de interés no explica por sí misma el comportamiento del ahorro en el período, ya que pueden encontrarse fuertes apreciaciones subjetivas en la conducta de los agentes. A partir de 1988 la tasa de interés se vuelve positiva, pero el ahorro sólo repunta levemente, sin alcanzar su nivel de principios de la década.

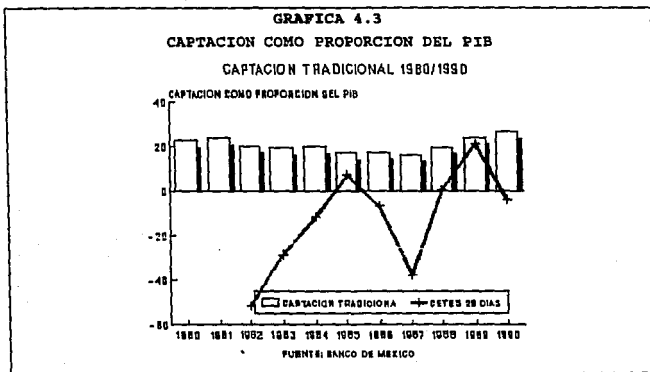


Por lo que respecta a la relación entre la inversión (FBKF) y el ahorro hay una brecha que disminuye entre 1982-1983, tiende a crecer entre 1984-1986, disminuye en 1987 y vuelve a crecer a partir de 1988. Este movimiento indicaría una insuficiencia del ahorro interno a pesar de que durante el periodo la inversión permaneció prácticamente estancada, por debajo de su nivel de 1982. De aquí puede concluirse que el ahorro externo es un componente esencial para el financiamiento de la inversión, aumentando los requerimientos de éste de acuerdo al crecimiento de la economía, en tanto el ahorro interno continua siendo insuficiente. Alternativamente podría considerarse que la mayor parte de la nueva inversión se financió con ganancias retenidas, ya que la

política de restricción de la demanda resultó en un fuerte control del crédito.

Si se considera que durante la mayor parte del período la tasa de interés permaneció en niveles negativos podría haberse esperado un repunte de la inversión, pero no hay tal relación en la gráfica 4.2. Más bien parece que el estancamiento de la inversión fue resultado de las severas políticas de represión de la demanda, -pero éstas al reprimir la demanda no generaron mayor ahorro-, así como la incertidumbre derivada de la situación inflacionaria.

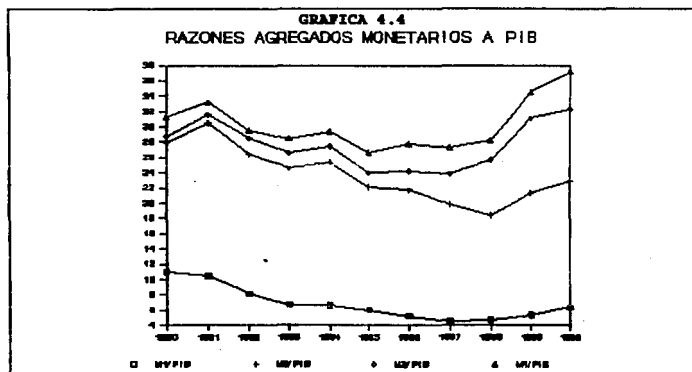
El ritmo de crecimiento del producto aminoró bastante con respecto al inicio de la década. En la gráfica la relación entre la tasa de crecimiento del PIB y la FBKF es más clara.



Queda por revisar la relación entre captación y tasas de interés, en la gráfica 4.3 no se observa una relación positiva entre 1982-1987, siendo incluso contradictoria en algunos períodos. Entre 1982-1985 la captación descendió, sin embargo el nivel de la tasa de interés está aumentando. A partir de 1988, cuando se inicia la reforma, la relación se comporta como lo predice la teoría; si consideramos que a partir de 1985 el mercado de valores se convirtió en un canal alternativo de

captación podría concluirse que efectivamente hay una relación positiva entre la tasa de interés y la captación, sin embargo no se observó un uso eficiente de los recursos canalizados al mercado. En cuanto a los elementos de la captación, ya se observó que el público prefirió los instrumentos a corto plazo (PRLV y depósitos a plazo de uno o tres meses) debido a las expectativas inflacionarias. En realidad la mayoría de los estudios empíricos realizados para constatar esta relación no encuentran una correlación significativa entre el ahorro institucional y el nivel de la tasa de interés, de acuerdo a éstos, parece que el ahorro depende más del nivel de ingreso. En el caso de México, el nivel de la tasa de interés funcionó más como un estabilizador, se mantuvieron altas tasas de interés nominales con objeto de evitar fugas de capital.

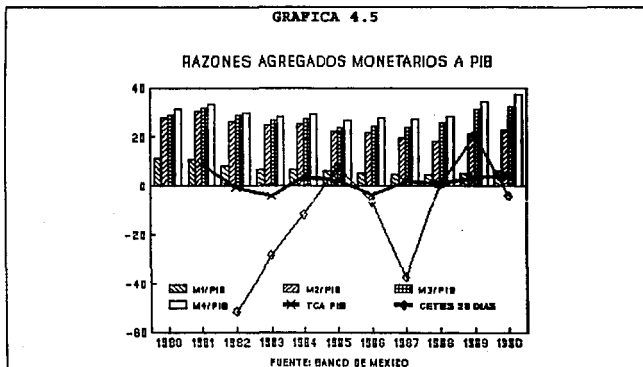
Profundización financiera



Un elemento central de la teoría de la liberalización financiera es que la remoción de los controles sobre las tasas de interés, conducirá a un aumento en la tasa pasiva, aumentando así el ahorro, sin embargo

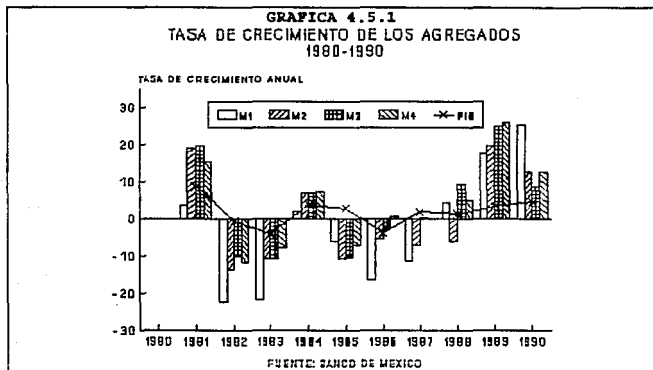
no se sigue un aumento *per se* de la tasa de ahorro ante o como consecuencia de la remoción de los controles. la teoría predice un aumento en la demanda de activos financieros como resultado de una mayor tasa pasiva, lo que mejorará la movilidad del capital en el mercado financiero oficial.

En la gráfica 4.4 se muestra la evolución de la profundización financiera, medida por la razón entre agregados monetarios y PIB. En general los agregados monetarios siguen al PIB, entre 1982-1987 hay una fuerte caída y la recuperación comienza a partir de 1988. A lo largo de la década no hay una sólida profundización, en 1980 M4 se encontraba alrededor del 31%, diez años después alcanza el 37%, M3 termina en 1990 casi en el mismo nivel de 1980, en tanto que M2 y M1 descienden drásticamente, por debajo de sus niveles de principio de década. Sin embargo el crecimiento en M2, M3 y M4 se acelera a partir de 1988.



La relación entre agregados monetarios y tasa de interés no es muy clara, por lo menos hasta 1988, como lo muestra la gráfica 4.5. La relación es negativa, mientras el nivel de la tasa de interés aumenta, los índices de profundización descienden. A partir de 1988 la relación

se vuelve positiva. Podría concluirse que el efecto inmediato de la reforma financiera es un aumento en la profundización, que para 1990, se desacelera ante una caída en la tasa de interés, además hay que considerar que la mayoría de los nuevos instrumentos de captación se introdujeron entre 1988-1989, con lo que aumenta la disponibilidad de nuevos instrumentos de inversión, los agregados no muestran una sensibilidad muy alta ante la tasa de interés.

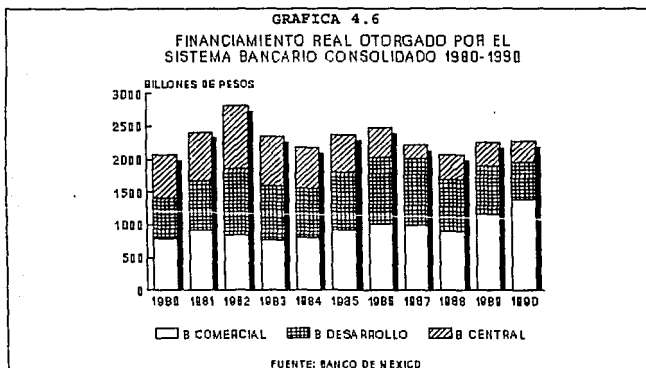


Los agregados monetarios que tienen una mayor tasa de crecimiento en los tres últimos años son M3 y M4, en tanto M2 y M1 decrecen prácticamente durante el período. La disminución de M1 puede explicarse por el ambiente inflacionario predominante, precisamente en 1987 toca su punto más bajo. Por otra parte hay un ajuste de M2 a M3 a partir de 1987, debido a una demanda mayor de activos financieros no bancarios de corto plazo en sustitución de los activos bancarios de corto plazo. La drástica caída de M2 puede expresar una falta de confianza en el sistema bancario o la percepción de mejores alternativas de inversión en activos no bancarios. En el caso de M3, hay un crecimiento significativo en los últimos tres años, pero se trata más bien de un ajuste

desde M1 y M2, que de un verdadero crecimiento de los recursos intermedios, para 1990, el crecimiento en este agregado aminora.

McKinnon afirma que con la elevación de las tasas de interés adicionalmente mejora la calidad de la inversión. Esto resultaría en un aumento de la tasa de crecimiento del PIB, aún con una baja tasa de ahorro, ya que la inversión es más eficiente. En México la tasa de inversión está aumentando desde 1987, la tasa de ahorro crece desde 1989 y el PIB presenta un resultado positivo desde 1987, en este caso la nueva inversión sea no sería necesariamente más eficiente. Adelante se retomará este punto.

La colocación de capital



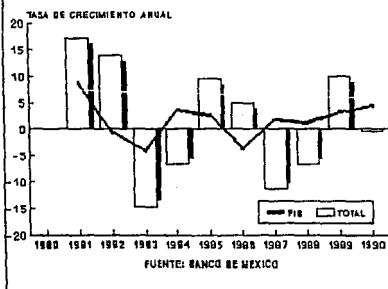
La teoría de la liberalización financiera postula que un aumento en la tasa de interés real resulta en un mayor monto de capital en el mercado oficial, aumentando el crédito disponible en el sistema financiero. De acuerdo con la gráfica 4.1, la mayor parte del período, las tasas de interés reales han sido negativas, en 1988, al inicio de la reforma, se vuelven positivas, pero en 1990, nuevamente son negativas;

la captación bancaria tiende a descender durante el período, aumentando a partir de 1988. Esto podría indicar que efectivamente hay mayor disponibilidad de recursos en el mercado oficial.

En la gráfica 4.6 se muestra la participación de los componentes del sistema bancario dentro del financiamiento bancario. Se observa que el financiamiento otorgado por el banco central ha tendido a disminuir entre 1982 y 1987 -con tasas de crecimiento anuales negativas-, en 1988 se dispara, pero a partir de 1989 vuelve a descender. La banca de desarrollo muestra la misma tendencia. En 1982 aumenta el financiamiento otorgado determinado por las condiciones macroeconómicas del momento, pero a partir de ahí comienza a descender, el crecimiento anual es positivo entre 1985 y 1986, y desciende nuevamente a partir de 1987. Este descenso es compatible con la nueva definición de la banca de desarrollo, que se desplaza del financiamiento directo al uso del mecanismo de redescuento.

GRAFICA 4.7

TASA DE CRECIMIENTO DEL FINANCIAMIENTO BANCARIO CONSOLIDADO

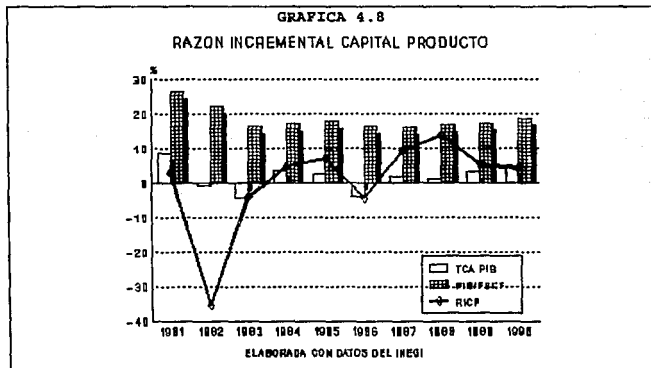


El crecimiento del financiamiento de la banca comercial presenta fluctuaciones más acordes con el crecimiento del PIB: cae entre 1982-1983, con tasas negativas de crecimiento, aumenta en 1984-1985 y desciende nuevamente entre 1986-1988 con un fuerte crecimiento entre 1988-1989.

En general el financiamiento bancario se encontró reprimido por la política monetaria del período. Dado que el diagnóstico indicaba un problema de demanda, y el crédito es una fuente de demanda,

junto con el circulante, la receta indicaba una fuerte restricción crediticia. En general la tasa de crecimiento del financiamiento total sigue al PIB hasta 1986. En 1987 hay una caída en el financiamiento,

que podría asociarse con la sustitución por el financiamiento bursátil, sobretudo en el caso del financiamiento al gobierno, en ese año hay una fuerte caída del financiamiento Por parte del banco central, coincidiendo con el propósito de financiar el déficit público a través de valores.



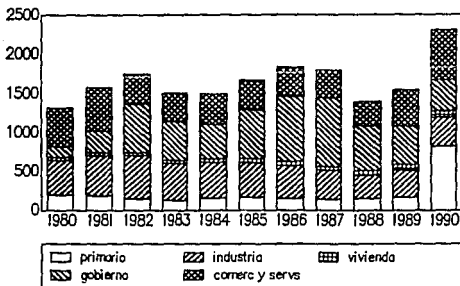
La gráfica 4.8 muestra la evolución de la razón incremental capital producto¹⁷⁹, que muestra una evolución muy cercana al PIB, pero no sigue a la tasa de interés -el precio del factor capital-. El movimiento del coeficiente marginal del capital refleja cambios en la demanda efectiva entre 1982-1986, cuando sigue el movimiento del PIB y de la inversión, pero el movimiento ascendente de 1986-1988 reflejaría un aumento en la eficiencia de la inversión. Entre 1989 y 1990 disminuye

¹⁷⁹ La razón incremental capital-producto (RICP) indicaría el coeficiente marginal del capital. $RICP = (FKCF/PIB)/TCA\ PIB\ REAL$.

el coeficiente, con lo que no es muy seguro que la nueva inversión sea de mejor calidad.¹⁸⁰

GRAFICA 4.9

CREDITO REAL OTORGADO POR SECTORES
EVOLUCIÓN 1980-1990



En la gráfica 4.9 se indica la distribución del financiamiento de la banca comercial por sectores. El financiamiento a las actividades primarias permaneció en el mismo nivel durante toda la década, salvo en 1990, en que hay un notable incremento.¹⁸¹ El financiamiento a la vivienda - uno de los sectores privilegiados- se mantuvo en un nivel estable con leves fluctuaciones, sólo a partir de 1988 se observa un incremento notable. El financiamiento a las actividades industriales disminuye entre 1981 y 1988, con un alza a partir de 1988. El sector comercio y servicios enfrenta una restricción en 1982, 19815-1986, y a partir de 1988 hay un aumento en la disponibilidad de recursos. El financiamiento al gobierno presenta una tendencia descendente hasta 1988, aumentando levemente a partir de 1989.

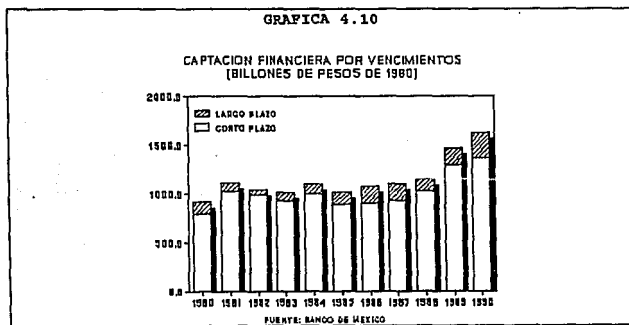
¹⁸⁰ Hay que considerar que la nueva inversión no rinde efectos en el corto plazo, aquí se aborda un periodo muy corto para afirmar que, efectivamente, no mejora la calidad de la inversión a partir de la reforma financiera.

¹⁸¹ En 1990 se anunció un plan para elevar la producción agropecuaria, que incluía mayores recursos para el sector.

En general todos los sectores enfrentan una restricción de recursos durante la primera parte de la década y a partir de la reforma financiera, puede observarse una mayor disponibilidad de financiamiento por parte de la banca comercial. Aparte del descenso en el financiamiento al gobierno no hay ajustes notables en los sectores destinatarios del crédito de la banca comercial.

La forma en que la reforma se lleva a cabo implica la disminución de la influencia gubernamental en la colocación de capital. La desincorporación de la banca permitirá el financiamiento de los sectores más rentables. Nuevamente aquí el plazo considerado es muy corto para ver los resultados de la reforma, el proceso de desincorporación terminó a mediados de 1992, por lo que los resultados en la colocación de capital se verán claramente hacia 1994.

La oferta de capital de largo plazo



La gráfica 4.10 presenta la captación por vencimientos, i.e., corto y largo plazo. En México las autoridades financieras se han preocupado por la consecución de una amplia oferta de capital de largo plazo, pero, como puede observarse, la mayor parte de los recursos en el

sistema financiero, se encuentran colocados en instrumentos muy líquidos o con vencimientos hasta de un año.

La demanda de los instrumentos de corto plazo sufre una caída entre 1981 y 1983, aumenta en 1984, cae nuevamente en 1985 y a partir de 1986 inicia un alza sostenida, muy fuerte entre 1988-1989. La demanda de instrumentos de largo plazo aumentó levemente entre 1983 y 1987, en 1988 experimenta un descenso y a partir de 1989 aumenta a un ritmo mayor. En general, el monto colocado en instrumentos de largo plazo es aún pequeño, en comparación con la demanda de instrumentos de corto plazo.

La estructura de vencimientos determina la oferta de capital de largo plazo por parte del sistema financiero. Dado que la colocación de recursos se concentra en instrumentos de corto plazo, la oferta de capital de largo plazo es escasa, por lo tanto se espera una restricción en las inversiones de muy largo alcance. La banca de desarrollo, que tradicionalmente cumplía el papel de financiar los proyectos de infraestructura y equipamiento, nuevamente se concentrará en este renglón, en tanto puede fondearse en los mercados externos, obteniendo amplios plazos de vencimiento.

Uno de los resultados que se esperan de la reforma financiera es el alargamiento del vencimiento, de forma que se incentive la colocación de recursos en instrumentos de largo plazo. La estabilidad macroeconómica es un requisito fundamental para establecer la confianza de los ahorradores en el futuro; durante la década pasada, el ambiente inflacionario, ciertamente, determinó la mayor demanda de activos financieros de corto plazo.

La introducción del capital externo

El capital externo coadyuva al crecimiento económico al proporcionar capital de inversión -ya sea en forma de inversión directa o indirecta-, también proporciona recursos a largo plazo y mejora la eficiencia del capital de inversión -debido al diferencial entre tasa de interés externa e interna disminuye el costo del financiamiento-. La teoría de la liberalización financiera enfatiza que el capital externo

no es una solución para el problema del subdesarrollo,¹³² pero es un factor que puede ayudar a corregir las ganancias monopólicas en un sistema financiero altamente concentrado a través del menor costo de los recursos en el exterior. Adicionalmente es una oferta de capital necesaria para cerrar la brecha entre el ahorro interno y la inversión doméstica.

En el orden de la liberalización financiera primero debe procederse con la reforma financiera y posteriormente avanzar en la apertura. En la experiencia mexicana la apertura para flujos de capital a través del sistema financiero ocurre en 1990. En la Bolsa de Valores se instituyen la "inversión automática", que permite la inversión extranjera en cualquier proporción en la propiedad accionaria de una empresa por constituirse o en ampliación, sin solicitar autorización a la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras; el "Fondo Neutro", y la "inversión temporal".

El flujo de capitales externos al cierre de la década es muy importante, en 1983 ingresaron 683.7 millones de dólares, en 1990 el flujo ascendió a 4,978.4 millones de dólares y para 1991 se estimó un ingreso de 9,897 millones de dólares.¹³³ Al parecer el flujo de la inversión foránea está aumentando, pero no sólo merced a la reforma financiera, sino atraído por las poderosas perspectivas del Tratado de Libre Comercio entre México, E.U.A. y Canadá.

Conclusiones

La reforma financiera mexicana sigue el patrón básico del modelo del Fondo monetario, que implica una liberalización interna -remoción de techos sobre las tasas de interés y regímenes de inversión obligatoria, promoción del desarrollo de intermediarios financieros no bancarios y nuevo patrón de financiamiento del déficit gubernamental-, y posterior apertura financiera. Sin embargo se observan importantes

¹³² Como algunos economistas creían en los sesenta -W.W. Rostow, Arthur Lewis y otros defensores de la explicación del subdesarrollo por la "insuficiencia de capital". McMillan lo llama "el canto de las sirenas".

¹³³ El Mercado de Valores, núm.7, abril de 1992, p.25.

diferencias, una de ellas es la permanencia de la banca de desarrollo, que si bien cambio su forma de operación, emerge como un elemento indispensable en la promoción del desarrollo.

Por lo que toca a la reforma financiera, es aún muy temprano para evaluar sus resultados, pero parece que hay una mayor disponibilidad de financiamiento. La reforma en el marco legal ha buscado un fortalecimiento del sistema financiero y mayores posibilidades de desarrollo para cada uno de los intermediarios. El retorno de las agrupaciones financieras permitiría ofrecer mejores servicios a los usuarios, pero también una mejor posición para hacer frente a la apertura financiera.

CONCLUSIONES

CONCLUSIONES

Hasta los años sesenta, los modelos de crecimiento económico le confirieron el papel central en el proceso de crecimiento a la inversión, enfatizando el lado real de la economía. Entre los desarrollos de la teoría monetaria en esta década se encuentran los modelos de crecimiento monetario, que al integrar a los saldos reales en la función de producción del modelo, afectan el papel protagónico de la inversión. De estos modelos el más trascendente es el propuesto por David Levhari y Don Patinkin en 1968, de donde se concluye que la política monetaria no es neutral en el largo plazo y que los fenómenos financieros influyen sobre la intensidad de capital, la producción neta, la función de consumo y por tanto, en la ruta de crecimiento de largo plazo.

Al mismo tiempo John Gurley y Edward Shaw insistían en que el crecimiento económico tiene, además, manifestaciones financieras. La manifestación real del crecimiento es la acumulación de capital y la contrapartida de ésta, que es la acumulación de la deuda. Dado que toda nueva inversión requiere de un mecanismo de financiamiento, es crucial para el crecimiento económico el desarrollo de la intermediación financiera, ya que la sola existencia del autofinanciamiento limita las posibilidades de financiar proyectos de inversión rentables.

Con estos antecedentes, en los albores de los setenta Ronald McKinnon y Edward Shaw elaboran dos modelos de desarrollo financiero para los países subdesarrollados, en donde caracterizan economías financieramente reprimidas, -con

excesiva intervención gubernamental, omnipotentes instituciones de desarrollo, regimenes de inversión obligatoria de los fondos captados por los bancos y una estructura de tasas de interés pasivas con techos-, muy parecidas a las economías que instrumentaron la estrategia de industrialización por sustitución de importaciones, que para esta fecha, ya mostraba claros signos de agotamiento. Estos autores argumentan que la mayoría de los obstáculos al desarrollo pueden removerse con la supresión de la regulación y controles sobre el sistema financiero, i.e., un mayor desarrollo de los intermediarios e instrumentos financieros propiciará las condiciones adecuadas para echar a andar el proceso de crecimiento económico sostenido.

Durante los años setenta dejó de funcionar adecuadamente el sistema monetario internacional construido en Bretton Woods, originando nuevos canales de intermediación,¹⁸³ simultáneamente la desaceleración económica, la inflación y la inconvertibilidad del dólar a oro -que llevó de un sistema de cambios fijos a uno de paridades administradas-, originaron una serie de innovaciones en los mercados financieros que hacían necesaria la desregulación para permitir aumentar la competitividad financiera.¹⁸⁴

Adicionalmente se presentaron innovaciones tecnológicas debido a la revolución en las telecomunicaciones y procesamiento de la información, que impactaron fuertemente las operaciones financieras. Es así como se generaliza el tránsito de sistemas financieros regionales y especializados a una banca universal más integrada e internacionalizada. Otra vez, la desregulación y liberalización financiera eran

¹⁸³ Para una exposición detallada de esto véase: Díaz-Alejandro Carlos y Edmar Bacha "Las condiciones financieras externas" En *Lecturas del Trimestre Económico*, No. 37.

¹⁸⁴ El ejemplo es la pérdida de competitividad del sistema financiero norteamericano, excesivamente regulado, ante el euromercado, que más flexible, fue capaz de desviar recursos del mercado norteamericano y captar los provenientes del alza en los precios petroleros.

los elementos que garantizarían una mayor competitividad.
185

El cambio en las condiciones económicas durante la década de los setenta rompió el consenso en torno al paradigma de la síntesis neoclásica y las políticas macroeconómicas -de inspiración keynesiana- previamente instrumentadas. Esa fue la oportunidad del monetarismo y el origen de un reflujo en la intervención del estado en la economía. En este contexto se instrumentó la desregulación económica, que se extendió hasta el ámbito financiero, formalizando las operaciones financieras que, en varias ocasiones, ya ocurrían en la práctica.

A lo largo de los años ochenta, la crisis detonada por la cuasi moratoria de la deuda externa determinó que la mayoría de las economías latinoamericanas se vieran sometidas a políticas de estabilización y ajuste económico, que en su mayor parte fracasaron en la consecución de condiciones macroeconómicas estables. A mediados de la década los programas de ajuste de la "segunda generación", incluían un componente de reforma comercial y financiera junto a las políticas aplicadas anteriormente. El componente de reforma financiera de estos paquetes se inspira en los modelos de McKinnon & Shaw, ulteriormente perfeccionados por otros.

Desafortunadamente la mayoría de las experiencias de liberalización financiera han rendido amargos resultados, de donde los postulantes de éstas han reconocido que la reforma financiera *per se* no solucionará los problemas para el crecimiento económico, es necesario preparar el terreno, así la consecución de la estabilidad macroeconómica se ha

185 La regulación del sistema financiero busca "proteger al público inversionista" y "mantener el control del los medios de pago". El objetivo de la protección al público adquiere relevancia debido a los efectos desestabilizadores de las crisis financieras sobre el conjunto de la economía, y es precisamente a partir de la crisis de 1929, que se refuerzan los mecanismos de regulación sobre las instituciones financieras. Sin embargo, en las últimas décadas los sistemas financieros altamente regulados ya no son capaces de cumplir adecuadamente con sus funciones básicas.

convertido en un prerequisite fundamental, antes de iniciar la liberalización.

Sin embargo la corriente noestructuralista atribuye el fracaso de las políticas de ajuste y estabilización a un diagnóstico erróneo del problema. Para Sweder van Wijnbergen y Lance Taylor un alza en la tasa de interés real afecta al nivel de inversión, ya que la tasa de interés es un componente del costo del capital, por otra parte la existencia de amplios mercados financieros informales puede esterilizar o ampliar los movimientos de mercado en la tasa de interés afectando el crecimiento económico resultante.

Al analizar el estado del sistema financiero de México durante los albores de los años ochenta puede concluirse que efectivamente existía una situación de represión financiera caracterizada por un sistema bancario predominante y escaso desarrollo de otros intermediarios (instituciones de fianzas, almacenadoras, seguros y mercado de valores-).

Los esfuerzos gubernamentales en pro de la consolidación de un mercado de capitales no fructificaron hasta mediados de los años ochenta cuando se utilizó al mercado de valores como mecanismo predominante de financiamiento del déficit público, en el contexto de un sistema bancario nacionalizado. Sin embargo el desarrollo del sector bursátil se concentró en el mercado de dinero o mercado secundario, sin producirse el esperado aumento en el volumen de recursos disponibles para financiar nuevas inversiones. Ha quedado postergado el desarrollo del mercado primario, donde obtienen recursos, directamente, las empresas.

Debido a las condiciones macroeconómicas imperantes durante la década de los ochenta, el ahorro interno no se vio estimulado por las altas tasas de interés nominales que la banca ofrecía a los ahorradores, predominando un proceso de desintermediación financiera. ¹⁸⁶

¹⁸⁶ Dado que la mayoría de los intermediarios financieros no bancarios carecían de mecanismos de cobertura inflacionaria, experimentaron un grave retroceso ante la continua inflación del período, este es el caso de las instituciones de seguros y arrendadoras financieras, la banca al

Una hipótesis alternativa afirma que el ahorro depende principalmente del ingreso personal disponible. Ignorando el supuesto clásico de que los capitalistas ahorran más que los trabajadores -o que éstos no ahorran- en este caso, el bajo nivel de ahorro podría explicarse por la severa contracción salarial y las medidas de política económica encaminadas a reprimir la demanda. Sin embargo al considerar el ahorro capitalista como la proporción mayoritaria del ahorro, la explicación gira en torno a los limitados recursos para financiar la inversión provenientes del sistema financiero oficial -otra vez, debido a las políticas económicas anti-inflacionarias-, lo que llevó a los empresarios a recurrir al autofinanciamiento a partir de las ganancias retenidas.

De cualquier manera, parecería que la política de las altas tasas de interés no fomentó el crecimiento del ahorro interno y tampoco el de la inversión, con lo que las tesis de Winjbergen y Taylor explicarían mejor la situación. Sin embargo puede aducirse que el nivel de las tasas de interés funcionó como un estabilizador del sistema, evitando las temibles fugas de capitales. ¹⁸⁷

Por otra parte la inversión no parece depender crucialmente del ahorro en el mercado oficial, ya que el financiamiento a través de las ganancias retenidas es una alternativa importante. Si además, se considera que la mayor proporción de los demandantes de recursos en el ámbito productivo son la pequeña y mediana empresa, para las cuales es difícil el acceso al crédito bancario y bursátil, no se ve el nexo entre inversión y ahorro intermediado en el mercado oficial. En este caso el papel de la banca de desarrollo será fundamental en lo futuro, como aval de las pequeñas empresas,

no tener completa libertad de gestión se vio desplazada por las casas de bolsa que ofrecieron a su clientela potencial, instrumentos financieros con rendimientos más atractivos.

¹⁸⁷ A lo largo de todo el período los rendimientos de los instrumentos financieros nacionales fueron superiores a los de las inversiones alternativas en dólares y en el extranjero. Esto propició no sólo la permanencia de los recursos, sino en algunos casos, el influjo de los recursos en el exterior, cuyo monto comenzó a ser significativo a partir de 1989-1990.

y a través de la asistencia técnica y administrativa que les proporcione.¹⁸⁸ Es importante que haya recursos financieros disponibles para las empresas porque, después de una década de recesión, la planta industrial instalada, requiere, urgentemente, de un proceso de modernización, si se ha de hacer frente a la competencia externa en condiciones favorables. Pero, los créditos no son todo, además, se requiere de un apoyo integral, ya que muchos de nuestros empresarios no se encuentran suficientemente capacitados para detectar y aprovechar exitosamente las oportunidades de inversión existentes.¹⁸⁹

Al evaluar el desempeño del sistema financiero mexicano durante el período, a pesar del proceso de desintermediación financiera, puede constatar el surgimiento y adecuación de instituciones, intermediarios, e instrumentos financieros, además de un crecimiento importante de algunos intermediarios, pero no puede hablarse de desarrollo financiero, entendido como una intensificación de la intermediación financiera, por lo menos hasta 1990, ya que no hay un crecimiento importante del ahorro.

A partir del último trimestre de 1988 comienza la implementación de la reforma financiera, con la liberación de las tasas de interés bancarias para los recursos captados a través de aceptaciones, la reforma proseguirá con la liberación de las tasas bancarias para todos los instrumentos, sustitución del encaje legal por un coeficiente de liquidez y posterior supresión de éste, así como de los cajones de crédito selectivo, reorganización y redefinición

¹⁸⁸ Para acceder al crédito bancario, por lo general se encuentran con trabas para cumplir con las garantías requeridas los proyectos de inversión no le parecen lo suficientemente atractivos al banco. En el medio bursátil sólo cotizan las grandes empresas. De aquí la importancia de la permanencia de la banca de desarrollo.

¹⁸⁹ En ningún momento McKinnon considera que los empresarios de las economías fragmentadas requieran de educación empresarial, ya que de la misma forma que se encuentran ausentes los reyes sabios, los empresarios shumpeterianos no se han desarrollado aquí. En este caso una banca de desarrollo no debe, necesariamente, reducirse a proveer de crédito subsidiado a las actividades prioritarias, característica con que McKinnon define a una institución de fomento, sino que puede aprovechar otras posibilidades de fomento de empresarios.

de las actividades de la banca de desarrollo, reglamentación y regulación para algunas actividades auxiliares del crédito que ya operaban pero que no habían sido reconocidas legalmente, así como para la operación de nuevos mecanismos e instrumentos de intermediación, autorización para la operación y constitución de grupos financieros y participación de capital extranjero en éstos, culminando con la desincorporación bancaria entre 1990-1992.

En cuanto a los mecanismos de supervisión y control de los intermediarios se ha pasado a un esquema más flexible pero más severo, para evitar que los intermediarios defrauden a los inversionistas. La operación de los grupos financieros requiere una mayor supervisión, pero a la vez menos rigidez en cuanto a la definición de campos de actividad.

La respuesta del sistema financiero a la política de liberalización financiera no ha sido muy rápida y los beneficios esperados sólo se han materializado parcialmente.

En primer lugar, ciertamente ha aumentado el volumen de recursos disponibles para la industria, pero la mayor parte de los demandantes no tienen acceso a ellos.

Uno de los objetivos primarios de la liberación de las tasas de interés fue reducir el margen de intermediación, se planteó que con la privatización, la competencia bancaria, obligaría a estas instituciones a reducir sus márgenes para tener éxito, no fue así, por lo menos hasta 1993. El argumento de los nuevos banqueros, para no reducir los márgenes de intermediación, es que el precio que pagaron por los bancos fue demasiado alto y los accionistas que les acompañaron en la aventura, exigen las utilidades.

Por otra parte, si se considera que altas tasas de interés pasivas reales implican altas tasas activas y éstas son el costo de capital para las empresas, surge el problema del aumento de las carteras vencidas de los bancos a partir de 1989, con la consecuente reducción del financiamiento, por los recursos que pierden los bancos, y las garantías que exigen para otorgar créditos en estas condiciones.

Adicionalmente, aparece un ajuste del crédito bancario hacia el consumo, que en unos años, también hará su contribución a la cartera vencida. De esta forma, en lugar de cumplirse el pronóstico del incremento, los recursos institucionalmente intermediados se restringen.

Con objeto de fomentar el ahorro voluntario, se ha recurrido a formas institucionales de fomentar el ahorro, a través de la implementación de mecanismos como el Sistema de Ahorro para el Retiro, el aseguramiento institucional de los trabajadores, el reconocimiento oficial de las cajas de ahorro, y de las sociedades de inversión y préstamo, así como la promoción del ahorro para la obtención de vivienda.

El sistema financiero mexicano aun tiene muchos poros que tapar y, por ende, posibilidades de aumentar el ahorro nacional, no sólo a través de medios institucionales obligatorios, sino también fomentando una cultura ahorrativa. El gran obstáculo en este sentido es la distribución del ingreso imperante en nuestro país. Los recursos intermediados institucionalmente, se encuentran concentrados en unos cuantos cuentahabientes, al respecto, puede ser ilustrativo el caso de las barreras a la entrada, para los inversionistas, vigentes en el mercado de valores. De esta forma, sin un aumento en los salarios reales y una distribución del ingreso más equitativa, no se producirá el espectacular aumento del ahorro pronosticado por la teoría de la liberalización financiera.

Finalmente, hay un considerable influjo de recursos externos, principalmente a través de la inversión bursátil, que de acuerdo con la teoría cesará cuando los rendimientos internos se igualen al nivel internacional. En este caso las influencias desestabilizadoras dependen del comportamiento de variables externas más que las directrices de la política monetaria interna. Entre éstas se cuentan el desenvolvimiento de la economía norteamericana, principalmente, por la expectativa del establecimiento de una zona comercial para el Norte de América, en donde se integraría nuestro país.

Precisamente, el ritmo y modalidad de la apertura financiera se determinó por el contenido del Tratado del Libre Comercio para Norteamérica y el contenido de los acuerdos paralelos aún por negociarse. Haciendo comparaciones, el sistema financiero mexicano es el más pequeño y menos desarrollado de los tres países, esto implicará una premura en el desenvolvimiento de los intermediarios nacionales que inician una carrera contra el tiempo. En muchas áreas las posibilidades de crecimiento no se han explotado adecuadamente, en algunos casos por que el mercado no lo requería -por las inadecuadas condiciones macroeconómicas imperantes-, por la falta de nuevos instrumentos financieros, por el bajo nivel de ingresos y la poca cultura financiera existente entre los usuarios potenciales del sistema financiero. ¹⁹⁰

Adicionalmente hay una importante diferencia en cuanto al nivel tecnológico,¹⁹¹ dado que las operaciones financieras dependen del intercambio de datos, la tecnología en comunicaciones y procesamiento de datos y el grado de automatización de las operaciones determinarán la calidad del servicio. Como resultado de la política de austeridad del sector público, la inversión en nuevas tecnologías y la capacitación del personal bancarios en el uso y desarrollo de éstas se vio frenado, sólo unos cuantos bancos pudieron mantener e incrementar su ventaja en este campo, por lo que hay un handicap más para el sistema financiero mexicano.

Por otra parte, existen diferencias en la legislación, respecto a la forma en que operan las instituciones

¹⁹⁰ Hasta mediados de los ochenta, la información especializada disponible para el inversionista común era muy escasa, al igual que la difusión sobre los servicios brindados por las organizaciones auxiliares del crédito. De la misma forma los ahorradores no tenían información sobre la gama completa de instrumentos de inversión disponibles.

¹⁹¹ Edward Kane define a una empresa de servicios financieros como una empresa que "produce servicios de información y transacciones, para una base de usuarios con quien establece relaciones de clientela. Para llevar a cabo un servicio financiero la empresa debe llevar a cabo un intercambio de información con sus clientes" de aquí la importancia del uso de la tecnología en comunicaciones y de la informática. "Interaction of financial and regulatory innovation". American Economic Review, vol. 78, núm. 2, mayo de 1988. pp. 328-334.

financieras en cada país, en los Estados Unidos no opera la banca universal, por lo que esto representará limitantes para la operación de las instituciones mexicanas y canadienses.

Es incuestionable la existencia de un nexo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico -la idea que subyace en el planteamiento inicial de Gurley y Shaw-, pero lo que no está muy clara es la dirección de la causalidad.¹⁹² Ciertamente al complicarse el desarrollo económico es necesaria una adecuación en el aparato monetario y financiero para atender apropiadamente las necesidades de financiamiento derivadas del crecimiento. En algunas situaciones es el proceso de crecimiento económico el que obliga a la transformación del sistema financiero para hacer frente a las nuevas necesidades; pero también puede suceder que el sistema financiero no responda a los requerimientos del mercado.

Del capítulo cuatro se desprende la observación de que la inversión parece depender más del costo de los insumos y de las condiciones del mercado -como afirma el paradigma keynesiano-, que de la disponibilidad de fondos prestables en el sistema financiero, por supuesto que la ausencia de éstos limita el monto y posibilidades de la inversión, pero el problema medular son las condiciones de acceso de las empresas a los recursos y el costo de éstos.

En el presente, el nivel de las tasas de interés representa un costo de capital muy alto para las empresas mexicanas, principalmente para la parte medular, constituida por pequeñas y medianas empresas, que brindan el mayor número de empleos y que son las más expuestas a los vaivenes del desempeño macroeconómico. Esta situación ha derivado en un

¹⁹² Este punto puede ejemplificarse con la exposición de Gerschenkron sobre el papel de los bancos en el desarrollo económico alemán a finales del s.XIX. Alexander Gerschenkron *Economic backwardness in historical perspective: a book of essays*. Cambridge Mas. The Belnap Press of Harvard University. Kindlerberger también lo ejemplifica, con lo que él denomina *historical puzzles* en la relación entre el sistema financiero y el crecimiento económico; de donde se sigue que los agentes no siempre se comportan racionalmente, y lo perniciosos que pueden ser los efectos de una crisis financiera sobre la economía en general. Charles Kindlerberger *Manias, panics and crashes: a history of financial crisis*. Basic Books, revised edition, 1989.

acelerado deterioro de la cartera bancaria postliberalización financiera., que en nada se parece al escenario de McKinnon.

Si bien se puede hablar de los efectos positivos de la liberalización financiera -aumento de los recursos intermediados en el mercado oficial, ya sea por ajuste del mercado no organizado al mercado oficial, o como resultado del influjo de capital extranjero-, no debe perderse de vista que estos son los efectos de corto plazo, y los resultados previstos en cuanto al mejoramiento de la calidad y cantidad de la inversión aún están pendientes. Adicionalmente, las condiciones de la apertura forzarán al sistema financiero nacional a desarrollarse a un ritmo aún más rápido que el experimentado durante los años recientes, buscando nuevas oportunidades y mejorando los servicios que ofrecen al público.

BIBLIOGRAFIA Y HEMEROGRAFIA GENERAL

BIBLIOGRAFIA GENERAL

Asociación Mexicana de Bancos (1990a), **Evolución del sistema bancario: 1982-1989.**

Asociación Mexicana de Bancos (1990b), **La banca mexicana en transición, retos y perspectivas.**

Asociación Mexicana de Casas de Bolsa (1989), **El mercado de valores mexicano: análisis y perspectiva.**

Banco de México, **Informes Anuales**, México.

Banco de México, **Indicadores Económicos**, México.

Banco Mundial (1989), **Informe sobre el desarrollo mundial 1989: sistemas financieros y desarrollo.**

Borja Martínez, Francisco (1991) **El nuevo sistema financiero mexicano**, (Col. Popular No.449), FCE, México, 1991.

Cardero, Ma. Elena y José Manuel Quijano (1983) "Expansión y estrangulamiento financiero: 1978-1981", en Quijano, J. M. et.al., **La Banca: Pasado y Presente**, Ensayos núm.5, Colección Economía, CIDE, México, 1985, pp.221-304.

Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, **Boletín Estadístico**, varios números.

Díaz-Alejandro, Carlos (1985), "Goodbye financial repression, Hello financial crash", **Journal of Development Economics**, vol.19, núm. 1 y 2, septiembre-octubre de 1985, pp.1-24.

Ejea, Guillermo et. al.(1991), **Mercado de Valores: crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990**, UAM-A, México, 1991.

- Fischer, Stanley (1972), "Keynes-Wicksell and neoclassical models of money and growth", *American Economic Review*, vol.63, núm.5, diciembre de 1972, pp.880-890.
- Fry, Maxwell J. (1988), *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, CEMLA, México, 1990. (Tr. de Money, interest and banking in economic development)
- Gómez Oliver, Antonio (1982), *Desarrollo financiero y crecimiento económico: las experiencias de México y otros países latinoamericanos*, FCE, México, 1982.
- González Tiburcio, Enrique (1989), "La política económica y el proceso inflacionario: 1982-1987", *Investigación Económica*, v. 48, núm.187, enero-marzo de 1989, pp.191-235.
- Gurley, John y Edward Shaw (1960), *Money in a theory of finance*, Brookings Institution, Washington, 1960.
- Gurley, John y Edward Shaw (1955), "Financial aspects of economic development", *American Economic Review*, vol.45, núm.4, septiembre de 1955, pp.515-538.
- Harrod, Roy F. (1939), "An essay in dynamic theory", *Economic Journal*, vol.49, 1939, pp.14-33.
- INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales**
- Kitchen, Richard L. (1986), *El financiamiento en la países en desarrollo*, CEMLA, México, 1990 (Tr. de Finance for the Developing Countries).
- Levhari, David y Don Patinkin (1968), "The role of money in a simple growth model", *American Economic Review*, vol.58, núm.5, septiembre de 1968, pp.713-53.

López Esparza, Victor M. (1992), **Escenario del mercado bursátil mexicano**; Biblioteca NAPIN, núm.2, Nafinsa, México, 1992.

Marquéz, Javier (1987), **La banca nacionalizada: septiembre de 1982-junio de 1985**, CEMLA, México, 1987.

Maydón Garza, Marin (1983), "Los bancos y las opciones de un sistema financiero integral", **Comercio Exterior**, vol.33, núm.2, febrero de 1983, pp.119-133.

McKinnon, Ronald I. (1973), **Dinero y capital en el desarrollo económico**, CEMLA, México, 1974. (Tr. de Money and capital in economic development).

El Mercado de Valores, varios números.

Peñaloza Webb, Tomás (1992), "Aspectos centrales de la banca mexicana, 1982-1990", **Comercio Exterior**, vol.42, núm.2, febrero de 1992, pp.107-118.

Peñaloza Webb, Tomás (1989), "La banca mexicana: situación actual y perspectivas frente a la apertura de los servicios financieros", **Comercio Exterior**, vol.39, núm.6, junio de 1989, pp.512-34.

Peñaloza Webb, Tomás (1985), "La productividad de la banca en México: 1980-1983", **El Trimestre Económico**, núm.206, 1985, pp.465-497.

Quijano, José Manuel (1983), "La banca nacionalizada: antecedentes y consecuencias" en Quijano, J. M. et.al., **La Banca: Pasado y Presente**, Ensayos núm.5, Colección Economía, CIDE, México, 1985, pp.343-65.

Quijano, José Manuel (1981), **México: Estado y Banca Privada**, Ensayos núm.3, Colección Economía, CIDE, México, 1981.

Shaw, Edward Stone (1973), **Financial deepening in economic development**, Oxford University Press, Nueva York, 1973.

SHCP (1988), **Reestructuración del sistema financiero**, Cuadernos de Renovación Nacional, núm.8, FCE, México, 1988.

Solimano, Andrés (1987), "Liberalización financiera y crisis: aspectos teóricos y consideraciones de política económica" en Carlos Massad el. al. **Deuda interna y estabilidad financiera**, vol. 1: Aspectos analíticos. CEPAL-PNUD, Buenos Aires 1987, pp.89-130.

Solow, Robert M. (1956), "A contribution to the theory of economic growth", **Quarterly Journal of Economics**, vol.70, núm.1, febrero de 1956, pp.65-94.

Stein, Jerome L. (1970), "Monetary growth theory in perspective", **American Economic Review**, vol.60, núm.1, marzo de 1970, pp.85-106.

Stiglitz, Joseph E. y Andrew Weiss (1981) "Credit rationing in markets with imperfect information", **American Economic Review**, vol.71, núm.3, junio de 1981, pp.393-410.

Taylor, Lance (1983), **Macroeconomía estructuralista: modelos aplicables al Tercer Mundo**, Trillas, México, 1989. (Tr. de Structuralist Macroeconomics. Applicable models for the third world).

Taylor, Lance (1981), "IS-LM in the tropics: diagrammatics of the new structuralist macrocritique" en William Cline y Sidney Weintraub, **Economic Stabilization in Developing Countries**, The Brookings Institution, Washington D.C., 1981.

Taylor, Lance (1979), *Modelos macroeconómicos para los países en desarrollo*, FCE, México, 1986. (Tr. de Macromodels for Developing countries).

Tobin, James (1984), "On the efficiency of the financial system", *Lloyds Bank Review*, núm 153, julio de 1984, pp.1-15.

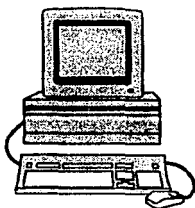
Tobin, James (1965), "Money and economic growth", *Econometrica*, vol.33, núm.4, octubre de 1965, pp.671-84.

Tobin, James (1955), " A dynamic aggregative model", *Journal of Political Economy*, vol.63, abril de 1955, pp.103-115.

Villarreal, René (1988), *Industrialización, deuda y desequilibrio externo en México: un enfoque neoestructuralista (1982-1988)*, 2da. edición, FCE, México, 1988.

Winjbergen, Sweder van (1983a), "Credit policy, inflation and growth in a financially repressed economy" *Journal of Development Economics*, vol.13, núm.1 y 2, agosto-octubre de 1983, pp 45-65.

Winjbergen, Sweder van (1983b), "Interest rate management in less developed countries", *Journal of Monetary Economics*, vol.12, núm.3, septiembre de 1983, pp.433-52.



**ESTA TESIS FUE ELABORADA EN SU TOTALIDAD
EN LOS TALLERES DE MECANOGRAFIA, IMPRESION,
ENCUADERNACION, COMPUTACION Y DISEÑO GRAFICO
DE TESIS NEW LIFE**

**PUENTE TITLA No. 100 EDIF. B Depto. 110
Col. Estrella del Sur Iztapalapa, D.F.
Tel. 670-1684**

