

00881

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

5.2ej.

FACULTAD DE ECONOMIA

**Cambios institucionales en el sector financiero y su
efecto sobre el fondeo de la inversión.**

México 1960/94

T E S I S

**Que para obtener el grado de:
Doctor en Economía**

P R E S E N T A

NOEMI ORNAH / LEVY ORLIK

TUTORES

DR. GERARDO FUJII GAMBERO

DRA. MARÍA GUADALUPE MÁNTEY BASTON

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

1998

009692



Universidad Nacional
Autónoma de México



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 esta 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.

CAMBIOS INSTITUCIONALES EN EL SECTOR FINANCIERO Y SU EFECTO SOBRE EL FONDEO DE LA INVERSIÓN. MÉXICO 1960/94

Autor: NOEMI ORNAH LEVY ORLIK

Tesis para optar al grado de doctor de economía, de la Facultad de Economía, UNAM.

El objetivo de este trabajo es analizar los efectos de los cambios institucionales del sistema financiero mexicano en el crecimiento económico, para lo cual se considera un periodo histórico donde imperaron políticas reguladoras y desreguladoras del mercado.

Sostenemos que el financiamiento, en vez del ahorro, es la pre-condición central de la inversión; el cual debe ser acompañado por un proceso de fondeo, a fin de compatibilizar el ahorro generado por la inversión con las deudas de largo plazo.

La incertidumbre -distintivo central de la economía capitalista- le imprime características particulares al dinero que le permitir modificar el volumen de producción. Particularmente, los contratos pueden ampliar o reducir la liquidez existente, lo cual altera el volumen de la inversión.

Considerando los anteriores planteamientos el trabajo se divide en tres parte. La primera contiene una discusión teórica sobre: las características de la moneda; los determinantes y el financiamiento de la inversión; así como un análisis de las distintas estructuras financieras con sus respectivos mecanismos de fondeo.

En la segunda parte se exponen las modificaciones del sistema monetario mundial, analizándose los efectos que tuvieron sobre la estructura financiera y el fondeo de la inversión.

La tercera parte contiene un análisis empírico de la economía mexicana, encontrándose que en el periodo de Sustitución de Importaciones hubo una estructura financiera bancaria que sólo beneficio el fondeo de la inversión pública, y su estabilidad dependió del movimiento de capitales internacionales; que al aumentar, provoco inestabilidad económica y genero la desregulación económica. Bajo esta nueva modalidad de acumulación se redujo el crecimiento económico y se amplio la inestabilidad.

ABSTRACT

Institutional Changes in the financial sector and its effect on investment funding. Mexico:1 960/94

Author: NOEMI ORNAH LEVY ORLIK

Thesis presented to obtain the Phd degree in economics, at the Economic Faculty, UNAM.

The aim of this work is to analyse the effects of the institutional changes in the Mexican financial system on economic growth, considering a period when regulatory and deregulatory policies were dominant.

We shall sustain that finance instead of saving is the central pre-condition of investment; and it ought to be accompanied by a process of funding in order to compatibilize the savings generated from investment with long term debts. Uncertainty -central distinction of the capitalist system- imposes particular characteristics to money, that allows it to changes the volume of production. Particularly, contracts can amplify or decrease the liquidity, changing the level of investment .

Taking into account the above premises, this work has been divided in three parts. The fist one presents a theoretic discussion where is discussed the characteristics of money, the determinants of investment and of finance. It also contains an analyses of the different financial structures putting emphasis on its particular funding mechanisms. The second part studies the modifications of the international financial structure during the period of study and analyses its effect on the funding mechanism.

The third part contains the empirical analyses of the Mexican economy and it is found that during the Import Substitution period the financial system was based on the banking structure system that mainly benefited the funding process of the public investment and the stability of the economy depended on the limited capital mobility of the period. With the brake of the Bretton Woods agreements the capital mobility increased and it provoked economic instability which generated financial and economic deregulation. Under this new model of accumulation , economic growth slowed down y instability was increased.

**A LOS QUE SE FUERON
A SID Y EVA LEVY
POR SU HISTORIA, POR SU FORTALEZA**

**A LOS QUE ESTÁN
A ISAÍAS
A GABRIELA, A ADRIÁN
A GAD, A NILI
POR SU APOYO, POR SU CARIÑO**

AGRADECIMIENTOS

Este trabajo, como todos, ha tenido sus mentores y contribuyentes para su realización. José Valenzuela sugirió analizar el tema de la inversión y Arturo Huerta propuso estudiar su financiamiento y los efectos de las instituciones sobre el crecimiento.

Guadalupe Mántey brindó un constante apoyo intelectual y moral, y dedicó largas horas a la discusión del tema y revisión del texto. Su apoyo ha sido invaluable.

Gerardo Fujii, director de la tesis, discutió las etapas fundamentales de ésta y apoyó mi desarrollo académico.

María Eugenia Correa, Etelberto Ortíz, Julio Goicochea, Clemente Ruiz y Julio López leyeron versiones preliminares de este trabajo y sus comentarios me beneficiaron en el ordenamiento de la versión final del mismo.

Victoria Chick y Rogerio Studart me brindaron largas discusiones sobre el financiamiento y fondeo de la inversión, facilitando una amplia bibliografía. Más aún Rogerio leyó gran parte de este trabajo e hizo comentarios valiosos al mismo.

Isaías Martínez apoyó mi desarrollo académico y la realización de la tesis, aclarando las formulaciones matemáticas y leyendo las diversas versiones del trabajo. Su paciencia y perseverancia fueron fundamentales.

A María de los Angeles Casimiro Guillén le debo un agradecimiento especial por el acopio y la captura de la información, así como en la impresión del trabajo.

A la Dirección General de Apoyo del Personal Académico (DGPA) agradezco el apoyo económico para mis estudios de doctorado, así como al Programa de Superación Académica (SUPERA) por haberme distinguido con una beca para la elaboración y conclusión de la tesis; a la dirección de la Facultad de Economía junto con el Consejo Técnico por haberme otorgado licencia parcial de mis actividades académicas a fin de tomar los cursos correspondientes al doctorado y realizar el trabajo de tesis.

Para todos los mencionados mi gratitud y reconocimiento y, pese a su obiedad, debo mencionar que los relevo de todos los errores que hayan quedado en este trabajo.

INDICE

INDICE DE GRAFICAS

INDICE DE CUADROS

INDICE DE CUADROS ANEXO ESTADISTICO

FIGURAS

INTRODUCCION

PRIMERA PARTE

ELEMENTOS TEORICOS

CAPITULO I

INCERTIDUMBRE, DINERO Y ESTABILIDAD ECONOMICA

<i>1 Paradigma postkeynesiano: economía monetaria</i>	3
<i>1.1 Supuestos de una economía monetaria</i>	3
<i>1.2 Propiedades del dinero</i>	6
<i>1.3 Instituciones: bases para el funcionamiento de una economía monetaria</i>	8
<i>2 Visión ortodoxa: economía real de intercambio</i>	10
<i>2.1 Visión prekeynesiana</i>	11
<i>2.2 Teoría de Fondos Prestables (TFP)</i>	12
<i>2.3 Monetaristas</i>	14
<i>2.4 Características generales del modelo de intercambio real</i>	15
<i>Conclusiones</i>	

CAPITULO II

DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN UN MUNDO INCIERTO

<i>1 Análisis de las ganancias</i>	18
<i>1.1 Precio de oferta</i>	19
<i>1.2 Precio de demanda</i>	20
<i>1.2.1 Rendimientos futuros</i>	20
<i>1.2.2 Tasa de interés</i>	21
<i>1.2.3 Mercado Accionario</i>	24
<i>2 Análisis de las expectativas</i>	26
<i>2.1 Expectativas e incertidumbre: planteamiento general</i>	26
<i>2.2 Expectativas: análisis monetario</i>	27
<i>2.3 Riesgo Creciente</i>	29
<i>2.4 Inestabilidad financiera</i>	30
<i>3 Financiamiento interno de la inversión</i>	35
<i>3.1 Kalecki: fondos internos</i>	35

<i>3.2 Steindl: fuentes de acumulación</i>	38
<i>4 Capacidad Ociosa</i>	42
<i>5 Avances tecnológicos</i>	44
<i>Conclusiones</i>	

CAPITULO III

FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN, FONDEO Y ESTABILIDAD ECONOMICA

<i>1 El dinero y su efecto en la producción</i>	49
<i>2 Las instituciones bancarias y la producción</i>	49
<i>2.1 Desarrollo de las instituciones de créditos y el dinero bancario</i>	50
<i>2.2 Multiplicador bancario desde la perspectiva postkeynesiana</i>	52
<i>3. Financiamiento y ahorro en la producción</i>	54
<i>3.1 Financiamiento de corto plazo y fondeo de la inversión</i>	55
<i>3.2 El ahorro y el financiamiento</i>	59
<i>3.3 Inestabilidad financiera: hipótesis de Minsky</i>	61
<i>3.4 Instituciones de fondeo de la inversión.</i>	67
<i>4 Estructuras financieras: diferentes experiencias históricas</i>	69
<i>4.1 Estructura financiera basada en el mercado de capitales</i>	71
<i>4.2 Estructuras financieros basados en el mercado de créditos</i>	75
<i>4.2.1 Interferencia estatal regulacionista: Caso alemán</i>	76
<i>4.2.2 Interferencia estatal directa y mercado de créditos</i>	77
<i>4.2.3 Pre-condición para el desarrollo: mecanismos compensatorios</i>	79
<i>4.3 Efectividad de los sistemas financieros</i>	80
<i>Conclusiones</i>	

CAPITULO IV

FUNCIONALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO Y MECANISMOS DE FONDEO

<i>1 Funcionalidad del sistema financiero</i>	83
<i>1.1 Características del fondeo en el mercado de capitales y de crédito</i>	84
<i>1.1.1 Dimensión macroeconómica del sistema financiero</i>	87
<i>1.1.2 Dimensión microeconómica del sistema financiero</i>	89
<i>2 Equilibrios macroeconómicos</i>	90
<i>2.1 Equilibrio fiscal</i>	90
<i>2.2 Equilibrio externo</i>	94
<i>Conclusiones</i>	

SEGUNDA PARTE

CAPITULO V

CONDICIONANTES INSTITUCIONALES EXTERNAS Y EL FONDEO DE LA INVERSION

<i>1 Evolución del sistema financiero internacional</i>	97
<i>1.1 Acuerdo Bretton Woods</i>	97
<i>1.2. Rompimiento del Orden Financiero Internacional: Sistema Post Bretton Wods</i>	100
<i>1.2.1 Periodo 1971-75</i>	101
<i>1.2.2 Periodo 1976-1981</i>	102
<i>1.2.3 Periodo 1982-1994</i>	103
<i>2 Efectos de la internacionalización del sistema financiero</i>	107
<i>2.1 Determinación de las tasas de interés y de cambio</i>	107
<i>2.2 Efectos de la internacionalización del capital en la inversión</i>	109
<i>2.3 Efectos del rompimiento del SBW en países en desarrollo</i>	112
<i>2.3.1 Países en Desarrollo sin medios de pagos internacionales</i>	113
<i>2.3.2 Cambios de flujos en el capital externo y crisis económica latinoamericana</i>	116
<i>2.3.3 Efectos del proceso de liberalización financiera y comercial en PED</i>	118
<i>2.3.3.1 Ajuste Externo: inflación galopante con déficit fiscal</i>	120
<i>2.3.3.2 Ajuste Fiscal: déficit externo e incremento del capital especulativo</i>	121
<i>2.3.3.3 Crecimiento económico: políticas sustentables en un ambiente financiero globalizado</i>	124
<i>Conclusiones</i>	

TERCERA PARTE: FINANCIAMIENTO Y FONDEO DE LA INVERSION EN MEXICO 1960/94. CAUSAS DE LA CRECIENTE INESTABILIDAD ECONOMICA

INTRODUCCION Y NOTA METODOLOGICA

<i>1 Periodización</i>	129
<i>2 Metodología</i>	129
<i>3 Indicadores de medición de las fuentes de financiamiento y sus limitaciones</i>	130
<i>4 Estructura del financiamiento de la inversión 1960/1994</i>	131

CAPITULO VI

PERIODO DE CRECIMIENTO Y ESTABILIDAD: 1960/71

<i>1 Fuentes de financiamiento de la inversión.</i>	138
<i>1.1 Financiamiento de la inversión</i>	138
<i>1.2 Financiamiento de la inversión pública</i>	140
<i>1.3 Financiamiento de la inversión privada: análisis de la inversión de las empresas</i>	141
<i>2 Captación de recursos</i>	142
<i>2.1 Captación de los recursos y su liquidez</i>	143

<i>3 Estabilidad del sistema económico</i>	144
<i>Conclusiones</i>	

CAPITULO VII

ALTO CRECIMIENTO E INESTABILIDAD FINANCIERA: 1972/82

<i>1 Reformas institucionales</i>	151
<i>2 Fuentes de financiamiento</i>	155
<i>2.1 Financiamiento de la inversión total</i>	155
<i>2.2 Financiamiento de las empresas públicas</i>	158
<i>2.3 Financiamiento privado: las empresas y los agentes privados</i>	158
<i>3 Captación de recursos</i>	159
<i>3.1 Estructura del sistema bancario</i>	160
<i>3.2 Captación de Recursos: aumento de moneda extranjera</i>	161
<i>3.3 Liquidez de los recursos: predominan instrumentos de corto plazo</i>	162
<i>4 Ruptura del sistema financiero</i>	164
<i>Conclusiones</i>	

CAPITULO VIII

RECESIÓN ECONÓMICA E INESTABILIDAD FINANCIERA: 1983/1987

<i>1 Reformas financieras</i>	171
<i>2 Comportamiento de la inversión</i>	174
<i>3 Fuentes de financiamiento</i>	175
<i>3.1 Financiamiento bancario</i>	176
<i>3.2 Financiamiento bursátil</i>	176
<i>3.3 Financiamiento Externo</i>	178
<i>3.4 Características del financiamiento de la inversión pública</i>	179
<i>3.5 Financiamiento de la inversión privada</i>	180
<i>4 Captación de los recursos</i>	182
<i>4.1 Nueva Estructura financiera: Dinamización del mercado de valores</i>	182
<i>4.2 Captación de los recursos: alta liquidez y dolarización</i>	184
<i>5 Inestabilidad del sistema financiero</i>	185
<i>Conclusiones</i>	

CAPITULO IX

DESREGULACIÓN FINANCIERA Y CRISIS: 1988-1994

<i>1 Reformas financieras y nuevas políticas económicas</i>	188
<i>1.1 Desregulación financiera y privatización bancaria</i>	189
<i>1.2 Reformas al mercado de valores</i>	190
<i>1.3 Autonomía de la banca central</i>	191
<i>1.4 Desregulación comercial y privatización de la economía</i>	193
<i>1.5 Nueva política de inflación y renegociación de la deuda externa</i>	194
<i>1.6 Consideraciones críticas</i>	195

<i>2 Fuentes de financiamiento de la inversión</i>	<i>196</i>
<i>2.1 Financiamiento crediticio</i>	<i>198</i>
<i>2.2 Financiamiento bursátil</i>	<i>198</i>
<i>2.3 Financiamiento externo</i>	<i>200</i>
<i>2.4 Inversión Pública: crédito interno negativo</i>	<i>200</i>
<i>2.5 Inversión privada: mayores créditos bancarios</i>	<i>202</i>
<i>3 Estructura financiera y captación de recursos</i>	<i>203</i>
<i>3.1 Estructura financiera: privatización de la banca comercial</i>	<i>203</i>
<i>3.2 Liquidez de la economía</i>	<i>203</i>
<i>4 Inestabilidad del sistema financiero</i>	<i>204</i>
<i>Conclusiones</i>	

CAPITULO X CONCLUSIONES

ANEXO ESTADÍSTICO

FUENTES ESTADISTICAS

BIBLIOGRAFIA

INDICE DE GRAFICAS

Gráfica II.1: Volumen de la inversión con deuda	34
Gráfica VI: Prueba de estabilidad de parámetros	135
Gráfica VI.1: Comportamiento de la inversión total, privada y publica	137
Gráfica VI.2: Evolución del ENO/FBKF y del CCF/FBKF	139
Gráfica VII.1: Comportamiento de la tasa de apalancamiento de las empresas mas grandes	157
Gráfica VIII.1: Relación depósitos netos del gobierno en el Banco de México y colocación neta de la deuda interna	181
Gráfica IX.1: Comportamiento de la cartera vencida con respecto a recursos bancarios	197
Gráfica IX.2: Relación entre los depósitos netos del gobierno federal y la colocación de la deuda interna	202

INDICE DE CUADROS

Cuadro III.1: Posiciones financieras de las empresas	67
Cuadro III.2: Participación de los sectores productivos en el ingreso	74
Cuadro III.3: Participación bancaria en las juntas anuales de la principales empresas	77
Cuadro III.4: Comparación de financiamiento al sector corporativo en Japón y otros países industrializados	78
Cuadro IV.1: Características del mercado de créditos y de capitales	86
Cuadro A: Resultados Econométricos	133
Cuadro B: Prueba de raíces unitarias	133
Cuadro C: Prueba de diagnóstico	134
Cuadro VII.1: Participación de los pasivos por bancos y moneda	162
Cuadro VII.2: Instrumentos no líquidos	163
Cuadro VIII.1: Tasa de crecimiento y coeficientes de la inversión	175
Cuadro VIII.2: Estructura del mercado primario	178
Cuadro VIII.3: Estructura del saldo de la cuenta corriente	179
Cuadro VIII.4: Relación del balance primario y económico	180
Cuadro VIII.5: Comparación entre actividades de casas de bolsa, sociedades de inversión e instituciones bancarias	183
Cuadro VIII.6: Estructura de rendimientos de diversos instrumentos financieros	183
Cuadro VIII.7: Penetración financiera	184
Cuadro IX.1: Evolución de los precios de las cotizaciones	199

INDICE DE CUADROS ANEXO ESTADISTICO

- Cuadro 1: Principales indicadores macroeconómicos
- Cuadro 1.1: Transferencias al exterior
- Cuadro 2: Tasas de crecimiento de la inversión según agentes
- Cuadro 3: Relación entre las fuentes de financiamiento y la FBKF
- Cuadro 3.1: Tasa de crecimiento de la inversión fija total y sus fuentes de financiamiento
- Cuadro 4: Composición de los créditos según destinatarios
- Cuadro 4.1: Tasa de crecimiento de los flujos de créditos
- Cuadro 4.2: Tasa de crecimiento de los créditos, según plazos
- Cuadro 4.3: Tasa de crecimiento de los créditos, según emisores
- Cuadro 4.4: Tasa de crecimiento de los créditos, según emisores
- Cuadro 5: Tasas de crecimiento de las inversiones en valores
- Cuadro 5.1: Tasa de crecimiento de los valores
- Cuadro 6: Tasas de crecimiento del saldo de cuenta corriente
- Cuadro 6.1: Estructura del saldo de cuenta corriente
- Cuadro 7: Tasa de crecimiento de la inversión fija de empresas de control estatal y sus fuentes de financiamiento
- Cuadro 8: Tasas de crecimiento de la inversión fija de empresas y las fuentes de financiamiento
- Cuadro 9: Tasas de crecimiento de la inversión privada y las fuentes de financiamiento
- Cuadro 10: Tasas de crecimiento de los agregados monetarios
- Cuadro 10.1: Penetración financiera
- Cuadro 11: Tasa de crecimiento media anual de los pasivos, por moneda e instrumentos
- Cuadro 11.1: Participación de los pasivos en el total, por moneda, banca e instrumentos
- Cuadro 11.2: Tasa de crecimiento de los pasivos por bancos y monedas
- Cuadro 12: Tasas de crecimiento anual de los pasivos, por plazos y por bancos

FIGURAS

Figura III.1: Proceso de fondeo	60
Figura III.2: Estructura del fondeo	69
Figura III.3: Tipos de instituciones financieras	70

INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es analizar las relaciones existentes entre la estabilidad del sistema financiero y los mecanismos del fondeo de la inversión. Para ello, se establecerá teórica e históricamente, el papel que ocupa el fondeo de la inversión en la estabilidad económica. Posteriormente se estudiará, en el contexto de la economía mexicana, la vinculación entre las diversas estructuras financieras, el financiamiento, el fondeo de la inversión y la estabilidad económica.

El financiamiento y el fondeo de la inversión han desatado una gran discusión teórica en la ciencia económica, originándose explicaciones contrapuestas sobre la estabilidad del sistema financiero.

El paradigma neoclásico sostiene, de manera muy general, que el ahorro es previo a la inversión y que el movimiento de la tasa de interés determina su volumen, dejando al mercado financiero la función de traspasar los ahorros al sector productivo. En consecuencia, las instituciones financieras tienen como función central realizar la intermediación entre los agentes superávitarios y deficitarios, para lo cual se han propuesto políticas de “profundización” financiera que suponen la creación de instrumentos y plazos adecuados a la preferencia de los ahorradores e inversionistas.

Debe destacarse que los supuestos centrales de este planteamiento son: a) los ahorradores determinan el volumen de la inversión, b) el crédito contribuye a financiar la inversión productiva, y c) el libre movimiento del capital garantiza una tasa de interés de equilibrio, que capta el ahorro existente en la economía y realiza una distribución eficiente de estos recursos en el sector productivo.

El enfoque de la Demanda Efectiva se erige como una alternativa teórica al planteamiento del ahorro previo, sosteniendo que la inversión crea su propio ahorro, que es necesario garantizar financiamiento y que la estabilidad del sistema económico depende de la captación financiera del ahorro proveniente del ingreso generado por la inversión.

El fondeo garantiza la estabilidad en el sistema financiero, porque anula los créditos de corto plazo que otorga el sistema bancario, mediante la generación de instrumentos financieros de largo plazo, que recaudan el incremento de ingreso proveniente de la inversión, lo cual permite empatar las deudas con las utilidades.

El planteamiento de la Demanda Efectiva rechaza la proposición de que la moneda es neutra y basa su análisis teórico sobre el supuesto de que las relaciones de producción capitalistas se caracterizan por ser monetarias. El objetivo de la inversión es valorizar el capital adelantado; en este proceso, inciden variables reales y monetarias que están rodeadas por incertidumbre, y el ahorro no necesariamente se transforma en inversión (se rompe la Ley de Say).

Consecuentemente, el financiamiento es previo a la inversión y la captación institucional del ahorro tiene la función de estabilizar el proceso de crecimiento económico; y las instituciones financieras adquieren un papel central en el crecimiento y la estabilidad económica. Los bancos generan financiamiento de corto plazo y el mercado de valores recolecta el ahorro que anula el financiamiento bancario.

Debido a que los países en desarrollo tienen mercados de valores “delgados”, en ellos el proceso de financiamiento y recolección del ahorro ha sido realizado por instituciones bancarias. Estas últimas han tenido la función de canalizar compulsivamente el ahorro captado por el sistema financiero al sector productivo. Los mecanismos más frecuentemente usados son el establecimiento de los bancos nacionales de desarrollo; el “encajonamiento” de créditos, el encaje legal, la restricción a la salida de capitales, etc.

Empero, el rompimiento del orden monetario mundial, causado por la desmonetización del oro y la desregulación financiera internacional debilitó la función del fondeo en los mercados de capitales y destruyó, en los países en desarrollo, los mecanismos compensatorios.

La hipótesis central de este trabajo es que estos desequilibrio, junto con una incrementada movilidad internacional del capital, son causa fundamental de la inestabilidad económica en el mundo contemporáneo.

Con el fin de probar esta hipótesis se analizará la experiencia de México en 35 años, transcurridos de 1960 a 1994. Durante este periodo, el país experimentó los efectos de los cambios institucionales en el sistema monetario internacional, la desregulación del sistema financiero internacional y un proceso de desregularización de su sector financiero interno, con resultados claramente diferenciados que ofrecen la posibilidad de inferir conclusiones respecto al papel del fondeo en la estabilidad del sistema económico

El trabajo se divide en tres partes. La primera presenta los elementos teóricos sobre los que se apoya la hipótesis sustentada; la segunda analiza la evolución del sistema monetario y financiero internacional y su impacto sobre los mecanismos de fondeo de la inversión, particularmente en los países en desarrollo. La tercera parte examina las transformaciones en el sistema financiero mexicano, vinculado a los cambios en el sistema monetario y financiero internacional, sus repercusiones en el fondeo de la inversión y en el crecimiento y la estabilidad económica.

PRIMERA PARTE: ELEMENTOS TEÓRICOS

CAPITULO I: INCERTIDUMBRE, DINERO Y ESTABILIDAD ECONÓMICA

Las diversas teorías predominantes se diferencian por la caracterización que hacen en torno al proceso de toma de decisiones. Pese a que todos concuerdan que el pasado, el presente y el futuro afectan a las decisiones económicas, hay concepciones antagónicas con respecto a la función del tiempo pasado y la forma de determinación del tiempo futuro.

En otras palabras, hay consenso que un evento (i.e., decisión económica) puede arrojar diversos resultados (al menos más de uno), pero se diferencian en la predicción de los posibles resultados. A partir de ahí nace la diferencia entre el riesgo y la incertidumbre.

Con base en dichas diferencias se puede dividir la teoría económica en dos visiones dominantes¹. Una, que llamaremos la escuela ortodoxa (incluye a los clásicos prekeynesianos, síntesis keynesiana, monetaristas etc.); y la otra que denominaremos de demanda efectiva (abarca a Keynes, Kalecki, Kaldor, Steindl y, en general los postkeynesianos).

Los ortodoxos, al analizar el proceso de toma de decisiones consideran al riesgo, y la demanda efectiva centra su análisis teórico en torno a la incertidumbre. Patinkin (quien intentó resolver la inconsistencia sobre la dicotomía en la determinación de los precios) sostiene:

“el objetivo limitado de este libro es entender la fundamentación de una economía monetaria bajo perfecta certidumbre de precios e interés ... Una vez que se abre la caja de Pandora de las expectativas y la incertidumbre de precios e interés en el mundo del análisis económico, cualquier cosa puede ocurrir” (citado en Shackle 1970:175).

En consecuencia, el riesgo está presente cuando existe un evento que tiene más de un resultado y puede medirse la probabilidad de ocurrencia de un resultado determinado; y se hace referencia a la incertidumbre, cuando la ocurrencia de un resultado es imposible de medir (no se adjudica probabilidad alguna a los posibles resultados del evento).

Bajo estas condiciones la incertidumbre se le restringe a una visión no cuantitativa donde la evidencia pasada no puede ser utilizada para prevenir el futuro, mientras que el

¹ No se considera el planteamiento marxista.

riesgo, es posible de calcular con base en la ocurrencia de los eventos en el pasado. En palabras de Knight

“La diferencia práctica entre las dos categorías, riesgo e incertidumbre, es que las distribuciones probabilísticas del resultado, agrupadas en instancias, son conocidas para el primer término (ya sea a través del cálculo a priori o estadístico de pasadas experiencias) mientras que para la incertidumbre esto no es válido” (1964:136)

Consecuentemente en el marco teórico de la demanda efectiva, las experiencias del pasado o del presente no necesariamente se repetirán en los resultados del futuro y, es imposible adjudicar un porcentaje determinado a que tal o cuál evento social ocurra durante el futuro. Keynes al subrayar el efecto de la incertidumbre sostiene:

“Permítaseme explicar que por conocimiento “incierto” no quiero únicamente distinguir lo que se conoce con certeza de lo que solamente es probable. El juego de la ruleta rusa, no está en este sentido, sujeto a la incertidumbre ... El sentido que le doy al término es aquel que se usa cuando se dice que la perspectiva de una guerra en Europa es incierta; o cuál será el precio del cobre o la tasa de interés en veinte años ... En torno a estos temas no hay bases científicas, ni siquiera para calcular su mínima probabilidad” (1937: 135-136).

Con base en las diferencias entre el riesgo y la incertidumbre el dinero asume distintas funciones en la economía. Los ortodoxos sostienen que el dinero realiza principalmente la función de transacción y no afectan a la producción, y las desviaciones del corto plazo pueden ser corregidas en el mediano plazo; mientras que los teóricos de la demanda efectiva afirman que el dinero en el sistema capitalista se distingue por su función como depósito de valor, y tiene la particularidad de acelerar o detener el volumen de la producción.

En consecuencia, aun cuando, hay reconocimiento general sobre la presencia de la moneda en las relaciones de producción dominantes, no hay acuerdo sobre las funciones que ésta tiene ni como altera a la producción. Al respecto, Keynes apuntaba:

“Todo el mundo estaría de acuerdo en que actualmente vivimos en una economía monetaria en mi sentido del término Sin embargo, creo que los partidarios de la ciencia económica tradicional han subestimado las diferencias, en algunos casos fundamentales, que provienen de una economía monetaria y de la economía de intercambio real. Ha dominado la estructura de razonamiento generado por la economía de intercambio real en los hombres de negocios y en los propios economistas, generando muchas conclusiones y políticas erróneas. La idea sobre la facilidad de adaptar las conclusiones hipotéticas de una economía donde prevalecen los salarios

reales a un mundo que se caracteriza por tener salarios monetarios es equivocada. Es extraordinariamente difícil hacer dicha adaptación” Keynes, CW, XIV, citado en Chick (1983:2-3)

Considerando las diferencias entre el riesgo y la incertidumbre y su efecto sobre la moneda y la producción, decidimos analizar la relación entre el fondeo de la inversión y la estabilidad económica desde la perspectiva de la demanda efectiva, porque introduce abstracciones relevantes sobre el modo de producción dominante. Particularmente, incorporan el concepto de tiempo histórico, la incertidumbre, lo cual impone características muy definidas a la moneda y otorga un papel central a las instituciones en el crecimiento económico.

En este apartado deseamos ahondar sobre los supuestos de la corriente teórica postkeynesiana y resaltar sus diferencias con el paradigma ortodoxo, para justificar la elección de nuestro marco teórico.

1. Paradigma postkeynesiano: economía monetaria

La presencia de la incertidumbre en el análisis teórico de la demanda efectiva genera supuestos completamente opuestos a la teoría ortodoxa. Particularmente, se sostiene que la economía capitalista se distingue por ser eminentemente monetaria donde el dinero asume funciones particulares y genera instituciones específicas para organizar el proceso de producción y circulación.

1.1 Supuestos de una economía monetaria²

Los factores productivos son remunerados en dinero, es decir, los capitalistas tienen como objetivo central, valorizar el capital adelantado y, las ganancias como el ahorro adquieren una forma monetaria; por tanto, la producción así como su volumen, dejan de ser objetivos *per se* de los empresarios, relegándose la utilidad a segundo plano y se rompe la identidad entre ahorro e inversión.

En otras palabras, la economía de trueque (economía de trigo) es desplazada por el intercambio indirecto, donde el dinero es el mediador universal; y ni los salarios, ni las ganancias, ni el ahorro, aseguran un determinado nivel *ex - ante* de demanda de consumo e

² El análisis de las características del sistema capitalista se realizó considerando los trabajos de Cardim de Carvalho (1992), Chick (1983) y Davidson (1994).

inversión, por tanto, lo relevante son los rendimientos (y salarios) monetarios en vez del volumen de la producción. Ello impide la previsión firme sobre la demanda futura, es decir, el futuro es incierto.

Segundo, se destaca la existencia de jerarquías entre los agentes productivos. Los empresarios dominan a los trabajadores y determinan el volumen de inversión, de los ingresos y, por tanto de los ahorros; y los bancos tienen una posición central en el financiamiento de la inversión, o sea, en el paso de un estadio de desarrollo hacia otro. La consecuencia de este supuesto es que los agentes económicos dejan de ser iguales. De acuerdo con Kalecki “los capitalistas ganan lo que gastan y los trabajadores gastan lo que ganan”³.

Tercero, se subraya que la producción toma tiempo. Hay un primer momento (especialmente en la inversión) que requiere de la contratación de fuerza de trabajo y la compra de los demás insumos productivos para generar mercancías que, en un periodo posterior, serán vendidas. Consecuentemente la producción se basa en periodos pasados que son irrevocables y periodos futuros desconocidos, provocando incertidumbre en las decisiones de producción.

Cuarto, este tipo de organización de la producción impide que los mecanismos internos del mercado garanticen la plena ocupación de los factores productivos, porque los errores del pasado no necesariamente son enmendables en el presente ni en el futuro; por el contrario, son costosos y modifican el rumbo de la economía.

El proceso de aprendizaje y error se vuelve inapropiado en un modo de producción caracterizado por la incertidumbre. De hecho, el tiempo histórico es incompatible con procesos estocásticos que se distinguen por ser relativamente estables, con observaciones repetidas que generan suficiente información para tomar decisiones “correctas”. La presencia de estas dos variables (tiempo e incertidumbre) elimina los modelos *ergódicos*⁴, que suponen tiempos lógicos e iguales que no influyen en las decisiones económicas. En consecuencia, el modelo de producción dominante, también es incompatible con la noción

³ Esta proposición fue divulgada por Kaldor como la “Teoría de los beneficios de Kalecki”. Mayores referencias, Feiwel, 1981:140.

⁴ Mayores referencia véase Davidson 1972, 1978 y 1994.

de que las perturbaciones son de carácter temporal, y que la economía en el largo plazo siempre tiende al pleno empleo de las fuerzas productivas⁵.

Desde la perspectiva postkeynesiana, por lo tanto, se plantea la existencia de distintos tiempos que se distinguen por ser históricos, o sea, modifican los resultados económicos. Los hechos y los acontecimientos afectan las decisiones de los agentes y el análisis económico se convierte en lógico - histórico. Este nuevo entorno económico (que incluye el tiempo y la incertidumbre) es caracterizado por ser no *ergódico*, y se distingue por “no tener bases para formarse una probabilidad” (Davidson, 1978).

Quinto, se sostiene que la falta de coordinación, generada por la presencia de numerosos productores independientes y las sucesivas fases de producción necesarias para generar productos finales es mediatizada en el sistema capitalista por contratos que afectan principalmente a la producción de bienes duraderos. Dado que los salarios no representan demandas seguras en términos de volúmenes específicos ni por determinados bienes y servicios y, que las ganancias y los ahorros son monetarios, los cuales pueden mantenerse bajo esa forma por un periodo indeterminado, se genera incertidumbre que puede ser mitigada por contratos, los cuales requieren la presencia de la moneda, que en sí misma es un contrato.

En este contexto, el dinero es el medio más conveniente para intercambiar bienes y diferir decisiones, debido a que puede operar en el presente y enlazar el futuro. Se diferencia de las demás mercancías porque es completamente líquido (en oposición a los bienes fijos), otorgándoles la capacidad de expresarse en sus términos - unidad de cuenta -. Ello facilita el intercambio y el traspaso del poder de compra presente hacia el futuro - depósito de valor.

Así, las relaciones monetarias desplazan al trueque; y el ahorro puede expresarse en términos monetarios, reduciendo la demanda efectiva en el presente, sin asegurar que se efectúe en el futuro.

⁵ El modelo de equilibrio general está basada en la concepción de un mundo *ergódico* que bajo condiciones de libre movimiento de los factores productivos genera pleno empleo de las fuerzas productivas y las perturbaciones sólo desvían temporalmente los resultados del pleno empleo. En términos matemáticos, utilizan el punto de ensilladura para mostrar los efectos de las perturbaciones económicas.

En suma, el dinero, especialmente en su función como depósito de valor es la expresión de una economía no *ergódica*. Este motivo se debe a la baja confiabilidad de los cálculos y las convenciones sobre el futuro, es decir, a expectativas inciertas. En palabras de Davidson (1972:144):

Solamente en un mundo de incertidumbre y decepción, el dinero, por sí mismo, aparece como un mecanismo necesario para diferir decisiones: se mantiene dinero solamente cuando nos sentimos quisquillosos de tomar cualquier acción que comprometa nuestra demanda sobre recursos futuros, que sólo pueden ser modificados, a precios muy altos (y no siempre es posible)”

1.2 Propiedades del dinero

Las propiedades esenciales para que el dinero actúe como unidad de cuenta, medio de intercambio y depósito de valor son:

i) tener elasticidad de producción igual, o muy cercana, a cero. Cuando los agentes económicos, por motivos de incertidumbre difieren el gasto de su ingreso, baja la demanda de recursos productivos y aumenta la demanda de dinero. Esta mayor preferencia por la liquidez -mayor demanda de dinero- no crea una demanda adicional de recursos productivos (fuerza de trabajo e insumos), por el contrario, crea desempleo.

“la demanda puede dirigirse predominantemente al dinero ... cuando esto ocurre no puede emplearse más trabajo en producir más dinero ... no hay atenuación de ninguna especie debido a la posibilidad de que cualquier otro factor sea capaz, si es lo bastante barato, de desempeñar el papel del dinero tan bien como él ... Un alza en la tasa monetaria de interés retarda la obtención de los objetos cuya producción es elástica sin poder estimular la producción del dinero (que es por hipótesis perfectamente inelástica)”
Keynes, 1936:208

ii) tener elasticidad de sustitución igual, o cercana, a cero. Esto implica que no existen otras mercancías con las mismas cualidades que el dinero. Por tanto, pese a que existen opciones alternativas de transferir el ingreso, el incremento del precio del dinero, inducido por mayores niveles de demanda no provoca que los agentes demanden otro activo sustituto. La demanda del dinero como depósito de valor, en un mundo incierto, no genera demanda que emplea recursos. En consecuencia se rompe la interacción virtuosa entre la oferta y la demanda, expresada en la Ley de Say⁶.

⁶ La concepción clásica sobre el funcionamiento de la economía se popularizó bajo la Ley de Say que es definida por Davidson 1994:14 de la siguiente manera:

Dillard (1955:16) sostiene:

Para Keynes la función más importante del dinero, es que puede demandarse, en tanto activo, por su función de depósito de valor, y ello es la causa del desempleo. No sólo el dinero, sino cualquier activo que posea sus características, impide que el sistema alcance equilibrio con pleno empleo. Esta característica de la estructura de mercado no permite al sistema económico tener mecanismos automáticos. *El desempleo se origina porque los poseedores de riqueza demandan algo que no puede producirse (dinero) y no demandan algo que puede producirse (otras formas de riqueza)*. (subrayado nuestro)

En otras palabras se rompe la Ley de Say y aparece la posibilidad de un equilibrio con subconsumo.

iii) El costo de transferencia del dinero, de su función de intercambio a depósito de valor (o viceversa) es igual a cero. Los agentes económicos no incurren en costos al diferir el consumo de su ingreso o, por cambiar de opinión, sobre la forma de mantener sus ahorros.

Bajo esta óptica el dinero afecta a las relaciones económicas de manera indirecta, a través de los siguientes factores: 1) la preferencia por la liquidez, que determina la parte del nuevo dinero que el público desea mantener como saldos líquidos; 2) el efecto que las variaciones de la oferta y la demanda de dinero tengan sobre las tasas de interés y 3) el efecto de la tasa de interés sobre la inversión, ya que ésta, a través del proceso multiplicador, determina la demanda efectiva⁷.

La principal diferencia de Keynes con respecto a la teoría cuantitativa del dinero, base de la teoría del intercambio real de mercancías, justamente aparece en la circulación financiera y lleva a refutar la Ley de Say. Al respecto Chick (1992:130) escribe:

Para lograr lo anterior (refutar la Ley de Say) se debía demostrar que el dinero podía ser retirado de la circulación y mantenerse ocioso, no sólo de manera temporal, sino en un volumen significativo y por un periodo relativamente largo, con la justificación que

“La única explicación del por qué la gente produce, es decir proveen de mercancías al mercado, es la obtención de ingreso. Se supone que las actividades relacionadas con la generación de ingreso proveniente de actividades productivas son desagradables. Entonces, las personas trabajan sólo si pueden obtener suficiente ingreso para comprar productos hechos por otros que les genera placer (utilidad) para compensar el desagrado de trabajar en actividades productivas. Si las personas son maximizadores de utilidad racionales, todo el ingreso devengado en el mercado, por la venta de sus productos y servicios, es gastado en la compra (demanda) de productos generados por otros. Esta ley supone que las depresiones ni las recesiones NO pueden ocurrir. El propio acto de producir genera suficiente ingreso y demanda para la compra de todos los bienes producidos. Los empresarios que buscan ganancias siempre pueden encontrar demanda suficiente para la producción generada por los trabajadores”.

⁷ Una amplia discusión de estos temas se encuentra en Mántey, 1994, capítulo VI.

había periodos, donde la tasa de retorno que se obtenía por poner dinero en interés tenía peligros de ser destruido por pérdidas de capital”

Debe resaltarse que el dinero no es neutral, por tanto, afecta al volumen de producción. La incertidumbre juega un papel fundamental en la relación variación de dinero, variación en la demanda de bonos y variación en la inversión.

1.3 Instituciones: bases para el funcionamiento de una economía monetaria

Desde la perspectiva de la teoría de la Demanda Efectiva, las relaciones institucionales son otro factor distintivo del sistema capitalista y, se generan por la incertidumbre. Su forma primaria está representada a través de contratos que, por un lado, permiten diferir ingreso monetario presente al futuro, a través del dinero; y por otro, genera “arreglos” con el objetivo de reducir el peso de la incertidumbre entre las partes demandantes y oferentes de la actividad económica.

La forma primaria de los contratos son las deudas, y aparecen con la creación del dinero, mediante “contratos para diferir pagos y precios-listas que son ofrecimientos para la compra y venta” (Keynes, 1930). En otras palabras los contratos a futuro proveen las conexiones temporales necesarias y permiten la creación de una economía monetaria: Al respecto Davidson (1994:87) sostiene:

“La base de un sistema monetario descansa sobre la existencia sincronizada de dinero y contratos dinerarios sobre un futuro incierto, que tiene como máxima “el dinero compra bienes y los bienes compran dinero; pero los bienes no compran bienes”

Los contratos permiten la organización de mercados⁸, los cuales pueden dividirse en dos tipos: el *spot* (instantáneo) donde se organiza la compra y venta de mercancías ya existentes en el proceso de producción y el futuro (*forward*) que organiza los arreglos contractuales para mercancías que requieren diferir la demanda de la entrega de bienes, o esta relacionada con activos financieros que son “promesas” de rendimientos futuros.

Particularmente, los bienes de capital fijo tienen: i) una baja liquidez porque carecen de estandarización; ii) tienen altos costos de almacenamiento, iii) su demanda se realiza

⁸ Los mercados serán eficientes y bien organizados si las mercancías cumplen con las siguientes características: i) ser bienes de demanda generales; ii) ser estandarizables; iii) deben tener alto grado de sustituibilidad entre las mercancías existentes y las nuevas; iv) los stocks deben ser relativamente grandes comparados con sus flujos anuales; v) deben ser bienes durables; vi) deben tener un alto valor con relación a su volumen; vii) deben existir instituciones financieras que permitan el funcionamiento del mercado actuando como compradores y vendedores residuales. (Davidson, 1972:87)

mediante pedidos (contratos), porque no se encuentran disponibles en el mercado; y iv) emplean recursos reales en su producción. Los activos financieros tiene características opuestas (alta liquidez, bajo o nulo costo de almacenamiento y de sustitución) y por ello pueden expresar los rendimientos futuros de los bienes físicos (i.e., son el precio de demanda).

El efecto de los contratos y la presencia de los activos financieros sobre la demanda de la inversión fija, es que los productores podrán conocer su demanda, planificar su producción, e imponer un precio de oferta, con base en el cual los demandantes podrán determinar el precio de demanda y solicitar financiamiento de corto plazo y fondar la inversión.

Los mercados a futuro inciden sobre el precio de demanda de los bienes de inversión y en general de todos los bienes durables que puedan expresarse en términos monetarios y que no existan todavía en la actualidad.

Una de las condiciones necesarias para que se generalice la utilización de los contratos, y que estos actúen como financiamiento para la inversión, es que las deudas privadas operen como medio de cambio⁹ y que existan instituciones de compensación¹⁰. En caso que los contratos no tengan instituciones de compensación que los conviertan en medios de pagos, se mantienen como deudas privadas, lo cual provoca la necesidad de dinero para evitar la restricción financiera¹¹ y problemas de liquidez.

Las instituciones monetarias desarrollan instrumentos financieros que transfieren ingreso de unidades superávitaras a unidades deficitarias, y también **crean dinero**, mediante los contratos, los cuales financian a la inversión. O sea, crean y movilizan recursos desde el circuito financiero hacia el productivo, permitiendo la generación de capital industrial, lo cual dinamiza el crecimiento económico.

⁹ Las deudas privadas se transformarán en medio de cambio si existen instituciones de compensación; y debe haber seguridad que las deudas que no sean líquidas, sean convertidas a una paridad conocida como medio de pago legalmente forzoso (Mayores referencias, Davidson, 1972:152)

¹⁰ Las instituciones de compensación tienen como finalidad permitir que se establezcan y cancelen deudas mutuas entre un número de organizaciones, v.g., cuentas de cheques entre distintas instituciones bancarias.

¹¹ Las instituciones de compensación contrarrestan la restricción financiera pues su presencia reduce la necesidad de mantener dinero como medio de pago (cuasi-dinero) y justamente el desarrollo de las instituciones de compensación ha modificado el sistema financiero internacional, especialmente, a partir de la globalización financiera.

Sin embargo, se debe recordar que el motivo de especulación retira dinero de la circulación. En caso de altos niveles de especulación (o la percepción de estos por parte de los agentes productivos) incrementa la preferencia por la liquidez, deprimiendo los niveles de actividad económica.

En resumen el dinero, dadas sus características, tiene como contrapartida las deudas, que son contratos que pueden generar especulación, incrementando la liquidez lo cual detiene la actividad productiva; o bien otorgar certeza a la producción de activos fijos y crear instituciones por donde circule la deuda privada, lo cual permite el divorcio de la inversión de los recursos reales (ahorro).

Podemos finalizar sosteniendo que los contratos son un arma de doble filo que pueden agilizar la actividad productiva, pero a la vez, debido a la incertidumbre pueden detener la producción y generar desempleo involuntario. En palabras de Davidson (1994:98)

“La existencia de contratos e instituciones monetarias es importante para explicar la evolución del *Homo Sapiens* ... esta superioridad tiene doble filo; permite el aumento de los niveles de vida, pero bajo ciertas condiciones provocados por los humanos, puede someter a la mayoría de la población a la pobreza, e incluso a la inanición, aunque la sociedad, en ese mismo periodo, posea recursos ociosos, que podrían aliviar la pobreza de utilizarse. Esta es la paradoja resultante del desarrollo humano y el uso del dinero, contratos y mercados”

Con base en lo anterior es posible concluir, que las decisiones económicas dejadas a la libre interacción entre las personas, es decir, al *laissez faire*, generarán desempleo involuntario, porque los sistemas basados en el uso del dinero, han mostrado una propensión al quiebre y no han podido garantizar niveles de pleno empleo, permitiendo que algunos recursos permanezcan ociosos. Consecuentemente, es necesario intervenir en el mercado a través de instituciones, que es uno de los mecanismos del sistema capitalista para asegurar el pleno empleo de los recursos productivas y la generación de riqueza.

2. Visión ortodoxa: economía real de intercambio

Hay un conjunto de teorías que hemos denominado ortodoxas, las cuales omiten a la incertidumbre - aunque unos explícitamente la reconocen sin introducir sus efectos al análisis - con el objetivo de mostrar que la economía capitalista es estable y puede lograr el pleno empleo - con o sin interferencia estatal -.

Los economistas prekeynesianos sostenían que el libre movimiento de las fuerzas de mercado con una regulación de las relaciones sociales de producción, era suficiente para lograr la plena ocupación de las fuerzas productivas. Basan su análisis teórico en la flexibilidad de los precios y la neutralidad y estabilidad del dinero, sosteniendo que la tasa de interés es determinada por factores reales.

Los neoclásicos (síntesis keynesiana) admiten la presencia de la incertidumbre y el motivo especulativo que, empero neutralizan, a fin de mostrar que mediante cierta intervención estatal, a través del gasto fiscal, la economía puede lograr el empleo de los factores y, que el dinero, no necesariamente provoca incertidumbre.

Y finalmente se encuentran los monetaristas que retoman los planteamientos de la corriente prekeynesiana y profundizan el análisis sobre la neutralidad - estabilidad del dinero, el cálculo del riesgo y la flexibilidad de los precios, retomando la idea que la tasa de interés es una variable de carácter real.

2.1 Visión prekeynesiana

La teoría del *intercambio real* tuvo como sustento el periodo precapitalista, donde dominó la producción agrícola y el comercio interno **no** estaba monetizado. El comercio internacional introducía la necesidad del dinero. La fuerza de trabajo, la transferencia de ingreso de un periodo a otro, las ganancias y el ahorro se expresaban a través de bienes reales (trigo), o sea todas las variables se manifestaban mediante recursos reales; y el consumo y la inversión no se diferenciaban, porque había certidumbre sobre el valor futuro de la demanda. Asimismo, el acto de ahorrar era realizado por los mismo agentes que invertían.

En este contexto, el ahorro se mantiene como tal por un corto periodo de tiempo y necesariamente se convertía en inversión, y dada la inexistencia de instituciones monetarias que liquidaran las deudas privadas, la única fuente de financiamiento eran los recursos reales no consumidos. Bajo estas condiciones la flexibilidad de la tasa de interés determinaba la oferta del ahorro y la demanda de la inversión.

En el ámbito teórico, no obstante los clásicos aceptan que el ingreso es un factor importante en la determinación del ahorro, ignoran la influencia de la inversión en el ingreso y lo consideran como predeterminado (a nivel de pleno empleo) en la fijación del

tipo de interés; y, en el margen la oferta de fondos, depende del movimiento de la tasa de interés y, el volumen de la inversión es determinado por la tasa de interés (ver Chick 1983:184).

Bajo esta perspectiva, el dinero tiene dos funciones: circular para obtener bienes de consumo y financiar la inversión. No había ningún otro motivo para demandar dinero.

2.2 Teoría de Fondos Prestables (TFP)¹²

Esta teoría aparece como una respuesta al planteamiento de Keynes, y avanza con respecto a los clásicos, al reconocer la posibilidad de mantener dinero en forma líquida, independientemente de los recursos reales, aceptando la posibilidad de crear dinero para financiar la inversión.

Las diferencias que distancian el planteamiento de la Demanda Efectiva de las revisiones que hicieron los teóricos de la Síntesis Keynesiana - ver cita de la página 1 y 2- se encuentra en los siguientes puntos:

(1) La TFP considera como flujos a todas las formas de atesoramiento (*hoarding*), incluyendo a la propia inversión. En otras palabras, los activos financieros y el ingreso no destinado al consumo, pueden ser considerados como fuentes de financiamiento de la inversión; por tanto, el ahorro financia la inversión.

La inclusión del concepto de flujos, genera puntos de contacto muy fuertes con la concepción monetaria clásica que sostiene que el ahorro es la fuente de financiamiento de la inversión, aunque se admite la posibilidad que el ahorro adquiriera una forma monetaria y pueda generarse dinero nuevo (independiente a los recursos reales), el cual, sin embargo, sólo se demandara para financiar la inversión.

En otras palabras, las fuentes de financiamiento de la inversión serían los recursos reales y la creación de nuevo dinero, el cual, empero necesariamente se dirige al sector productivo, obviando toda posible especulación, porque el intercambio se realiza a precios “correctos”.

Hicks, sostiene que el equilibrio se logra cuando las utilidades marginales de todos los posibles usos alternativos (consumo, préstamos, posesión de dinero líquido) se igualan; para lo cual introduce el subastador que proporciona información gratuita respecto a las

ofertas y demandas, permitiendo la recontractación hasta que los precios alcancen su equilibrio. (mayores referencias Hicks 1954: capítulo XII)

(2) la tasa de interés es determinada por el ahorro y la inversión cuando la acumulación neta es igual a cero y la oferta monetaria se mantiene constante. El atesoramiento es considerado como un fenómeno temporal, o sea, generalmente es igual a cero. Este planteamiento liga a la TFP con la concepción clásica sobre los determinantes de la tasa de interés.

Hicks (1954: capítulo XII) propone que si el mercado real y uno de los segmentos del mercado financiero (el mercado de dinero o el mercado de capitales) logran un equilibrio, necesariamente el tercero, también lo estará. Consecuentemente, puede usarse la preferencia por la liquidez o la teoría de los fondos prestables, para determinar la tasa de interés. En consecuencia, es indistinto cuál de las dos ecuaciones se utilice, finalmente, en equilibrio el resultado será el mismo.

El autor de la síntesis puede arribar a la anterior conclusión porque reemplaza el concepto de incertidumbre por riesgo. Por un lado señala que el dinero se demanda por su función de depósito de valor, y por tanto la tasa de interés se ve afectada por las expectativas del público respecto al valor futuro del dinero; pero por otro añade, que las expectativas se forman **después** de que se determinan los precios; por consiguiente no hay lugar para la determinación de precios incorrectos; y habiendo precios “correctos” no puede existir incertidumbre.

(3) En el marco de la TFP el dinero es gastado directamente por los agentes económicos o es prestado y se fundamenta en un análisis microeconómico; que supone que el objetivo de todos los agentes al ahorrar es posponer consumo, generándose traspaso del poder adquisitivo presente hacia el futuro.

Sin embargo, Keynes analiza el ahorro desde la perspectiva macroeconómica, y es concebido como una decisión de no consumir y no tiene como función, en sí mismo, financiar a la inversión. (Chick, 1992:135).

¹² Se sigue el análisis expuesto por Chick (1983, capítulo IX).

Debe resaltarse que, bajo este esquema, a diferencia del planteamiento de Keynes, el ahorro se identifica con los fondos prestables y los saldos ociosos únicamente tienen un carácter temporal (paso de stocks a flujos) y es una situación anormal. Minsky apunta:

Cuando la teoría económica siguió a Sir John Hicks y enunció la preferencia por la liquidez como una relación entre la oferta monetaria y la tasa de interés, se perdió el profundo significado de la Teoría de Keynes como una teoría del comportamiento de una economía capitalista” (1980:208/209)

4) En la versión de la Síntesis Keynesiana, que desarrolla la TFP, el consumo, la eficacia marginal del capital y la preferencia por la liquidez, se determinan conjuntamente, desapareciendo el elemento tiempo. Chick (1983:3-4) al respecto comenta “Los tres elementos están ahí (...) pero se han colocado juntos en un sistema de ecuaciones simultáneas - un método apropiado sólo para el análisis del intercambio -, y todo incluso la función de la preferencia por la liquidez es “real”. En otras palabras, la síntesis soslaya los fundamentos centrales de la Teoría de la Demanda Efectiva, que es la incertidumbre, el tiempo histórico y el carácter eminentemente monetario de la economía capitalista.

2.3 Monetaristas

Los monetaristas borran la diferencia entre el gasto del consumo (se realiza en el presente) y la inversión (se realiza en el presente pero se valoriza en un futuro incierto), regresando la teoría a las condiciones del intercambio real (economía de trigo), con lo cual se elimina la incertidumbre de las decisiones de inversión, por tanto, la economía se autoregula y las perturbaciones tienen un carácter eminentemente temporal.

En segundo lugar introduce la teoría de las “expectativas racionales” indicando que los agentes se comportan de una determinada manera al ocurrir situaciones específicas, reforzando la desaparición de las previsiones y el futuro incierto, y las distintas percepciones de los agentes económicas.

En tercer lugar se diferencian de la TFP, al plantear que la circulación del dinero es en términos de stocks en vez de flujos. Chick apunta (1992:137): “En Friedman, la retención de dinero es una forma alternativa de conservar bienes durables que *generan* consumo. En este modelo el dinero puede ir hacia cualquier lado - si es que tiene una dirección. En consecuencia el dinero influye al ingreso como un todo y no sólo a la inversión”.

El dinero vuelve a ser completamente neutral, la tasa de interés se determina por variables reales y el desconocimiento del futuro (expectativas inciertas) es reemplazado por el riesgo. Los mecanismos del mercado pueden asegurar el pleno empleo de los factores productivos, siempre y cuando no existan barreras que impidan su libre movimiento. El Estado debe abstenerse de la intervención directa en la economía y su función se restringirá a la regulación de los factores de la producción, con el único fin, de impedir la creación de barreras al libre movimiento de éstos.

O sea, se vuelve a los fundamentos de la teoría prekeynesiana, negándose la presencia de la incertidumbre, que el dinero se diferencia de las demás mercancías y pueda generar desempleo de las fuerzas productivas.

2.4 Características generales del modelo de intercambio real

Los ortodoxos consideran que la velocidad de ajuste entre el mercado real y financiero es igual debido a que no introducen diferencias entre los activos fijos y financieros. Para esta corriente teórica, todas las mercancías (incluyendo el dinero) tienen los mismos atributos, lo cual les permite seguir manteniendo el principio de la sustituibilidad. Los precios (incluyendo a los salarios) son completamente flexibles y determinan el pleno empleo de las fuerzas productivas; y el desempleo existente lo caracterizan de voluntario. Los tiempos son lógicos, determinándose instantáneamente el consumo, la inversión y la producción. No diferencian el motivo de transacción del motivo de financiamiento lo cual implícitamente supone que la inversión no es un gasto diferente del consumo. La falta de conocimiento sobre el futuro la resuelven a través del cálculo de la administración de riesgo. Finalmente, el papel de los intermediarios financieros se restringe a la canalización del ahorro a los inversionistas, y a alargar los plazos del financiamiento. En síntesis, consideran al dinero sólo como un medio de pago, eliminando o reduciendo a su mínima expresión, el motivo especulación.

Este paradigma teórico, a diferencia del esquema de la Demanda Efectiva, se basa en los siguientes axiomas: (1) el dinero es neutral, o sea, afecta sólo a los precios monetarios¹³ y no modifica las decisiones de producción. 2) La oferta crea su propia

¹³ Suponen la existencia de una dicotomía entre la determinación de los precios relativos y monetarios. Una amplia discusión al respecto se encuentra en Levy (1996).

demanda; ello implica que la economía posee mecanismos autoregulatorios que garantizan el pleno empleo de las fuerzas productivas y el desempleo existente se considera voluntario. Debe resaltarse que la síntesis keynesiana sustituye la Ley de Say por la intervención estatal en la economía (mediante gasto público). (3) Todas las mercancías (incluyendo al dinero) son perfectamente sustituibles, es decir, la función del dinero puede ser asumida por cualquier otro bien. (4) Existe un mundo *ergódico*, lo cual entrevé que el futuro económico es predecible y confiable, y se conoce mediante el estudio de eventos económicos pasados.

CONCLUSIONES

La discusión anterior mostró que la incertidumbre y sus efectos en las funciones del dinero diferencian los planteamientos de la demanda efectiva y los ortodoxos. Si se parte del supuesto que la economía se caracteriza por tener relaciones monetarias, no es posible mantener la Ley de Say, ni suponer que el libre movimiento de los factores productivos determinará el pleno empleo de los factores productivos y generara estabilidad económica. Tampoco es viable plantear que el gasto público por sí mismo garantice un crecimiento estable.

Por el contrario, la incertidumbre genera relaciones monetarias que puede exacerbar la inestabilidad financiera o neutralizarla; y las instituciones financieras son un elemento clave en la determinación del crecimiento estable. Consecuentemente, las políticas económicas que emanan de ambas concepciones se diferencian diametralmente. Unos sostienen que las instituciones financieras sólo deben actuar como intermediarias financieras; y los otros señalan que el fondeo (que se genera mediante estructuras institucionales) es central para generar estabilidad financiera.

CAPITULO II

DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN UN MUNDO INCIERTO

En este capítulo se analizará las decisiones de inversión en un contexto de incertidumbre, lo cual supone que la economía se caracteriza por tener relaciones monetarias, con la particularidad que el dinero no es neutral. Bajo estas condiciones el financiamiento ocupa un papel central en las decisiones de la inversión y éste no depende del ahorro previo. Considerando los supuestos anteriores se discutirán los determinantes de la inversión desde la perspectiva de la demanda efectiva.

Bajo este contexto, la comparación entre la tasa de ganancia y la tasa de interés dejan de ser condiciones suficientes para entender el movimiento de la inversión; y debe incluirse de manera explícita la incertidumbre, a través de la tasa de apalancamiento; los fondos internos, que a su vez también inciden en el financiamiento total; la capacidad ociosa y los avances tecnológicos.

Es decir, además de cumplirse la condición de mayor rentabilidad en el sector productivo con respecto al financiero, debe considerarse: 1) la calidad de los préstamos, que dependen del volumen de los préstamos respecto al capital propio; 2) el monto de recursos internos, que determina la cantidad de préstamos a los que puede acceder la empresa; 3) la capacidad ociosa y 4) los avances tecnológicos, que explican los movimientos de la inversión de manera relativamente independiente a la tasa de ganancia.

Consecuentemente, postularemos que los determinantes de la inversión son las ganancias que se miden a través del precio de la demanda y de oferta; las expectativas que se reflejan a través de la tasa de apalancamiento; los fondos internos; la capacidad ociosa y los avances tecnológicos.

Para fines de exposición se dividirá el capítulo en cinco apartados. En el primero se discutirá los determinantes de la ganancia, a partir del precio de la demanda y de oferta; en el segundo se explicará con base en la incertidumbre la génesis de la tasa de apalancamiento; en el tercero se expondrá el financiamiento interno; en el cuarto se examinará los efectos de la capacidad ociosa sobre el movimiento de la inversión; y finalmente, en el quinto apartado se analizará las innovaciones tecnológicas.

1. Análisis de las ganancias

Todos los economistas que estudian a los determinantes de la inversión consideran las ganancias como una de las variables centrales. Sin embargo, hay distintas maneras de analizar esta variable.

Keynes, sostiene que la rentabilidad debe ser esperada y, además, debe tener una magnitud precisa,¹⁴ para lo cual propone una relación entre el capital adelantado (precio de la maquinaria) y los rendimientos - provenientes de ese capital adelantado - que denomina eficacia marginal de capital (m) comparándolo con la tasa de interés (ti) para poder tomar una decisión de inversión (I) o alternativamente, propone comparar el precio de demanda (Pd) con el precio de oferta (Po).

Sea $I = f(m, ti)$, expresémosla en términos de Pd y Po , como sigue:

Primero, la eficacia marginal del capital (EMC) es una tasa de descuento que iguala el precio de oferta de un bien de capital con los rendimientos esperados probables, suponiéndose que emanarán de dicha inversión. Es decir, se deberá estimar el monto del rendimiento del bien de capital para compararlo con el precio de oferta¹⁵. Segundo, la EMC es una tasa interna de rendimientos que debe igualar costes corrientes con ingresos futuros esperados: depende de los rendimientos de la inversión que tienen la característica de ser futuros y probables, así como del precio de oferta; y para determinar el volumen de la inversión se debe comparar a la EMC con la tasa de interés (ti), porque es la forma alternativa que un monto de capital inicial puede obtener ganancias.

Bajo el supuesto que una máquina (nuevo activo fijo) permanezca un sólo año en el proceso productivo, el planteamiento anterior puede expresarse algebraicamente de la siguiente manera:

¹⁴Keynes apunta que la rentabilidad es esperada porque influyen los rendimientos futuros - que no tienen porque ser iguales a los pasados- donde incide fuertemente la incertidumbre y las expectativas subjetivas. Asimismo, la rentabilidad debe ser precisa porque el gasto de invertir se hace con el afán de generar ganancias y, para decidir sobre la rentabilidad de la inversión, no basta comparar los rendimientos esperados de la maquinaria adicional con el precio de ésta, porque: a) los rendimientos constituyen un flujo de ingresos que se extiende en el tiempo y se supone que un peso, v.g., en el año $(t+5)$, no es lo mismo que un peso en el año (t) ; y b) no basta que la utilidad sea positiva, porque el capitalista tiene ante sí una amplia gama de posibilidades y debe elegir aquella de mayor rentabilidad. Por tanto, debe utilizar un rendimiento preciso (ie., claro) que le permita cotejar el rendimiento de los diferentes proyectos de la inversión que puede emprender.

$$Po = \frac{R}{(1+m)} \implies m = \frac{R}{Po} - 1, \text{ luego: } I = f(m, ti) \quad (1)$$

donde R: Rendimientos futuros

Alternativamente, el precio de demanda se utiliza como indicador de ganancias, que son los rendimientos futuros actualizados sobre la base de una tasa de interés (que puede variar de un periodo a otro). En otras palabras, Pd es el valor actualizado de los rendimientos futuros y para determinar el volumen de la inversión, se debe comparar el Pd con el Po¹⁶, lo cual puede formalizarse de la siguiente forma:

$$Pd = \frac{R}{1+ti} \implies ti = \frac{R}{Pd} - 1, \text{ luego: } I = f(Pd, Po) \quad (2)$$

Consecuentemente, las variables que están presentadas en ambas formas la determinación del volumen de la inversión, de acuerdo a Keynes, serían tres: Precio de oferta, Rendimientos futuros y tasa de interés.

Nótese que el precio de demanda corresponde al precio de las acciones y el precio de oferta indica el precio de reposición de la maquinaria, determinado en el sector real.

1.1 Precio de oferta

Se define como aquel “que bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir una unidad adicional del mismo, es decir, lo que algunos llaman costo de reposición” (Keynes, 1936:125); que se diferencia del precio de mercado de las maquinarias.

Depende del costo directo de los insumos reales y factoriales y un margen de ganancia que debe cubrir las ganancias propiamente tales, así como los costos financieros que están en función del periodo de producción¹⁷. Algebraicamente, el precio de oferta se puede expresar de la siguiente manera:

¹⁵ En palabras de Keynes: “Defino a la EMC como si fuera igual a la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de una serie de anualidades dadas por los rendimientos esperados, a su vez, al precio de oferta (Keynes, (1936, pp. 125).

¹⁶ Se sostiene que la relación entre precio de oferta y demanda versus precio de oferta y tasa de interés, es más clara, debido a que se explicita por un lado, el precio de los activos fijos en el sector financiero (Pd) y, por otro, el precio en el sector real (Po). Mayores referencias Minsky, 1975.

¹⁷ Los costos financieros van a ser más elevados (como proporción del producto final) mientras mayor sea el lapso de tiempo que hay capital inmovilizado, es decir, en que hay trabajadores operando, en que hay sueldos que pagarse, etc.. O sea, entre mayor sea el lapso de tiempo entre el gasto de la inversión y la generación de

$$Po = \{cd + mg(cd) + ti(cd)\} \quad (3)$$

$$= cd (1 + mg + ti) \quad (3.1)$$

donde: cd: costo directo, mg: margen de ganancia

1.2 Precio de demanda

Es el valor actualizado de los rendimientos futuros, por lo que intervienen los rendimientos futuros y la tasa de interés.

1.2.1 Rendimientos futuros

Se caracterizan por ser probables y esperados, es decir, se consideran los rendimientos de la maquinaria a lo largo de toda su vida activa con las consecuentes previsiones de las condiciones que rodeen a la maquinaria. Equivalen a las ganancias brutas esperadas, que son iguales a la diferencia entre ingreso brutos menos costos primos o utilidades más depreciación. Al caracterizarse los rendimientos como esperados, se consideran los valores que el empresario pronostica para el futuro y, por lo mismo, conllevan un fuerte elemento de inseguridad. De igual modo, el periodo de vida útil que se le asigna a los bienes de capital invertidos constituye un pronóstico que no es completamente seguro. Así, los rendimientos futuros (esperados), por ser probables, poseen fuerte dosis de incertidumbre.

Específicamente, para realizar los cálculos necesarios sobre los rendimientos futuros es necesario pronosticar: 1) la vida económicamente útil del bien de capital¹⁸; 2) los precios y las magnitudes de ventas¹⁹; y 3) los costos de producción y comercialización de las mercancías.

Keynes llama la atención sobre la presencia probabilística de los rendimientos, lo cual provoca que la EMC sea una tasa de rentabilidad diferente a la Productividad Marginal del Capital y a la Tasa Media de Rentabilidad, puesto que la primera es función

ganancias, mayor será el costo asociado con los gastos financieros en que debe incurrir el empresario que financia dichos costos con fuentes externas.

¹⁸ La vida económicamente útil se debe diferenciar de la vida técnica de la maquinaria. La primera indica el monto de años que efectivamente permanecerá la maquinaria en el aparato productivo y la segunda es la vida total de dicho bien. La diferencia entre los dos conceptos es la posibilidad de que la maquinaria caiga en desuso por la introducción de progreso tecnológico. La maquinaria podrá estar en condiciones técnicas de producir, pero imposibilitada por problemas económicos.

¹⁹ Esta estimación se complica con la introducción de productos nuevos, pues no hay referencia para estimar el monto de la demanda

de los rendimientos esperados que, por el desconocimiento del periodo futuro (en que funcionará la maquinaria), sólo es posible calcular con determinada probabilidad, ya que no hay seguridad que estos se obtengan; mientras que las dos últimas se calculan con base en la rentabilidad presente y/o de los periodos próximos pasados. Esto explica que Keynes sostenga que la EMC y, particularmente, los rendimientos probables estén rodeados de expectativas inciertas.

1.2.2 Tasa de interés

Esta fue concebida por Keynes como un fenómeno estrictamente monetario, determinado por la oferta y demanda de dinero; por tanto, la tasa de interés²⁰ es la recompensa por no atesorar y no influye en el ahorro. Simplemente es la recompensa por mantener el ingreso no consumido -ahorro- en activos financieros distintos al dinero, es decir, es el pago por desprenderse de liquidez. Si la preferencia por la liquidez es alta, el ahorro se mantendrá preferentemente en dinero y deberá aumentar la tasa de interés para que los agentes se desprendan de liquidez. Contrariamente, si hay buenas expectativas sobre el futuro, los agentes estarán dispuestos a ceder su liquidez por bajas tasas de interés.

La oferta de dinero es una variable endógena²¹ que es afectada por las necesidades de transacción y financiamiento; y la demanda de dinero es función del motivo transacción, precaución, financiación²² y especulación.

Los dos primeros se consideran constantes mientras que el tercero se caracteriza por ser variable, debido a que aumentos en la decisión de inversión provocan mayores necesidades de dinero y, *caeteris paribus*, aumenta la tasa de interés. O sea, si la oferta de dinero se mantiene constante, la aceleración de la actividad económica provocaría un alza en las tasas de interés, lo cual provoca que las decisiones de inversión deban estar

²⁰ Hay que señalar que en el mercado de dinero existe un complejo de tipos de interés, lo cual omitiremos, y únicamente por motivos de simplicidad nos referiremos a una tasa de interés.

²¹ En el contexto de la Teoría General, la oferta de dinero se considera una variable determinada y, por ello, algunos economistas -Síntesis Keynesiana- sostienen que Keynes suponía exógena a la oferta monetaria

²² Cabe señalar que Keynes en su principal obra, que es *La Teoría General*, omite casi por completo el motivo de financiamiento y subraya la importancia del motivo especulación. El motivo financiamiento aparece a raíz de la discusión que sostiene con Ohlin, en uno de sus pocas defensas sobre la Teoría General, -ver Keynes 1937^a -. Mediante la introducción de este motivo, Keynes, rechaza la teoría de los fondos prestables (que supone que la tasa de interés está determinada por la oferta y la demanda de créditos) y acepta que la inversión, en tanto requiere de dinero, aumenta la demanda de dinero (como cualquier otro bien del

amparadas por políticas monetarias flexibles para neutralizar aumentos en la tasa de interés²³.

Con respecto al último motivo, las variaciones de la incertidumbre sobre el futuro de la tasa de interés, que afecta de manera inversa al precio de los bonos, ejerce presiones sobre la tasa de interés corriente. Si las perspectivas sobre el futuro son malas, los agentes esperan que suba la tasa de interés (lo cual también provocará previsiones de reducción en los precios de los bonos) porque los tenedores de estos títulos buscarán desprenderse de ellos (los venderán), aumentando de manera inmediata la preferencia por la liquidez -ie., los ahorradores preferirán mantener sus ahorros bajo la forma de dinero constante y sonante.

Lo relevante del planteamiento de Keynes es que las variaciones de la actividad económica rutinaria (motivo de transacción y precaución) y, especialmente, discrecional o planificada (decisiones de inversión) aunadas a la incertidumbre, provocan movimientos en la preferencia por la liquidez y, dada una oferta monetaria, varía la tasa de interés. La incertidumbre vuelve a jugar un papel central en la determinación de la tasa de interés y, por tanto, afecta indirectamente a la inversión.

Con base en los anteriores planteamientos, Minsky amplía la función de demanda de dinero. Introduce los aspectos del financiamiento de la inversión física para determinar con mayor especificidad las razones de la volatilidad de la tasa de interés.

De acuerdo con este autor, la demanda de dinero está determinada por el motivo de transacción, que es influido por el ingreso; el de especulación, donde interviene la tasa de interés y el precio de los bienes de capital; el de precaución, determinado por los compromisos financieros privados pendientes; y el motivo seguridad, que refleja el efecto de liquidez del cuasi - dinero. Formalizando, tenemos:

$$Dd = L_1(Y) + L_2(t_i, P_k) + L_3(F) - L_4(CD) \quad (3)$$

Dd: demanda; L_i: efecto de liquidez; L₁: demanda de dinero determinada por el motivo de transacción; L₂: demanda de dinero por motivo de especulación; L₃: demanda de dinero por el motivo de precaución; L₄: demanda de dinero por el motivo seguridad; Y: ingreso; t_i: tasa

motivo de transacción, aunque tiene un carácter discrecional) y modifica a la tasa de interés. Mayores referencias, Chick: 1990:capítulo 9 y Cardim de Carvalho (1995)

²³ Mayores referencias en Keynes "The alternative theories of the rate of interest" y "The ex-ante theory of the rate of interest"

de interés sobre los préstamos; Pk: precios de los activos financieros F: compromisos financieros privados pendientes; y CD: cuasi-dinero.

Para combatir las desvirtuaciones hechas por los neoclásicos a la preferencia por la liquidez, Minsky introduce en los determinantes del motivo especulativo a la tasa de interés y el precio de los activos financieros; y consideran de manera explícita los compromisos financieros para indicar que movimientos en la inversión generan movimientos en la demanda de dinero, los cuales pueden ser neutralizados por un incremento del costo del dinero. Asimismo, incluye al cuasi - dinero en el motivo de precaución, el cual afecta negativamente la demanda de dinero, porque son activos monetarios sumamente líquidos, mantenidos por los empresarios para reducir pérdidas²⁴, es decir, debido a la incertidumbre.

Entonces, la incertidumbre, a través de la tasa de interés deja de ser la *causa causans* en la determinación de la volatilidad de la demanda de dinero. En palabras del propio Minsky, el rasgo revolucionario de la teoría de Keynes:

“es la vinculación de la demanda especulativa de dinero a las tasas de interés y los precios de los bienes de capital (prosigue). Es lamentable que en su planteamiento de la preferencia por la liquidez él (Keynes) se valga de la tasa de interés como condición de los préstamos de dinero y como sustituto del suprimido nivel de precio de los bienes de capital, oscureciendo así su argumento” (Minsky, 1975:87)

Añade Minsky que:

“la relación entre la tasa de interés y la oferta monetaria, como un correlativo teórico de cómo o en qué forma afectan los mercados financieros a las operaciones de la economía, abre la posibilidad de una contra revolución monetarista, en que la preferencia por la liquidez se convierte en una función de la demanda de dinero. La estabilidad de esta última función y la determinación exógena de la oferta monetaria son los fundamentos sobre las que descansan las esperanzas seculares monetaristas” (1980: 208-209)

Resumiendo, la tasa de interés está determinada por la oferta y demanda de dinero, a través del motivo transacción, incertidumbre, financiamiento y precaución; y los principales factores que generan un aumento en la tasa de interés son oferta monetaria fija ante movimiento de la actividad económica que generan presiones sobre la demanda de dinero, la incertidumbre y el precio de los activos financieros.

²⁴ De acuerdo con Ritter, los instrumentos financieros (ie., el cuasi-dinero) se transforman en una “póliza de seguro” para prevenir una escasez de ingresos por una reducción de estos y contribuyen a prevenir contingencias en las que haya que vender bienes bajo coacción para obtener liquidez. (1963:174)

1.2.3 Mercado Accionario

Ahondemos un poco más en los efectos de los precios de las acciones sobre la tasa de interés. A partir de la separación entre dueños de capital y empresarios, incrementa la disociación entre el ahorro y la inversión y diversifica las posibles formas de ahorro que, de acuerdo a Keynes, provoca mayor inseguridad en el mercado financiero y vuelve más inestable a la tasa de interés y, por tanto, a la inversión. A diferencia de la Teoría de los Fondos Prestables, no se supone que todo el ahorro se dirige hacia la compra de bonos.

La posibilidad de comprar acciones y títulos de propiedad del capital productivo (que tiene un movimiento inverso a la tasa de interés) permite una nueva forma de financiamiento de las empresas pero, a la vez, diluye la propiedad de las empresas y los gerentes son los tomadores de decisiones económicas y estos dos agentes tienen, en ocasiones, intereses diferentes a los dueños del capital.

El mercado bursátil, que tiene por función promover la venta de acciones, afecta de manera considerable y contradictoria a la inversión. Por un lado, al negociar acciones nuevas (como aportaciones de capital directo hacia la empresa a cambio de participación en las utilidades futuras) amplía el capital disponible para la empresa, pero aumenta la inseguridad.

Dada la característica de las acciones (alta liquidez) que operan en el mercado secundario, al traspasarse de propiedad (venderse y comprarse) provocan movimientos en sus precios y, dado que actúan como indicadores del rendimiento de las empresas, afectan el volumen de la inversión.

La inestabilidad en el precio de las acciones es resultado de los distintos intereses de los dueños y gerentes del capital. Los primeros tienen como propósito la variación constante de los precios de las acciones para obtener ganancias rápidas; mientras que los segundos se favorecen, si el precio se mantiene constante, para emitir nuevas acciones y ampliar el financiamiento.

Entonces, las acciones nuevas amplían la oferta de fondos y reduce la inseguridad de los dueños de capital, pues les permite convertir sus inversiones fijas en “liquidas” lo que “calma sus nervios y los anima mucho más a correr el riesgo” (Keynes, 1936:146), pero a la vez provocan una revisión constante del compromiso de la inversión.

De acuerdo con Keynes, el hecho que las inversiones, que son fijas para la comunidad y líquidas para los individuos, tienen mayores efectos negativos que positivos para la inversión, los cuales, este autor, agrupa en cuatro aspectos (Keynes, 1936:140-147):

- i) Disminuye el conocimiento real que hay en la valuación de las inversiones por quienes las poseen o proyectan comprarlas
- ii) Las fluctuaciones diarias de las ganancias de las inversiones existentes, que son a todas luces de carácter efímero y poco importante, tienden en conjunto a tener influencia excesiva y aun absurda en el mercado.
- iii) Una valoración convencional, que se establece como resultado de la psicología de masas de gran número de individuos ignorantes, está sujeta a modificaciones violentas por cambios rápidos en la opinión pública, como consecuencia de factores que en realidad no significan gran cosa en el rendimiento probable, ya que no hay motivo de convicción fuertemente arraigado para mantenerlos con firmeza.
- iv) El hecho que los agentes más influyentes en el mercado de valores sean inversionistas profesionales y éstos, en vez de realizar previsiones superiores a largo plazo, respecto al rendimiento probable de una inversión por todo el tiempo que dure, están dedicados a prever cambios en las bases convencionales de valuación con un poco más de anticipación que el público en general, provoca que la mayor parte de las inversiones de los expertos, hoy día, es “ganar la delantera” ... ser más listos que el vulgo y encajar la moneda falsa (o que se este depreciando) a otra persona.

Resumiendo, Keynes, al analizar la rentabilidad de la inversión, sostiene que es necesario comparar dos tasas de rendimiento, que pueden presentarse a través de dos precios. Uno se origina en la propia actividad de la inversión y proviene del sector real; y el otro proviene del sector financiero y se obtiene por mantener el capital adelantado en activos financieros, que pueden ser utilizados en la propia actividad de la inversión. El precio de demanda es afectado por los vaivenes del mercado bursátil, donde incide la incertidumbre en las percepciones futuras y los movimientos de la tasa de interés (preferencia por la liquidez). Es decir, a partir de la inversión, se relacionan los indicadores de rentabilidad del sector real y financiero, que determinarán -junto con las expectativas- el destino del capital adelantado.

Lo relevante en Keynes es que introduce la tasa de interés como límite mínimo de la rentabilidad de la inversión y la caracteriza como un fenómeno completamente monetario, que sólo determina la forma que se mantiene el ahorro y no incide sobre su volumen. Asimismo, las diversas formas de capitalizar el valor adelantado (i.e., la

introducción de la inversión financiera) diversifican las formas del ahorro, afectando el volumen de la inversión.

2. Análisis de las expectativas

Aunque Keynes fue el primer economista que introdujo de manera directa las expectativas inciertas en la determinación de las ganancias, no analiza de manera amplia y precisa su impacto en el sector monetario. Especialmente, en la Teoría General se observa confusión del efecto de la incertidumbre en el sector monetario. Muestra de ello es la omisión del motivo financiamiento de la demanda de dinero y la exclusión de la variable financiamiento en los determinantes de la inversión. Es Minsky, a través de la hipótesis de la inestabilidad financiera, quien desarrolla de manera plena los efectos de la incertidumbre en la toma de decisiones sobre la inversión. Esta hipótesis está basada en los planteamientos del propio Keynes, Davidson y Kalecki.

Secuencialmente, para entender el efecto de la incertidumbre en la inversión revisaremos los planteamientos particulares en el tema de cada uno de los autores mencionados.

2.1 Expectativas e incertidumbre: planteamiento general

Keynes postula que en la determinación de las previsiones sobre el comportamiento futuro de una variable (v.g., ganancias, tasa de interés) se requiere considerar dos aspectos: a) las previsiones propiamente tales, las cuales denomina expectativas y que es la evaluación que tienen los agentes sobre determinadas situaciones económicas donde se desenvolverá, por ejemplo, la inversión; y b) establecer el grado de seguridad sobre el cumplimiento de las expectativas, lo cual, se conoce bajo el nombre de incertidumbre. Aunque nos referimos a dos decisiones distintas, siempre se presentan de manera conjunta; o sea, las expectativas siempre son inciertas, manteniendo la responsabilidad del movimiento errático de la inversión y, por tanto, del ingreso.

Al calcular sus rendimientos, los agentes deben hacer dos estimaciones. Una es prever cuáles son las expectativas sobre el futuro que, si son de largo plazo, el conocimiento será mínimo, y, por tanto, las variables presentes (situación económica actual) tienen un peso desproporcionadamente grande en las ganancias. Obviamente, ante buenas expectativas se esperan altas ganancias y habrá mayor disposición a invertir, y

viceversa. La segunda estimación deberá realizarse sobre la confianza que tienen los agentes económicos del cumplimiento de las expectativas. Podemos esperar que un presumible hecho ocurra en un plazo previsto; sin embargo, no estamos absolutamente seguros que ello ocurra y, de ocurrir, podría mantenerse insegura la forma que afectaría a los bienes duraderos.

La inclusión de las expectativas con incertidumbre en la rentabilidad torna muy volátil la inversión. De hecho convierte a la EMC y la tasa de interés en variables muy subjetivas y cambiantes. Empero, no obstante la importancia que les concede Keynes, no las introduce directamente como variables independientes en los determinantes de la inversión.

2.2 Expectativas: análisis monetario

Davidson, a partir del análisis de Keynes, discute el concepto de incertidumbre y, además de diferenciarlo del riesgo (junto con Knight), explícitamente lo introduce como variable independiente en los determinantes de la inversión, a través de variables del sector real y financiero. Las variables monetarias, que afectan a la inversión, no son representadas mediante la tasa de interés, sino a través de la tasa de descuento y el financiamiento.

La peculiaridad del análisis de Davidson es que introduce el financiamiento de la inversión como una variable explicatoria de la inversión. Es decir, no basta que la rentabilidad de la inversión sea positiva, es necesario disponer de financiamiento para llevarse a cabo, el cual, además no es garantizado por el diferencial positivo entre el precio de demanda y el precio de oferta.

Este autor parte su análisis resaltando que los bienes de capital fijo se diferencian de los demás bienes durables por no ejercer eficientemente la función de depósito de valor y, por tanto, supone que no son buenos sustitutos de valor. Entonces, pese a que los bienes de capital, junto con los activos financieros y el dinero, son capaces de transferir ingresos del presente hacia el futuro, se demandará bienes de capital (inversión real) como insumos productivos y activos financieros - donde se incluye al dinero - como depósito de valor. De manera particular, las empresas demandan bienes de capital para obtener ganancias y las familias demandan bienes financieros para traspasar su ahorro presente al futuro.

Recordemos que Keynes ya había establecido que los activos financieros provienen de la separación entre empresarios y dueños de capital y que los indicadores de rentabilidad de la inversión son expresados a través de los precios de las acciones, que son títulos de propiedad sobre utilidades futuras, y son afectados por los movimientos del mercado secundario de las acciones.

Sin embargo, dada la diferencia entre los activos fijos y financieros, éstos tienen diferentes precios: precio de oferta y demanda, respectivamente. Davidson, al igual que Keynes, sostiene que el vínculo entre ambos activos es la tasa de interés; empero, Davidson no introduce esta variable de manera directa en los determinantes de la inversión, sino que los expresa a través de la tasa de descuento y añade que la tasa de interés, además de afectar directamente a la tasa de descuento, modifica las expectativas por el lado de la demanda y el financiamiento disponible para la empresa.

Específicamente, Davidson postula que los determinantes de la inversión son las cuasi rentas, tasa de descuento, expectativas sobre el crecimiento de la demanda y el monto de financiamiento que cada empresario espera obtener; por tanto, las expectativas están presentes, tanto por el lado del sector real como del financiero.

La diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de interés es que la primera es mayor que la segunda, porque la tasa de descuento incluye un premio que el empresario considera como “el mínimo necesario para contabilizar la desutilidad de adquirir un compromiso adicional y enfrentarse a una potencial sorpresa negativa” (Davidson, 1972:72, pie de página 1). Aunque ambas tasas difieren, la tasa de interés afecta directamente a la tasa de descuento, es decir, cuando aquella sube la otra también.

Lo relevante de Davidson es que: a) resalta la diferencia de la naturaleza de los bienes duraderos (monetarios y fijos) y analiza explícitamente la incertidumbre en ambos sectores, lo cual le permite concluir que el ahorro en una economía monetaria no es mantenido únicamente en activos fijos como lo suponían los neoclásicos y que ambos bienes (fijos y financieros) se interrelacionan a través de la tasa de interés; b) separa de manera efectiva las expectativas del sector monetario y financiero, a través de la previsión de la demanda, e introduce de manera explícita el financiamiento; c) diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de interés y d) sostiene que la separación entre activos fijos y

financieros no afecta necesariamente de manera negativa a la inversión, lo cual dependerá de la estructura del sistema financiero. O sea, el proceso de fondeo (emisión de acciones) puede ampliar el volumen de la inversión y estabilizar los rendimientos de la inversión, lo cual analizaremos en el próximo capítulo.

2.3 Riesgo Creciente

Kalecki, considerando las diferencias entre los activos monetarios - financieros y reales, desarrolla el concepto de riesgo creciente. Es decir, basándose implícitamente en la incertidumbre²⁵, sostiene que los fondos internos se reinvierten parcialmente, lo cual, a su vez, determina las oscilaciones cíclicas de la inversión.

Apunta que este riesgo se explica sobre la base de dos elementos. Incrementa a medida que es mayor el monto invertido con relación a los fondos internos de las empresas, y a mayor inversión más alto el riesgo de no valorizar su capital adelantado (léase las ganancias), tornándose peligrosa la situación en caso de existir capital de préstamo. Kalecki supone que las “empresas fijan su inversión a un nivel inferior al capital de las empresas y mantienen parte de éste en títulos” (Kalecki, 1971:124). Es decir, el capital de la empresa se diversifica entre distintos sectores productivos y mercados²⁶.

El concepto de riesgo creciente (con expectativas inciertas) tiene varios efectos sobre la inversión, entre los cuales se encuentra: a) dado el desconocimiento sobre el futuro (expectativas inciertas), el empresario tenderá a diversificar su riqueza en distintos proyectos (diversos ramas productivas) y sectores (real y financiero); b) los préstamos se obtienen en función de la riqueza acumulada, y así el tamaño de la empresa se vuelve una variable importante²⁷; y c) cuando interfiere capital externo, en el financiamiento de la empresa, aumenta la incertidumbre.

²⁵ Kalecki de manera explícita omite la incertidumbre en su análisis sobre la inversión, porque supone que está considerada en la variación de las ganancias a través de las obligaciones industriales y en el coeficiente de las ganancias (Kalecki (1971), capítulo X:131-132)

²⁶ Kalecki explica el riesgo creciente de la siguiente manera: “Supóngase que el empresario no obtiene rendimiento alguno de su negocio; si ha invertido sólo parte de su capital en la empresa y el resto los ha colocado en el mercado firme, obtendrá aún algún rendimiento neto sobre su capital; si ha invertido todo su capital, su ingreso será cero y si ha pedido prestado, sufrirá una pérdida neta que, de persistir bastante, acabará por hacer desaparecer el negocio” (Kalecki, 1971:124).

²⁷ Al respecto Kalecki dice: “El acceso que una firma tiene al mercado de capitales, o sea, la cantidad de capital rentista que pueda obtener, está determinado en gran medida por la cuantía de capital de empresa ...

No obstante, que Kalecki señala como principal fuente de financiamiento los fondos internos, desarrolló el concepto de riesgo creciente para explicar, por un lado, la re - inversión parcial de los fondos internos y, por el otro, una tasa de apalancamiento menor a la unidad.

2.4 Inestabilidad financiera

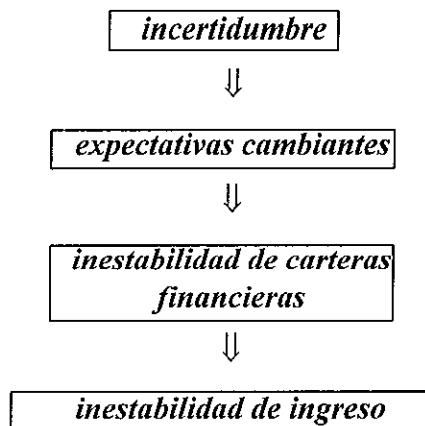
Minsky retoma la idea de la incertidumbre y, particularmente, el riesgo creciente, pero éste lo analiza en el contexto de la esfera financiera.

De acuerdo con este autor, cada fase del ciclo (auge, crisis, deflación, estancamiento y recuperación) es un estado transitorio de la economía, puesto que cada una de ellas “lleva en sí el germen de su propia destrucción” (Minsky, 1975:72). Lo relevante es que Minsky postula que la sucesión de estas fases se explica a partir del comportamiento de las variables financieras. Dice:

“En la teoría de Keynes, la causa aproximada de la naturaleza transitoria de cada estado cíclico es la inestabilidad de la inversión, pero la causa más profunda de los ciclos económicos en una economía con instituciones financieras capitalistas **es la inestabilidad de las carteras y de las interrelaciones financieras**” (Minsky, 1975:67, subrayado nuestro).

Entonces, la inestabilidad cíclica es un fenómeno endógeno que es posible expresar de la siguiente manera:

(por ello) **El requisito más importante para convertirse en empresario es ser propietario de capital**” (Kalecki, 1971: 123 y 127, subrayado nuestro)



En el análisis de Minsky, la incertidumbre es una variable central en los determinantes de la inversión, pero su efecto es indirecto, debido a que incide en el gasto de la inversión, a través de la inestabilidad de las carteras financieras. Así, la variación sobre la percepción del futuro (expectativas) se reflejará en movimientos de las carteras que repercutirán en la inversión y el nivel general del ingreso.

En una economía monetaria, las carteras financieras están compuestas por activos y pasivos, lo que da una secuencia fechada de flujos efectivos previstos, esto es, cobros o pagos de efectivo. Los flujos pueden ser incondicionales o condicionales a la actividad económica. Los primeros (v.g., de la inversión fija) dependen de los ingresos por ventas corrientes y los costos, así como de las condiciones de préstamos de dinero y de réditos de los activos financieros²⁸. Los segundos, obtenidos por instrumentos financieros, son independientes de la marcha de la economía y, por tanto, sus rendimientos están garantizados en términos nominales y su liquidez es alta²⁹, siempre y cuando se cumplan las condiciones del contrato. Así, una primera conclusión es que los flujos de la inversión (ganancias del sector real) son más volátiles que las deudas que contrae el sector productivo, porque éstas últimas son ciertas, o sea, deberán pagarse independientemente que se obtengan los rendimientos esperados.

²⁸ Adicionalmente, un activo fijo puede generar otros tipos de flujos: i) se puede vender (v.g., como maquinaria de “segunda mano”); ii) sobre la base de su existencia y garantía se puede acceder a crédito hipotecario; iii) sobre la base de su funcionamiento se puede emitir acciones.

²⁹ Con ello no queremos decir que los rendimientos de los instrumentos financieros sean totalmente independientes de la marcha de la economía (rentabilidad de los bienes de inversión). De hecho, en el largo

Aunado a las diferencias entre flujos de ingresos inseguros y deudas ciertas, Minsky con base en la diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de interés (postulado por Davidson) sostiene que la tasa de actualización de un instrumento financiero es inversa a la tasa de interés, lo cual indica que el precio de un bono depende indirectamente de la liquidez monetaria³⁰. Sin embargo, advierte, que la tasa de actualización de los flujos de ingresos de los activos reales (precio de demanda) difiere de los activos financieros, porque están rodeados de una mayor incertidumbre, al ser condicionados por el rumbo de la economía y tener un mercado secundario menos eficiente. En consecuencia, la tasa de actualización de los flujos de ingresos de los activos físicos depende de la tasa de actualización de los activos financieros con un coeficiente de inseguridad, que se puede expresar de la siguiente manera:

$$Cf = uCi \quad (4)$$

Cf: tasa de actualización de los activos físicos; Ci: tasa de actualización de los activos financieros; u: grado de incertidumbre.

En consecuencia, Minsky, al introducir el capital crediticio a la actividad productiva, retoma el planteamiento de Davidson, en el sentido de que el financiamiento afecta de manera independiente a la inversión, e introduce el riesgo creciente postulado por Kalecki, mediante la conexión del riesgo del prestamista y del prestatario con los precios de oferta y demanda, propuestos inicialmente por Keynes.

El precio de demanda es afectado por el capital de préstamo, porque la tasa de capitalización disminuye a medida que: a) aumenta la magnitud invertida; y b) dado que los flujos de efectivo por deuda son ciertos y los flujos de efectivo por los rendimientos probables son inseguros. Así, la tasa de descuento de los rendimientos futuros baja por la mayor inseguridad proveniente de un aumento del monto de la inversión y por la mayor relación de endeudamiento (inversión financiada mediante deuda). Es decir, disminuye el margen de inseguridad, reduciendo con ello la tasa de capitalización, que el deudor aplica a los rendimientos probables. Entonces, el riesgo del prestatario provoca que la curva del

plazo, los rendimientos de estos activos están determinados por las ganancias provenientes de los activos físicos.

³⁰ El factor de capitalización se puede expresar de la siguiente manera:

$$Ci = 1/(1+ti)$$

donde Ci: factor de capitalización; ti: tasa de interés que se obtiene por el activo financiero.

precio de demanda (dada una tasa de interés y expectativas determinadas) tenga un tramo descendente, tal como se muestra en la gráfica 1.

El precio de oferta se ve afectado por el riesgo del agente que presta y está relacionada con la posibilidad de incumplimiento de pagos de la deuda. En consecuencia, este agente exige un pago a cambio, que dependerá de experiencias pasadas y presentes y de las expectativas futuras. Particularmente, el prestamista hará una evaluación de los flujos de efectivo esperados, así como la probabilidad de que estos no se materialicen y, tomarán en cuenta el estado actual de las finanzas de las empresas a la cual presta, así como la situación económica general. Este riesgo también sube a medida que aumenta la relación deuda a activos totales. Entonces, no obstante que el precio de oferta se mantiene constante para el vendedor de bienes de capital, aumenta para el comprador de bienes de capital, debido a que se incrementan los costos financieros, tal cual se muestra en la gráfica 1.

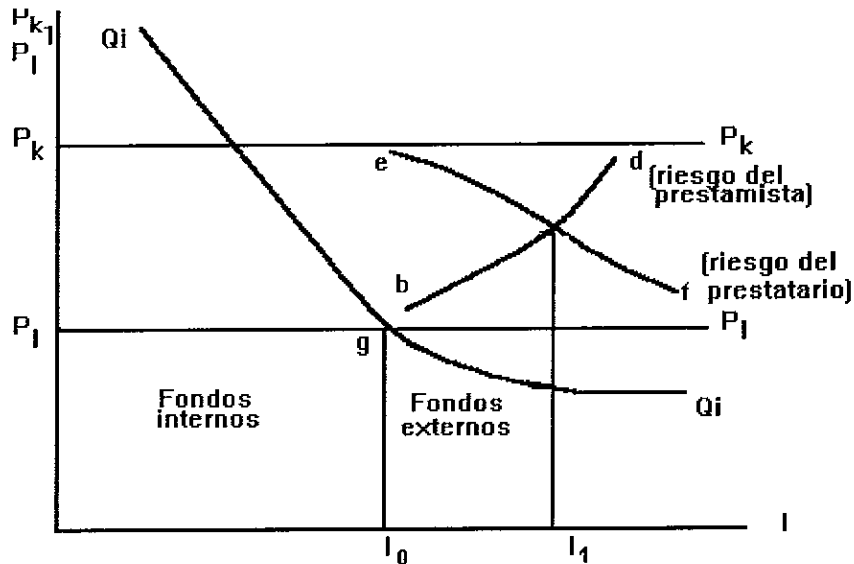
Se debe advertir que el costo financiero, que se incluye en el precio de oferta, no es igual para todos demandantes de bienes de capital. Éste va a depender de la situación particular de cada empresa, que será función de su tamaño, grado de endeudamiento y la percepción que tenga el prestamista sobre la rentabilidad del bien de capital en específico.

Entonces, la inestabilidad financiera reduce el precio de demanda y aumenta el precio de oferta, aunque la sola presencia del financiamiento externo permite la ampliación del volumen de la inversión. En otras palabras, pese a que el capital crediticio permite ampliar el volumen de la inversión, aumenta la incertidumbre en torno a la inversión, provocando inestabilidad, lo cual es particularmente relevante en los procesos de fuerte crecimiento.

En términos gráficos, si partimos del supuesto que el precio de oferta es constante y el precio de demanda, dada una tasa de interés, también se mantiene constante - independientemente del volumen de ganancia-, el volumen de inversión, dados los recursos propios, será I_0 . Sin embargo, en ese punto, el precio de demanda es mayor que el precio de oferta, lo cual indica que el inversionista ampliará su volumen de inversión vía endeudamiento. La presencia del capital externo incrementa el precio de oferta, dados los costos financieros, y reduce el precio de demanda, debido a la mayor tasa de capitalización de los activos reales. El punto de equilibrio será donde el valor actualizado de las

ganancias (precio de demanda) y el flujo de egresos actualizados -que incluye el costo de la deuda (precio de oferta)- se igualen, o sea, en I_1

GRAFICA II.1: VOLUMEN DE LA INVERSION CON DEUDA



Finalmente, debe advertirse que en la gráfica II.1 (por motivos de simplificación) se omitió la diferencia entre el factor de actualización de la deuda y de los rendimientos esperados.

Entonces, sobre la base de la inestabilidad financiera, los precios de demanda y oferta están expuestos a fuertes fluctuaciones por la sensibilidad de la incertidumbre del prestatario y del prestamista. De hecho, los riesgos del prestamista y del prestatario están en función de la estructura de endeudamiento, y ésta depende de la percepción que tengan los agentes productivos sobre el futuro, donde juega un papel central las expectativas futuras inciertas.

Podemos concluir esta sección sosteniendo que la incertidumbre introduce una segunda variable a los determinantes de la inversión, y ésta es la tasa de apalancamiento. Entonces, a partir de la introducción por Keynes de las expectativas inciertas, los

indicadores independientes de la incertidumbre propuestos por Davidson, el riesgo creciente de Kalecki, y la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky, aparece una nueva variable que es la tasa de apalancamiento: que introduce de manera mucho más explícita la interrelación entre el sector monetario - financiero y el real.

3. Financiamiento interno de la inversión

Al interior de los postkeynesianos hay un grupo de autores que resalta la importancia del financiamiento interno de la inversión. Se debe advertir que el financiamiento total de la inversión está compuesto por créditos externos a la empresa y por el financiamiento originado al interior de la empresa, que proviene de ganancias anteriores.

Kalecki y Steindl son los autores que conceden una importancia central al financiamiento interno de la inversión o, al menos, introducen de manera explícita esta variable como determinante de la inversión. Particularmente, sostienen que el financiamiento interno determina los recursos totales, o sea, los fondos externos.

Una de las razones de privilegiar a los fondos internos se debe a la importancia que le conceden al carácter oligopólico de la economía capitalista. Se sostiene que bajo esta estructura de mercado existe una distribución desigual de los ingresos, lo cual explica el diferente desarrollo de las empresas. O sea, se resalta por ambos autores que las fuerzas de mercado son bloqueadas en la distribución de los recursos, provocando una centralización y concentración del capital. Ello también explica la existencia de capacidad ociosa no planificada, que implica desempleo de capital y fuerza de trabajo.

En esta sección analizaremos las interrelaciones que hace Kalecki con base en los fondos internos y la que realiza Steindl, con referencia a lo que éste denomina las fuentes de acumulación.

3.1 Kalecki: fondos internos

De acuerdo con Kalecki, los fondos internos están determinados por la tasa de ganancia de periodos anteriores. Sin embargo, basándose en el riesgo creciente, los fondos internos también explican el monto de créditos externos a los que puede acceder la empresa, es decir, a partir de las ganancias de periodos anteriores explica el monto de recursos totales (R_t) disponibles para una empresa.

Los fondos internos (FI) son el ahorro corporativo de las empresas y están compuestos por utilidades no distribuidas (UnD) y la depreciación (D), tal que:

$$FI = UnD + Dp \quad (5)$$

La Dp es el monto que se retiene por consumo de capital fijo, para reponer la maquinaria desgastada y, suponiendo que no hubiera fuertes variaciones en la demanda, ni acelerados cambios tecnológicos, el monto Dp sería más o menos constante.

Entonces, las UnD serían las responsables de explicar las fluctuaciones de los FI. Recordemos que las UnD provienen de las ganancias (G) de periodos anteriores, que son la suma de los beneficios empresariales (BE) y del monto de intereses (II). Así:

$$UnD = G = BE + II \quad ==> \quad BE = G - II \quad (6)$$

Por otro lado, sabemos que II depende directamente de t_i y del grado de endeudamiento (g_e , tasa de apalancamiento, según Minsky)

$$II = f\left(\begin{matrix} i \\ (+) \end{matrix}, \begin{matrix} g_e \\ (+) \end{matrix}\right) \quad (7)$$

Tomando en consideración (7) y (6), donde hemos despejado los BE, éstos resultan ser función opuesta de t_i :

$$BE = f\left(\begin{matrix} t_i \\ (-) \end{matrix}\right) \quad (8)$$

Por lo que en (5):

$$FI = f\left(\begin{matrix} t_i \\ (-) \end{matrix}, \begin{matrix} G \\ (+) \end{matrix}, \begin{matrix} Dp \\ (+) \end{matrix}\right) \quad (9)$$

A partir de lo anterior, encontramos que los FI están en función de: 1) los movimientos de t_i , de mantenerse constante las G y Dp; 2) los movimientos de G, de mantenerse constante t_i y Dp; y (3) los movimientos de la depreciación, de mantenerse constante t_i y G.

Resumiendo, R_t son la suma de los fondos internos que, dependen de G y de los fondos prestables (FP) que, a su vez, son función - considerando los riesgos crecientes - del tamaño y la rentabilidad de la empresa. Entonces, R_t se destinan a la inversión financiera (If) y la inversión real (Ir), lo cual se puede expresar de la siguiente manera:

$$R_t = FI + FP = Ir + If \quad (10)$$

Por tanto, podemos despejar la Ir e If:

$$Ir = R_t - If \quad \text{y} \quad If = R_t - Ir \quad (11)$$

A partir de lo anterior se concluye que la I_f depende directamente de t_i , pero de manera opuesta de la tasa de beneficio real empresarial (be), tal que:

$$I_f = f(t_i^{(+)}, be^{(-)}) \quad (12)$$

y la inversión real es función directa de be y opuesta de t_i :

$$I_r = f(i^{(-)}, be^{(+)}) \quad (13)$$

En resumen, los inversionistas pueden aumentar los recursos totales recurriendo a fondos prestables, los cuales dependen de la rentabilidad y del tamaño de su empresa. El destino de los recursos totales dependerá de la relación entre los rendimientos de los activos financieros y reales. También los dueños del capital tendrán que considerar las diferencias entre las tasas de interés activas y pasivas y su relación con la tasa de beneficios empresariales. Si la tasa de interés activa es mayor que la tasa de beneficios empresariales, los recursos se destinarán a la “inversión financiera”. Si la tasa de interés activa es menor que los beneficios empresariales estos se utilizarán para aumentar la inversión real.

De acuerdo con Kalecki, los fondos internos son los responsables de las fuertes variaciones en el gasto de la inversión. Específicamente, este autor plantea que el coeficiente de los fondos internos (que denomina como $-a$) puede ser menor a la unidad, debido al riesgo creciente. En este caso, la reinversión de los FI puede tropezar con dificultades, por las limitaciones del mercado, o por invertir en nuevos mercados que pueden ser altamente riesgosos. Sin embargo, este coeficiente también puede ser mayor a la unidad (el gasto de inversión es mayor que los FI), por la presencia de créditos. Es decir, habría factores contradictorios que introducirían incertidumbre en el valor de (a) . Kalecki resuelve esta contradicción sosteniendo que el coeficiente (c) , que indica el crecimiento del stock de capital, es el responsable de la reinversión parcial de los FI en el proceso productivo, porque un aumento del acervo de capital, caeteris paribus, reduce la tasa de ganancia. Este recurso lo utiliza Kalecki para explicar el ciclo económico³¹.

³¹ De acuerdo con Mántey, este planteamiento es débil en su explicación, porque: “se supone que los fondos internos atraen fondos prestables para financiar a la inversión. Bajo condiciones de competencia monopolista (empresas trabajando con capacidad ociosa), el coeficiente (a) debería depender de la tasa de ganancia retenida y, ésta debe ser menor a la tasa de endeudamiento “normal”, dado que los FI atraen a los FP para financiar a la inversión. Sin embargo, no explica las razones de esta situación” (1982:42)

Resumiendo, el financiamiento interno juega un papel fundamental en la determinación del gasto de la inversión. Estos son explicados por la tasa de interés y la tasa de beneficios empresariales; que a su vez determinan los fondos prestables que tiene acceso la empresa, es decir, los fondos internos determinan los recursos totales. A pesar de que Kalecki relega a segundo lugar la participación de los fondos externos, en tanto supone que se reinvierten parcialmente los fondos internos, le concede un papel fundamental al financiamiento de la inversión.

Kalecki evita el problema de la inestabilidad financiera, suponiendo que el gasto de inversión es menor que los fondos internos. Si se levantara este supuesto restrictivo, el mismo autor debería concluir que el grado de endeudamiento amplía los fondos totales por sobre los fondos internos, aunque ello provoca mayor incertidumbre, acercándose al planteamiento de Minsky sobre la inestabilidad financiera.

3.2 Steindl: fuentes de acumulación

Este autor sostiene que uno de los determinantes básicos de la inversión es la capacidad ociosa, que define como la proporción entre el monto de ventas (S) y la capacidad productiva (H), o sea la capacidad utilizada (u) y el stock de capital (Z). Con estas variables y el grado de endeudamiento, Steindl realiza un análisis sobre las conexiones existentes entre los determinantes del sector real y financiero de la inversión. O sea, relaciona en el contexto de una economía oligopólica, la forma de financiamiento para la inversión con la capacidad de generar ganancias.

Parte sosteniendo que las ventas agregadas (S) están determinadas por las relaciones: producto potencial que es ventas a capacidad productiva (S/H); producto potencial a stock de capital (H/Z); y stock de capital a capital propio (Z/C), donde (C) capital propio. En otras palabras, la demanda agregada es función de la utilización de la capacidad instalada (u), el inverso de la intensidad de capital (1/K); la tasa de endeudamiento (ge) y capital propio (C). O sea:

$$S = S/H * H/Z * Z/C * C = u * 1/K * ge * C \quad (14)$$

Reordenando la ecuación anterior en términos de tasas de crecimiento y diferenciando entre fuentes de financiamiento y origen de ganancias, obtenemos:

$$S' + K' - u' = ge' + C' \quad (15)$$

donde ' indica tasas relativas o logarítmicas o naturales de crecimiento.

$(X' = 1/X * dX/dt = d(\ln(X))/dt, \text{ donde } X = S, K, u, ge, c)$

Los componentes del lado izquierdo de la ecuación 15 son los elementos explicativos de la generación de ganancias y, los del lado derecho, indican las fuentes del ahorro, o sea, el financiamiento de la inversión. En otras palabras, los determinantes de la inversión son la demanda agregada, la intensidad de capital y la utilización de la capacidad instalada; y los elementos que explican el ahorro de la inversión son el grado de endeudamiento y el capital propio.

El grado de endeudamiento está determinado por la razón stock de capital (que es la suma de capital propio (C) y deudas (D) con respecto a capital propio. Es decir:

$$ge = Z/C = (C + D)/C = 1 + D/C \quad (16)$$

Steindl señala que el financiamiento es afectado por las variaciones de la tasa de endeudamiento, que es la proporción deudas a capital propio (D/C), y que Minsky denomina tasa de apalancamiento y el tamaño de la empresa, retomado de Kalecki.

De manera más precisa, el capital propio (C) está determinado por la acumulación interna (α) y la emisión de nuevas acciones. Por su parte, la acumulación interna depende de la tasa de ganancia neta, que es función de la propensión marginal al ahorro empresarial. Esta propensión es explicada por la propia variación de la ganancia (1-b) y la diferencia entre la tasa de ganancia y el monto de consumo (p-a). Así:

$$\alpha = (p-a)(1-b) \quad (17)$$

Nótese que el consumo suntuario juega un papel negativo en la acumulación, puesto que reduce de manera directa los fondos internos para la inversión y, más adelante veremos, que también tiene efectos negativos sobre el financiamiento externo, a través del "fondeo" de la inversión³².

La tasa de ganancia neta, (p) a su vez, está determinada por el grado de endeudamiento, la tasa de ganancia bruta (e) y la tasa de interés, o sea:

$$p = ge(e - ti) + ti \quad (18)$$

³² Específicamente, en América Latina este factor ha jugado un papel negativo en la acumulación. El excesivo drenaje del ahorro generado por la inversión hacia el consumo suntuario, que además es de origen importado (o la fuga de dicho excedente hacia el exterior) ha provocado fuertes vaivenes en el financiamiento de la inversión

La tasa de ganancia bruta (e) es explicada por el margen de ganancia (ie., ingresos menos costos). Los costos están determinados por k_1 y k_2 que, son los costos variables y fijos, respectivamente. Entonces:

$$eZ = (1 - k_1) S - k_2 \quad (19)$$

donde S : producción total

Despejando la tasa de ganancia bruta, tenemos:

$$e = (1 - k_1) S/Z - k_2/Z \quad (20)$$

Si los costos fijos son constantes y se define la utilización de la capacidad instalada (u) en términos de la producción total y el stock de capital total ($u = S/K$), es posible reescribir la anterior ecuación de la siguiente manera:

$$e = \frac{(1 - k_1)Ku}{Z} - \frac{k_2}{Z} \quad (21)$$

Entonces, la tasa de ganancia bruta es función de la capacidad instalada y el parámetro $(1 - k_1)$. Mientras mayor sea $(1 - k_1)$, mayor será (e) para cualquier tasa de capacidad instalada. La variación de costos variables y fijos será función de la intensidad de capital, debido a que una mayor intensidad produce más unidades por capital, o bien, requiere menos fuerza de trabajo por unidad de capital, es decir, se reducen los costos fijos. En consecuencia, la tasa de ganancia bruta de capital será función de la tasa de utilización de la capacidad instalada y la intensidad de capital, es decir,

$$e = F(u, k) \quad (22)$$

Nótese que a través de la anterior ecuación, Steindl introduce dos variables claves en la determinación de los fondos internos disponibles para la inversión. La capacidad instalada y los costos de capital. Estas dos variables han provocado que en América Latina, y específicamente en México, el ritmo de la acumulación sea bajo.

Para determinar las variables explicativas de la tasa de ganancia neta sustituimos (22) en (18) y obtenemos:

$$p = ge[F(u, k) - i] + ti \quad (23)$$

Si sustituimos (23) en (17) obtenemos los determinantes de la acumulación, es decir:

$$\alpha = [ge \{F(u, k) - i\} + ti - a] (1 - b) \quad (24)$$

Finalmente al sustituir la ecuación (24) en (15) obtenemos los determinantes del financiamiento de la inversión, que es:

$$S' + K' - u' = ge' + [ge \{F(u, k) - i\} + ti - a] (1 - b) \quad (25)$$

Lo interesante que muestra la ecuación anterior es que el movimiento de la inversión, por el lado del financiamiento, está determinado por el grado de endeudamiento y su tasa, y los fondos internos que, a su vez, se explican por la tasa de utilización de la capacidad instalada, la propia tasa de ganancia y los hábitos de ahorro empresarial.

La relación entre los determinantes de la inversión y el gasto de la inversión tienen los siguientes signos:

$$I = f(\alpha, p, u, ge) \quad (26)$$

Estas últimas son variables claves en las economías latinoamericanas para entender el bajo crecimiento de la inversión, con respecto a otros países que con dificultades iniciales similares y que en periodos relativamente iguales alcanzaron un alto grado de desarrollo (v.g., Corea del Sur). Particularmente, el alto consumo suntuario (bajos ahorros empresariales), baja tasa de utilización de la capacidad instalada e intensidad de capital y, por ende, baja tasas de acumulación, deterioraron el ritmo de la acumulación en América Latina y (específicamente en México).

Es necesario resaltar que Steindl previene que una reducción del gasto de la inversión, *caeteris paribus* (ie. manteniéndose constante la utilización de la capacidad instalada, las propensiones empresariales al ahorro y la tasa de interés), afecta negativamente a la capacidad de pago de las empresas. La reducción del gasto de la inversión provocará que en un primer periodo se utilicen los fondos internos para reducir la tasa de endeudamiento porque los empresarios, en vez de invertir, pagarán la deuda. Sin embargo, Steindl supone que la tasa de acumulación interna (α) tenderá a caer de manera más acelerada que las deudas y, consecuentemente, la tasa de endeudamiento tenderá a elevarse.

Contrariamente, si se supone que aumenta la tasa de inversión, suben la tasa de ganancia y los fondos internos disponible para la inversión. En este caso se reducirá la tasa de endeudamiento, porque supone que los fondos internos aumentan más rápidamente que las deudas. Este planteamiento de Steindl es retomado por Minsky en su explicación sobre la inestabilidad financiera.

El propio Steindl apunta que la razón de desequilibrios continuos se debe a que una vez que empieza a bajar la tasa de inversión se reduce el ingreso (debido al multiplicador del ingreso), aumenta el monto de endeudamiento, por sobre el nivel deseado y, “ello puede persistir por una serie larga de años” (Steindl, 120).

Debemos resaltar que Steindl detecta el problema que provoca una reducción del gasto de la inversión. Sin embargo, no analiza los efectos que provoca el crecimiento económico acelerado en la tasa de endeudamiento. Omite la posibilidad que este tipo de situaciones pueden conllevar fuertes inestabilidades al proceso de crecimiento, lo cual en parte se explica por el supuesto de que la fuente principal del financiamiento son los fondos internos de la empresa.

Podríamos concluir este apartado sosteniendo que se podría considerar los fondos internos como otra variable importante en los determinantes de la inversión. Estos provienen de las ganancias retenidas de gastos de inversión previamente realizados y determinan el monto de préstamos a que puede acceder la empresa. En el monto de ganancias de las empresas inciden variables como la capacidad instalada, intensidad de capital y hábitos de ahorro o consumo empresarial. O sea, nuevamente el ahorro no se propone como una limitante de la inversión, debido a que las empresas pueden acceder a financiamiento externo, es decir, a créditos bancarios y emisión de acciones.

4. Capacidad Ociosa

En la sección anterior se expuso la relación existente entre utilización de la capacidad instalada y la tasa de ganancia. En esta sección queremos ahondar más en este planteamiento, por los efectos que esta relación tiene directamente en la inversión y su independencia con respecto al ahorro.

Recordemos que la capacidad instalada ociosa implica mantener recursos productivos parados, es decir, desempleo del capital y fuerza de trabajo.

De acuerdo con Steindl, en el modelo oligopólico³³, la forma principal de reducir el margen de beneficio es a través de menores tasas de utilización de la capacidad instalada,

³³ Este autor caracteriza al oligopolio por la existencia de barreras a la entrada y un margen de beneficio por encima del normal, dado el aumento del tamaño de la empresa con relación a la industria. La competencia, de acuerdo a Steindl, no se desarrolla través de la expulsión de las empresas chicas, sino mediante la

manteniéndose constante los parámetros de la tasa de ganancia, lo cual afecta negativamente el margen de beneficio, debido a incrementos relativos en los costos fijos.

La desventaja de la inelasticidad del margen de beneficio, dada una capacidad instalada (u) es que provoca: a) desempleo de la fuerza de trabajo y b) capacidad excedente no deseada ni planificada³⁴, lo cual desalienta la modernización del equipo y el desarrollo tecnológico.

O sea, la inelasticidad del margen de beneficio, originada por la estructura oligopólica, explica una de las características dominantes del capitalismo en el siglo XX: el desempleo de las fuerzas productivas.

Steindl supone que un nivel “normal” de capacidad instalada ociosa planificada, para cada volumen de inversión y reducciones por debajo de ese nivel en la utilización de la capacidad instalada, afecta negativamente a la inversión. Con base en lo anterior, Steindl señala que en la estructura oligopólica las empresas tienen temor a provocar aumentos indeseados en la capacidad productiva ociosa, por tanto, existe cierta lentitud en la respuesta de la inversión a la capacidad excedente.

Así, la utilización de la capacidad instalada, omitida al menos explícitamente en los determinantes de la inversión de los demás autores postkeynesianos, es una variable central en la determinación de la inversión. El propio Steindl señala:

“El supuesto falso es que la inversión está únicamente determinada por la tasa de ganancia. Debe haber algo que prevenga que la inversión de las empresas monopolísticas responda plenamente a los incentivos de una mayor tasa de ganancia. Si se considera el efecto de la utilización de la capacidad sobre la inversión podemos entender dicho comportamiento. La argumentación sería la siguiente: si una industria con prácticas monopólicas aumenta su tasa de ganancia, tenderá a reducir su grado de utilización, porque el incentivo de una mayor tasa de ganancia tenderá a que en un periodo se expanda rápidamente (ie. acelere la tasa de inversión). Sin embargo, su reducida utilización desalentará la inversión y, en un punto, este efecto desalentador contrarrestará el efecto estimulante del aumento de la tasa de ganancia, reduciendo la tasa de expansión de la industria y, en consecuencia, se evitará una posterior caída en la tasa de utilización de la capacidad instalada”(Steindl:131).

reducción de la tasa de utilización de la capacidad ociosa, o sea generando desempleo. Mayores referencias, Steindl, capítulo V:40-45.

³⁴ Steindl diferencia entre la capacidad excedente no planificada y planificada. El propósito de esta última es atender demandas estacionales e imprevistas, así como permitir la reparación de las maquinarias. Este concepto da origen a la curva de costo de forma de plato.

Entonces, la variación de la tasa de utilización de la capacidad instalada es el factor que en la estructura monopólica evita que la tasa de inversión responda plenamente a variaciones de la tasa de ganancia. En otras palabras, independientemente de las demás variables - v.g., aumentos de la demanda efectiva, reducción de la tasa de interés, mayor financiamiento interno o externo, etc..-, no provocará un aumento de la inversión si existe capacidad ociosa.

5. Avances tecnológicos

Los avances tecnológicos juegan un papel central en el volumen de inversión, especialmente de largo plazo. Con base en esta variable se sostiene que los aumentos de la productividad de la economía pueden ser un motor de crecimiento económico en la parte baja del ciclo económico, independientemente de las demás variables que determinan la inversión. Específicamente, los continuos avances tecnológicos permiten modificar y/o ampliar el acervo del capital existente, lo que provoca mayor demanda de inversión.

Schumpeter es uno de los primeros economistas que analiza los efectos de las innovaciones en la inversión. El papel de las innovaciones según este autor es alterar el equilibrio existente en la sociedad, creando una demanda acumulativa de los bienes con efectos a largo plazo. Las invenciones se caracterizan por ser un fenómeno “extraño a lo que puede ser observado en la corriente circular, o la tendencia de equilibrio. Es un cambio espontáneo y discontinuo en los cauces de la corriente, alteraciones de equilibrio que desplazan siempre el estado del equilibrio” (Schumpeter:105) Se puede resumir diciendo que las innovaciones son **nuevas combinaciones que aparecen en forma discontinua**. Son transformaciones “surgidas del propio sistema, **desplazando en tal forma su punto de equilibrio que no puede alcanzarse el nuevo desde el antiguo por alteraciones infinitesimales**. Agregamos sucesivamente todas las diligencias que queramos y no formarán un ferrocarril” (Cita de Schumpeter en Adelman, p. 15, subrayado del libro).

Hay una fuerte controversia en cuanto a que las innovaciones son endógenas o exógenas al sistema económico.

Kalecki considera a las innovaciones como factor exógeno a la inversión, es decir, no generado por los propios factores de la producción. Supone que lo único que se requiere

para transformar una invención en innovación³⁵ es que ésta tenga ganancias positivas y financiamiento. Dice explícitamente que este tipo de inversión se financia por medio de la creación de poder adquisitivo y serán los créditos bancarios los que hagan posible el aumento de la inversión con cargo a sus reservas, con la única restricción que no aumenten las tasas de interés.

Steindl sostiene que las innovaciones tecnológicas son endógenas a la economía, o sea, su efecto será mediatizado a través de las ganancias, y en la estructura oligopólica son un arma fundamental de la competencia. Ello le permite interiorizar las innovaciones, y a partir de lo cual desarrollar una teoría endógena de la inversión a largo plazo. Dice: “las innovaciones tecnológicas acompañan como sombras a la inversión, y no actúan como fuerza propulsora de ésta” (Steindl:133).

Específicamente, las innovaciones tecnológicas dependen de la acumulación interna de capital y los niveles de demanda y su efecto está mediatizado por la estructura dominante de la economía capitalista.

De acuerdo con Steindl, el periodo inicial del capitalismo -competitivo- estuvo caracterizado por el límite en el ascenso de la tasa de ganancia. Dado que no existía capacidad utilizada ociosa indeseada -eliminada por las fuerzas de la competencia- y la tasa salarial era cercana al nivel de subsistencia (debido los reducidos niveles de productividad), el único camino para aumentar las ganancias era a través de la introducción de innovaciones tecnológicas, las cuales tuvieron la misión de superar los cuellos de botella productivos. Las innovaciones provocaron una expansión acumulativa del capital, que no fue contrarrestada por aumentos indeseados en la capacidad ociosa.

Contrariamente, en el periodo monopólico del capitalismo se imponen límites a la reducción de la tasa de ganancia -inelástica hacia abajo- lo cual modifica el papel de las innovaciones tecnológicas en el crecimiento del capital. Dada la existencia de capacidad utilizada ociosa no planificada, que afecta negativamente la tasa de beneficio, las innovaciones tendrán como objetivo reducir los costos por unidad de producción, lo cual es

³⁵ La invención es el descubrimiento de novedades científicas, mientras que la innovación transforma a estos inventos a su representación real o, términos comunes, a su explotación. Mayores referencias en Estey, 1941:165.

utilizado como un arma de competencia para expulsar a las empresas más débiles e ineficientes y así aumentar el grado de concentración de las empresas innovadoras.

Podemos concluir que, independientemente de la endogeneidad o exogeneidad de los avances tecnológicos, éstos se convierten en un arma central para dinamizar la inversión y que ninguno de los autores mencionados suponen la necesidad de ahorros previos para iniciar fuertes olas de crecimiento económico -determinados por las innovaciones tecnológicas-. Éstas únicamente deben considerarse como fuentes generadores de ganancias, que restituyen el capital adelantado por los empresarios o el capital financiero.

CONCLUSIONES

A lo largo de este capítulo se mostró que el ahorro dejó de ser la principal fuente de financiamiento de la inversión. Por el contrario, en la teoría de la demanda efectiva dicho lugar es asumido por el financiamiento.

El financiamiento externo a la empresa, es una variable independiente que puede ampliar el volumen de la inversión, se expresa a través de la tasa de apalancamiento y es afectado por la incertidumbre proveniente de los sectores real y financiero.

La inclusión de los fondos internos en los determinantes de la inversión no indica que el ahorro sea una condicionante de la inversión, ya que aquellos además de determinar el financiamiento externo (o sea los recursos totales), explican el carácter oligopólico del sistema capitalista, o sea la distribución desigual de los recursos y, por tanto un crecimiento económico disparaje. De acuerdo con Kalecki y Steindl, el monto de los fondos internos y su efecto sobre el financiamiento externo pueden explicar las fuertes oscilaciones de la inversión y el ingreso y, consecuentemente, la inestabilidad financiera.

La relevancia de la capacidad ociosa y los avances tecnológicos es que, dado una tasa de rendimiento y recursos financieros (internos y externos), pueden modificar el volumen de la inversión. Estos determinantes de la inversión son característicos de la fase oligopólica del capitalismo e introducen otra fuente de explicación de las oscilaciones de la inversión.

Finalmente, debe mencionarse que la confusión acerca del papel del financiamiento sobre la inversión proviene del propio Keynes, quien excluyó, en la Teoría General, este

motivo en la discusión sobre los determinantes de la inversión y el dinero. Ello permitió a Hicks transformar la teoría de la preferencia por la liquidez en la teoría de los fondos prestables, restituyendo al ahorro el papel de condicionante de la inversión.

CAPITULO III FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN, FONDEO Y ESTABILIDAD ECONÓMICA.

En el capítulo anterior se concluyó que bajo condiciones de incertidumbre, el financiamiento es previo a la inversión y juntamente con la rentabilidad, es un elemento central en la decisión de inversión. En palabras de Kalecki:

“Los capitalistas pueden ... aumentar su inversión a pesar de que sus beneficios no han crecido ... El financiamiento de la inversión adicional se consigue por medio de la llamada creación de poder adquisitivo. La demanda de los créditos bancarios aumenta y los bancos la satisfacen con cargo a sus reservas” (1971:39-40).

Consecuentemente, en este capítulo, nuestro objetivo será estudiar cómo se crea el financiamiento y las condiciones necesarias para generar estabilidad. Se sostendrá que no obstante el financiamiento se caracteriza por ser de corto plazo, e independiente de los recursos reales, de emplearse en el sector productivo y existir mecanismos de fondeo, incrementa la inversión, el ingreso y el ahorro de manera estable.

Las instituciones financieras (bancarias y no bancarias) son centrales en el proceso de creación de financiamiento y fondeo de la inversión, porque adelantan capacidad de compra (liquidez) y realizan la recolección del ahorro (proveniente del incremento de la inversión), lo cual les permite generar instrumentos financieros de largo plazo que anula el financiamiento de corto plazo.

Las instituciones, en los países que tuvieron que “alcanzar” el desarrollo (*catching up process* en términos de Amsdem (1989)), a diferencia de Inglaterra y EE.UU. han sido producto de acuerdos institucionales y no del libre movimiento de las fuerzas de mercados, teniendo que intervenir el Estado de manera creciente para desarrollar y consolidar las instituciones financieras con el objetivo de generar inversión y recolectar el ahorro.

Para analizar y desarrollar los planteamientos anteriores se dividirá este capítulo en cuatro apartados. En el primero se estudiarán las características del dinero y su efecto en la producción; en el segundo, el papel de las instituciones bancarias en la producción; en el tercero, los mecanismos de financiamiento de corto y largo plazo y, en el cuarto, las expresiones históricas de los mecanismos de financiamiento de largo plazo.

1. El dinero y su efecto en la producción

En el paradigma postkeynesiano, al sistema capitalista se le caracteriza como una economía monetaria de producción, donde el dinero domina las relaciones de intercambio, las de producción.

Desde esta perspectiva, el dinero permite diferir el consumo del ingreso presente, provocando desempleo de los factores productivos, pero también crea deudas, que es la contrapartida del dinero, y la base para la formulación de contratos que generan financiamiento para la inversión.

A partir del uso generalizado del dinero se crean las instituciones bancarias que generan deudas privadas y las convierten en medio de cambio, ampliando con ello la liquidez de la economía, lo cual puede financiar a la inversión o generar especulación financiera, independientemente del incremento de ahorro. Debe resaltarse que la inestabilidad financiera ocurre cuando el incremento de liquidez no ingresa al circuito productivo y/o no existe suficiente captación del ahorro por parte del sistema financiero para crear instrumentos de fondeo destinados a anular el financiamiento de corto plazo. Consecuentemente, el crecimiento se logra mediante la emisión de créditos y la estabilidad mediante la recolección del ahorro.

En suma, el crecimiento estable depende de la generación de liquidez que es realizada por los bancos comerciales; y de la creación de instrumentos de fondeo que son originados por instituciones no bancarias y bancarias; lo cual indica que el sistema financiero tiene un papel central en la explicación del crecimiento económico estable.

2. Las instituciones bancarias y la producción

El dinero, a lo largo de la historia, ha evolucionado de acuerdo a las necesidades del desarrollo de la producción. No obstante, que aparece desde la instauración de la propiedad privada -sociedad esclavista-, despliega todas sus funciones en la sociedad capitalista, donde puede ejercer la función de satisfacer la demanda de financiamiento pero a la vez genera incertidumbre que puede detener el proceso de inversión.

El dinero aparece como unidad de cuenta, que permite el intercambio y, posteriormente, con base en costumbres y/o leyes, da lugar a la aparición de contratos, que son ejecutables de manera forzosa. A la par se desarrollan las deudas privadas -

contrapartida del dinero- como instrumentos para saldar transacciones y contratos. Estas dos funciones permiten el desarrollo del comercio en los sistemas mercantiles pre-capitalistas.

Una vez instaurado el capitalismo se generaliza el dinero fiduciario, emitido por el sistema bancario, lo cual permite aumentar la liquidez y generar crecimiento económico. Específicamente, la emisión de dinero -mediante créditos- por parte de las instituciones privadas, ha sufrido una evolución importante en el transcurso del sistema capitalista, que ha permitido satisfacer la demanda de financiamiento y, por tanto, el ahorro deja de ser una limitante para que se realice la inversión.

Consecuentemente, analizaremos cómo se desarrollaron los instrumentos e instituciones bancarias y su efecto sobre la economía,

2.1 Desarrollo de las instituciones de créditos y el dinero bancario

De acuerdo con V. Chick (1988b), las instituciones bancarias y los créditos han evolucionado de manera acelerada desde la instauración del capitalismo y sólo en el primer estadio del desarrollo bancario la emisión de créditos estuvo limitada por los depósitos.

De manera específica, durante la primera etapa de las instituciones bancarias, los depósitos tuvieron el objetivo de mantener los ahorros en un lugar seguro y los activos financieros no fueron ampliamente aceptados como medios de pagos³⁶. Los bancos, pese a que crean dinero a partir de los depósitos (ie., emiten préstamos por encima de sus depósitos), actúan primordialmente como intermediarios entre ahorradores e inversionistas. La característica principal de este periodo es que los préstamos bancarios estuvieron limitados por el flujo de los nuevos depósitos y la preferencia por la liquidez de los ahorradores (ie., mantener el ingreso no consumido en depósitos bancarios).

La segunda etapa del desarrollo bancario se distinguió por la amplia aceptación de los depósitos como medios de pagos. Aparecen los cheques y los depósitos bancarios como instrumentos de créditos y, a la vez, juntamente con los ahorros, determinan las reservas. Éstas, en vez de los recursos reales bajo la forma de depósitos, limitan los préstamos. En

³⁶ Los primeros bancos en la antigüedad fueron los templos, donde los ricos, por razones de seguridad, depositaban su riqueza. La improbabilidad de que estas personas demandaran simultáneamente sus depósitos permitía a los templos dar créditos con base en estos recursos. Esto sucedió por lo menos 3200 años A. C. en

otras palabras, si aumentan las reservas, independiente de la forma que se logra, podrán aumentar los préstamos. Y es justamente a partir de este periodo que el dinero puede actuar en forma relativamente autónoma y la creación de dinero bancario sufre múltiples modificaciones, que flexibilizan los préstamos de las reservas y anulan las restricciones de la política monetaria sobre los créditos bancarios³⁷.

Históricamente, la primera etapa de desarrollo bancario en Inglaterra³⁸ cubre desde la Edad media hasta el inicio de la revolución industrial. Por lo cual, no es de sorprenderse que antes de la industrialización del primer país capitalista, la producción estuvo limitada por los ahorros (i.e., depósitos).

Sólo a partir del segundo periodo bancario, que históricamente coincide con el despegue de la revolución industrial y, en consecuencia, con el requerimiento de inversiones superiores a los ahorros internos de las empresas y las familias, las necesidades del desarrollo de la producción capitalista modificaron el papel del dinero en la economía.

los templos de Mesopotamia, Olimpia, Delphos de la antigua Grecia, Panteón de Roma, y en los monasterios iconoclastas del Imperio Bizantino.

³⁷ V. Chick sostiene que el desarrollo bancario se puede dividir en seis periodos. Sólo en el primero los bancos están limitados por los depósitos, es decir, por los ahorros de la comunidad, y los bancos actúan como meros intermediarios. A partir del segundo periodo los bancos pueden crear dinero, independiente de los ahorros, siendo las reservas las limitantes de los créditos, debido a que aparece el prestamista de última instancia. En la tercera etapa aparecen los préstamos interbancarios, aumenta la coherencia del sistema bancario y se reduce el exceso de liquidez. Se consolida la ramificación bancaria y se desarrolla un vínculo entre los bancos comerciales y un banco de descuento. El monto de los préstamos sigue dependiendo de las reservas pero éstas son más flexibles por el préstamo interbancario.

En la cuarta etapa, la función de prestamista de última instancia es asumida por una autoridad monetaria central que actúa para impedir una crisis bancaria. El stock de reservas bancarias se vuelve elástico a la demanda de los bancos, es decir, estos últimos pueden expandir sus créditos, sin el riesgo de enfrentarse a una falta de reservas para pagar deudas. En este periodo, la única limitante de los préstamos es la tasa de interés. Las autoridades actúan como prestamista de primera instancia. Las reservas son endógenas al sistema bancario y el volumen de préstamos está totalmente determinado por la demanda.

La quinta etapa se caracteriza por la "administración de la deuda". Es decir, los bancos enfrentan la demanda por deudas y la financian mediante atracción de depósitos con altas tasas de interés. Algunos de los depósitos bancarios indirectamente crearán reservas. Los bancos compiten con las demás instituciones por valores, y las demandas por préstamos son realizadas independientemente de la política monetaria. La disponibilidad de financiamiento (independientemente de si es para la inversión u otro efecto) se convierte en un fenómeno de mercado, dependiente del costo de los fondos y las expectativas bancarias.

Finalmente, en la sexta etapa aparece la *securitización*, que es un proceso a través del cual se crean diversas formas de préstamos comerciables, aseguradas por activos, que son negociables. En esta etapa se crean activos que pueden ser vendidos, si se requiere, pero son más rentables que los bonos gubernamentales. Ello reduce la vulnerabilidad de los bancos. Mayores referencias en V. Chick, 1988b.

Podemos terminar esta sección, apuntando que a partir de la creación de dinero bancario, el financiamiento de la inversión dependerá de la voluntad de los bancos de otorgar créditos.

A partir de esta visión postkeynesiana se presenta un modelo bancario que incorpora la incertidumbre en los préstamos bancarios, y la intermediación bancaria es relegada a segundo lugar.

2.2 Multiplicador bancario desde la perspectiva postkeynesiana³⁹

Considerando que los bancos pueden crear dinero, independientemente de los recursos reales existentes, nos interesa determinar cuáles son sus límites. Específicamente, dada la presencia de incertidumbre se analizará los mecanismos que disponen los bancos para crear dinero y cuáles son sus efectos en la tasa de interés.

La competencia entre los bancos comerciales, que tienen la capacidad de emisión crediticia, debería garantizar suficiente elasticidad para enfrentar los eventuales cambios de la demanda crediticia de sus clientes. En otras palabras, los bancos, para mantenerse en el mercado, deben estar preparados a cubrir las necesidades crediticias de sus clientes.

Desde esta perspectiva, los bancos, al igual que los demás agentes económicos, mantienen reservas voluntarias y otros activos líquidos por el motivo de precaución. Studart (1995) aclara que el monto de las reservas varía de acuerdo a la evolución del sistema bancario - financiero. Por ejemplo, a partir de la quinta etapa del desarrollo bancario, los propios créditos bancarios se convierten en activos transables en el mercado, lo cual permite reducir dramáticamente sus reservas.

Utilizando una versión simple de una hoja de balance bancaria, en el lado de los activos se encuentran las reservas (R), activos líquidos (A) y préstamos (L), los cuales deben igualarse, por el lado de los pasivos, a los depósitos (Dp). Entonces tenemos:

$$R + A + L \equiv Dp \quad (4)$$

El monto de reservas está compuesto por una parte reglamentaria de carácter obligatoria, que indica las reservas mínimas bancarias (re) y, otra, definida por los bancos, con base en sus estrategias competitivas y su preferencia por la liquidez (τ). En

³⁸ Se debe llamar la atención en que el desarrollo bancario-financiero varía entre los distintos países. Mencionamos el caso inglés por haberse iniciado en este país la revolución industrial.

consecuencia, utilizando la ecuación (4), los préstamos se pueden determinar de la siguiente manera:

$$L \equiv (1 - \tau - re)Dp \quad (5)$$

donde: $re = R/Dp$ y $\tau = A/Dp$

Lo que distingue a la ecuación (5) del multiplicador bancario tradicional [$L=(1-re)Dp$] es que: a) mientras existan activos líquidos ($\tau > 0$), se podrán ampliar el monto de las deudas sin agotar las reservas, es decir el factor (re) se mantiene constante. b) Sin embargo, a partir que τ se aproxima a un nivel determinado ($\tau \approx re$; o $\tau \approx 0$), se acelera la caída de la liquidez bancaria

Las consecuencias de introducir las reservas de los activos líquidos son que mientras $\tau > 0$, los préstamos son sumamente elásticos y los bancos responden a los requerimientos que hacen sus clientes. Sin embargo, una vez que ($\tau \approx re$) y ($\tau \approx 0$) la oferta de créditos se torna altamente inelástica. Es decir, se cuestiona el planteamiento postkeynesiano de que los créditos están determinados por la demanda y los bancos tienen una baja participación en la decisión de otorgar créditos.

El efecto incertidumbre, además de cuestionar la alta elasticidad de la emisión de préstamos con respecto a su demanda, modifica la determinación de la tasa de interés.

En un mundo incierto (de normas *no ergódicas*), la determinación de precios se hace mediante el procedimiento de adicionar a los costos un margen de ganancia. Los bancos, como los demás agentes económicos, consideran un cierto margen de ganancia (mg) sobre su coste medio, de tal suerte que este margen señala la inquietud bancaria. Si hay suficientes activos líquidos para satisfacer variaciones de la demanda de préstamos, mg se mantendrá constante. Sin embargo, a medida que dichos activos se reducen, mg aumentará. Dado que los depósitos bancarios compiten con otros activos líquidos como los bonos y, sólo en equilibrio se igualan, el costo medio de los depósitos (r_d) dependerá de la relación entre depósitos e intereses y depósitos que no causan interés. Así, la tasa de interés por préstamo (r_i) se determina de la siguiente manera:

$$r_i = (1 + mg) \frac{Dp}{L} r_d \quad m_g > 0 \quad (6)$$

³⁹ Se seguirá la exposición de Studart 1995: 41-44.

Considerando la ecuación 5, se puede describir la ecuación 6 de la siguiente manera:

$$r_i = (1 + mg) \frac{r_d}{1 - \tau - re} \quad (7)$$

El efecto de la incertidumbre en la determinación de las tasas de interés bancarias es que, al inicio del agotamiento de las reservas voluntarias, los bancos deberán captar reservas adicionales, para lo cual deberán aumentar la tasa de interés básica r_d , y ello repercutirá en el costo de los préstamos. En situaciones de baja liquidez bancaria aumentan la tasa de interés sobre depósitos y el margen de ganancia.

Resumiendo, el efecto incertidumbre modifica la oferta de financiamiento que se expresa mediante menores préstamos y aumentos en la tasa de interés, y los bancos no son agentes pasivos en la determinación de los créditos. Por el contrario, determinan el volumen de éstos.

3. Financiamiento y ahorro en la producción

Con base en los planteamientos anteriores analizaremos los distintos tipos de financiamiento y su relación con el ahorro.

Específicamente, se analizará cómo el financiamiento bancario puede acelerar el crecimiento económico, pero a su vez, detenerlo, lo cual, empero puede ser neutralizado por las propias instituciones financieras, mediante la emisión de financiamiento de largo plazo.

La neutralización de la incertidumbre en el financiamiento de la inversión se puede lograr, mediante el empate de los créditos de corto plazo con el financiamiento de largo plazo, que es creado por instituciones financieras bancarias y no bancarias. Al segundo tipo de financiamiento lo distinguimos con el nombre de fondeo.

Para desarrollar los anteriores puntos, explicaremos el proceso de financiamiento de corto plazo, así como el fondeo y su relación con la captación de los ahorros, que tienen el objetivo de estabilizar el sistema financiero. Para lograr lo anterior dividiremos esta sección en cuatro apartados. En el primero se explicará el financiamiento de corto y largo plazo; en el segundo, se discutirá el papel de los ahorros; y en el tercero se introducirá la hipótesis de inestabilidad financiera; y al final, se analizará el papel de los mercados secundarios en el proceso de financiamiento.

3.1 Financiamiento de corto plazo y fondeo de la inversión

Keynes sostiene que la inversión, en una economía monetaria, requiere de dos tipos de financiamiento. Inicialmente, los empresarios buscan un financiamiento de corto plazo - v.g., préstamos bancarios- para cubrir los gastos necesarios en el periodo de producción y/o instalación de bienes de capital fijo. Específicamente, el productor de bienes de capital fijo pide prestado para cubrir los gastos del capital circulante; y el comprador de bienes de capital fijo pide prestado para pagar las máquinas, una vez que le han sido entregadas. En esta primera etapa se anula la deuda del productor de maquinarias y se mantiene únicamente la de éste último.

Una vez realizada la inversión (aumenta el capital fijo), los empresarios recurren a financiamiento de largo plazo, mediante el proceso de fondeo para cubrir sus obligaciones de corto plazo, es decir, anulan los créditos bancarios. Ello, de acuerdo a Keynes, se hace a través de la emisión de acciones. Es decir, se recolecta el ahorro generado por la inversión y se intercambia por títulos de propiedad que, a su vez, se irán saldando con los rendimientos que fluyan de la propia inversión. En palabras de Keynes:

“el empresario, al decidir la inversión, debe satisfacer dos aspectos. Primero, obtener financiamiento de corto plazo para el periodo de gestación de la inversión; y segundo, un financiamiento de sus obligaciones de largo plazo bajo condiciones favorables. ...

En consecuencia, los términos de la oferta de financiamiento requerido por la inversión ex-ante dependen del estado existente de las preferencias por la liquidez (junto con algunos elementos de predicción de parte del empresario con relación a los términos de fondeo de dicho financiamiento cuando se requiera) en conjunto con la oferta monetaria determinada por las políticas del sistema bancario” (Keynes, 1937A:217)

Davidson (1986) retoma la idea de Keynes, sobre la diferencia entre financiamiento de corto plazo y fondeo y, utilizando el concepto de contratos, desarrolla la siguiente secuencia: 1) los bienes de capital son demandados, es decir, se establece un contrato a futuro, lo cual compromete al empresario -demandante- a pagar un monto de dinero, -determinado por un precio que se mantendrá fijo- al productor una vez entregado el bien; 2) el productor, con el contrato de bienes de capital, puede pedir prestado dinero al banco para financiar el capital de trabajo, y los demandantes de los bienes de capital con el mismo contrato, puede pedir prestado a los bancos para pagar al productor; 3) también, con base en dicho contrato, se puede emitir acciones para asegurar suficiente liquidez que salde la

deuda bancaria. Por ejemplo, casas de bolsa, sociedades financieras, bancos de inversión, etc. emiten títulos de largo plazo que, garantizarán suficientes fondos para liquidar los créditos de corto plazo⁴⁰. Este proceso se denomina fondeo, y cuando el mercado accionario no se encuentra desarrollado se reemplaza por créditos bancarios de largo plazo, donde el Estado juega un papel fundamental.

Nótese que se establece una relación contractual entre el capital dinerario - financiero - real, mediante la tasa de interés. El productor de bienes de capital carga al precio de oferta la tasa de interés que le cobra el banco por hacer préstamos de corto plazo. El empresario inversionista - demandante - utiliza a la tasa de interés de largo plazo, como tasa de descuento, al vender los títulos de propiedad.

Con referencia a lo anterior, es posible deducir que la inversión NO requiere de ahorro previo. Los contratos pueden encadenar el financiamiento con los flujos previstos, antes del inicio de la venta de bienes y servicios, que fluyen de la maquinaria. Si hay suficiente liquidez para satisfacer la demanda de dinero por financiamiento, y ésta es cubierta con la venta de acciones, es posible incrementar el ahorro, incluso antes que se incorpore el bien físico al proceso de acumulación.

Este proceso se puede realizar sin la participación de fondos retenidos con anterioridad. Davidson sostiene:

“El inversionista, armado con la garantía del suscriptor de acciones que garantiza liquidez a través de un “fondo de inversión”, puede realizar de manera bastante segura una orden adelantada de compra, otorgando al productor de bienes de capital un contrato de compra. En este proceso, el comprador de bienes de capital empata contractualmente los flujos de entrada de su futuro capital con las salidas de éste” (1986:103)

Keynes aclara:

“Ocasionalmente, el empresario puede estar en posibilidad de utilizar sus propios recursos o realizar emisiones de largo plazo. Esto no modifica el monto de financiamiento que debe ser abastecido por el mercado como un todo; únicamente afecta a los canales de distribución, mediante los cuales el empresario recibe el financiamiento, y a la probabilidad de que una parte de éste será financiada mediante la emisión de efectivo sobre depósitos previos del empresario o del resto de público” (1937A:217)

⁴⁰ Para que este proceso sea exitoso en financiar la inversión, los suscriptores deben comprar el monto de valores que se ofrezcan en el mercado por debajo del precio de oferta, si es que la oferta es mayor que la demanda. El suscriptor tiene como objetivo controlar el precio de los valores, regulando el precio de oferta de mercado. Hay tres tipos diferentes de convenios para la suscripción de valores: compra negociada, por subasta y por acuerdo contingente. (mayores referencias Mantey, 1994:35).

Es decir, aunque el empresario tenga fondos internos -depositados en alguna institución bancaria- un aumento en el gasto de la inversión afectará la liquidez existente. Para explicar el mecanismo de financiamiento de corto plazo, Keynes recurre a un concepto utilizado con anterioridad por Robertson, quien sostiene que dicho financiamiento tiene un carácter “revolvente”, debido a que los créditos del productor de bienes de capital se anulan con los créditos del demandante de dichos bienes, los cuales, a su vez, se anulan con la emisión de títulos. Si las previsiones sobre el futuro son avaladas por el presente, la inversión produce su propio financiamiento y, de mantenerse la situación favorable, ejerce un efecto positivo sobre el mercado financiero, creándose un círculo virtuoso entre ambos mercados, que permite proseguir aumentando la tasa de inversión. Es decir, los créditos otorgados al productor son anulados con el crédito otorgado al demandante y, este último, se anula con la venta de acciones de la empresa.

Este fondo tiene la característica de suministrar los recursos necesarios para el periodo de transición, que abarca desde el momento en que el empresario organiza el financiamiento al momento en que obtiene el bien de capital. En ese periodo, sostiene Keynes, (1937A) hay una mayor demanda de financiamiento que requiere de una mayor oferta, y ésta debe ser provista por especialistas, particularmente por los bancos, que organizan y dirigen el fondo “revolvente” de financiamiento líquido o de corto plazo. Este fondo no emplea ahorros (recursos previos). Keynes añade que estas transacciones son únicamente contables y, por tanto, no absorben ni agotan recursos. Los proveedores de estos recursos, especialmente durante la transición de una escala de menor a mayor producción, deben garantizar mayores fondos líquidos, sin que aumente la tasa de interés (ver Keynes, 1937A:217-223). Expresamente, el autor de la teoría general dice:

”Si no varía la posición de liquidez, el público puede ahorrar *ex-ante* y *ex-post* y *ex-cualquier cosa*, hasta que sus rostros se vuelvan azules, sin poder aliviar en lo más mínimo el problema -a menos que sus esfuerzos provoquen una caída en la actividad económica. (Keynes 1937A:222)

En consecuencia, los bancos ocupan una posición central en la transición de una escala de actividad menor a mayor, por tanto estas instituciones son determinantes para el

crecimiento y el desarrollo económico. Davidson formaliza esta proposición de Keynes de la siguiente manera⁴¹:

a) supone que la economía crece con una tasa (g), o sea:

$$I_t = (1 + g)I_{t-1} \quad (8)$$

b) el aumento de la inversión únicamente afecta al ingreso adicional creado inmediatamente después de la inversión, es decir:

$$I_t \cdot mS_t^d = g I_{t-1} > 0 \quad (9)$$

donde m es la propensión marginal de las familias para la adquisición de colocaciones que ahorran y S_t^d es el ahorro presupuestado en el tiempo t .

Si la economía se encuentra en un estado estacionario ($g=0$), la inversión puede ser totalmente financiada por ahorro previo, siempre y cuando los ahorradores estén dispuestos a mantener sus ahorros en colocaciones de largo plazo, o sea ($m=1$). Si aumenta la tasa de inversión, ($g>0$), se provocará una demanda de dinero por el motivo financiamiento, que no es automáticamente satisfecha. En caso que los bancos no quisieran proveer los fondos adicionales, la decisión de aumentar la inversión será detenida por falta de fondos, o bien los inversionistas deberán conseguir fondos en el mercado de dinero, que puede provocar un aumento en las tasas de interés.

Es necesario resaltar que la inversión se frena por una falta de liquidez (proveniente de los bancos) y no por una falta de ahorro. Este punto lo subraya Kregel (1986) al refutar el planteamiento de Asimakopulos (1986). Éste último sostiene:

“La disponibilidad de mayor financiamiento, de corto y largo plazo, es necesario para poder realizar mayores niveles de inversión. Sin embargo, es necesario abastecer financiamiento de largo plazo a tasas razonables para lograr mayores niveles de inversión, **aunque en ciertas circunstancias**, puede provocar contingencias por falta de aumentos sustanciales en el flujo de ahorros hacia el mercado de acciones. ... La expansión de créditos por parte de los bancos puede no ser suficiente para prevenir un aumento de los intereses de largo plazo cuando el ahorro interno es insuficiente para financiar la inversión” (p. 88)

Se observa que Asimakopulos apunta que el financiamiento bancario es importante en las decisiones de inversión, pero al final plantea que la falta de ahorro interno puede reprimir la actividad de la inversión. Volvemos al planteamiento que si no existe ahorro,

⁴¹ Nos basamos en la exposición que Studart hace sobre Davidson. Mayores referencias ver Studart 1995:53.

suben las tasas de interés y se paraliza la inversión. Kregel cuestiona esta postura sosteniendo:

“El problema de corto plazo es obtener dinero (F) de los bancos para financiar incrementos netos de gastos de inversión; el problema de largo plazo es recaudar suficiente dinero (B) de las familias, a cambio de bonos de largo plazo, para financiar la deuda hacia los bancos. Si los ahorros familiares deseados son insuficientes para proveer fondos prestables por un monto igual a B para comprar bonos de largo plazo, debido a que las empresas intentan vender sus títulos antes que se complete el proceso del multiplicador, habrá un exceso de oferta en el mercado de bonos, bajarán sus precios y el costo de interés implícito de la inversión aumentará. En consecuencia la rentabilidad de la inversión será menor que la esperada. Esta insuficiencia de ahorro por la operación incompleta del multiplicador puede limitar las decisiones de la inversión. Debido a que es un factor real, y no monetario, será imposible para los bancos operar como contrapeso al impacto de la tasa de interés” (p. 93-94).

Este punto se vuelve relevante para el contexto de América Latina puesto que se argumenta que la baja tasa de inversión se debe a insuficiente ahorro, lo cual, provoca políticas tendientes a imponer altas tasas de interés, restringiéndose los gastos de inversión; y añaden que en ese contexto, el financiamiento bancario es contraproducente. Siguiendo la argumentación de Kregel, podríamos replantear el problema de nuestro continente, sosteniendo que las altas tasas de interés se deben al proceso incompleto del multiplicador, o sea, es producto de las fugas del ahorro, que se explican por: la importación de maquinarias e insumos intermedios que reducen el multiplicador por no tener una industria integrada de bienes de capital; consumo suntuario; y las fugas de capital. Este punto se retomará de manera más detallada al discutir el financiamiento de la inversión en México. La siguiente interrogante que debemos analizar es el papel del ahorro en el financiamiento.

3.2 El ahorro y el financiamiento

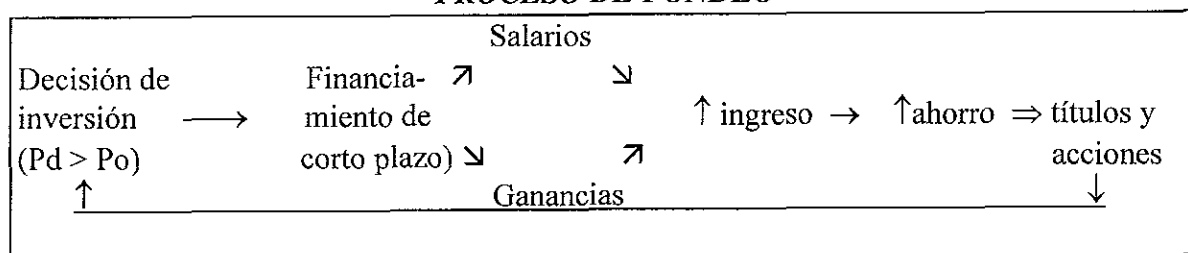
El papel del ahorro en la inversión es ex-post, es decir, restituye la capacidad de préstamos de los bancos, evitando una reducción de liquidez (menores préstamos) y aumentos de la tasa de interés. Su tarea es cerrar el círculo del financiamiento y la inversión.

Entonces, al generarse el gasto de la inversión se demanda insumos y fuerza de trabajo que, mediante el multiplicador del ingreso, genera una mayor demanda y, en consecuencia, suben las ganancias. Dado que el ingreso adicional de la inversión, expresado en salarios y ganancias no se gasta en su totalidad, se genera ahorro.

Es decir, existen mayores recursos en la economía antes que empiecen a fluir los rendimientos de la inversión, y para que el proceso de acumulación sea un proceso estable, es necesario empatar los pagos por deuda con el rendimiento que fluye de la inversión y se logra mediante la emisión de títulos y acciones, es decir mediante el fondeo de los créditos de corto plazo.

Este proceso -fondeo- tiene tres características relevantes: 1) transforma las deudas de corto plazo en largo plazo porque los títulos y acciones son participaciones en utilidades de las empresas; 2) anula las deudas de corto plazo, permitiendo al sistema bancario proseguir financiando nuevos proyectos de inversión y 3) las expectativas inciertas sobre las ganancias esperadas se diluyen entre varios agentes. El proceso lo podemos sintetizar en la figura III.1:

FIGURA III.1
PROCESO DE FONDEO



El proceso anterior puede cerrarse porque las unidades familiares y empresas disponen de ahorros -ingresos (o ganancias) no consumidas- que están dispuestos a destinar a la compra de acciones, que emiten las empresas por el valor de la nueva inversión física a través de un suscriptor (el cual recordemos tiene la obligación de comprar las acciones en caso de que el público no lo hiciera). Así, el empresario obtiene aportaciones de capital que se asemejan a un crédito de largo plazo con el cual paga sus créditos de corto plazo. Esta “deuda” de largo plazo se irá “saldando” con los rendimientos. Davidson explica el proceso financiamiento - inversión - ahorro, de la siguiente manera:

“si el suscriptor de las acciones tiene éxito en la flotación de las nuevas acciones, a la tasa de rendimiento pactada en el convenio de suscripción, que actúa como el costo del fondeo, obtiene ganancias. A esta tasa de interés de largo plazo, miembros del público ceden su liquidez en un monto proporcional a la liquidez extra, creándose el sistema bancario y es utilizado por los productores de bienes de capital ... El comprador de inversión tendrá suficiente *fondeo* para enfrentar su compra contractual con la respectiva orden de pago. El vendedor, una vez pagado su recibo por parte del comprador, podrá

pagar su deuda bancaria. El repago de dicha deuda podrá ser utilizado como un fondo "revolvente" de financiamiento de corto plazo" (Davidson, 1986:106)

En este caso se cierra un círculo virtuoso que va desde: a) la decisión de inversión; b) incremento de la cantidad de dinero a través de la ampliación de la deuda bancaria; c) incremento de los bienes fijos; d) emisión de las acciones; e) compra de las acciones; f) pago de la deuda bancaria; g) generación de utilidades y h) distribución de las utilidades entre los accionistas. El aumento de la demanda de dinero es compensado por un monto de inversión equivalente, aumentando el patrimonio real de la economía, mediante la generación de empleo y de ingreso que se expresa en mayor producción.

Si las perspectivas futuras no se cumplen, o sea, las acciones no se venden el precio impuesto por el suscriptor, este círculo momentáneamente podrá ser cerrado, debido a que el suscriptor tiene la obligación de comprar todas las acciones. Sin embargo, ello reducirá la emisión sucesiva de acciones (o se hará a una tasa de interés mayor), lo cual impactará negativamente en las posteriores decisiones de inversión. Es decir, la inversión ha generado su propio financiamiento, pero dado un aumento en la preferencia por la liquidez del público y/o fugas del multiplicador, no se venden todas las acciones. Ello afectará el rendimiento de la inversión presente y desestimulará las decisiones de inversión futura.

Hay una interrelación entre la rentabilidad de la inversión, oferta y demanda de financiamiento, que es afectada por la incertidumbre. Analicemos un poco más de cerca el efecto de la incertidumbre. Retomaremos la hipótesis de inestabilidad financiera propuesta por Minsky, pero esta vez -a diferencia de nuestra exposición en el capítulo anterior- introduciremos de manera más amplia el fenómeno del financiamiento.

3.3 Inestabilidad financiera: hipótesis de Minsky

En el apartado anterior se sostuvo que las instituciones del sistema financiero capitalista desarrollan mecanismos para reducir la incertidumbre de la inversión. Particularmente, el fondeo permite que el proceso de acumulación se convierta en un círculo virtuoso que cubre el financiamiento - inversión - ahorro.

Sin embargo, no debemos olvidar que en el capítulo segundo (apartado 3) expusimos que a medida que aumenta el gasto de la inversión y se incrementa la demanda y oferta de financiamiento, aumenta el riesgo del prestatario y del prestamista, los cuales se

expresan a través de mayores costos para el capital de préstamos y mayores tasas de descuentos en el precio de demanda (ver gráfica II.1, página 34).

Por el lado de la oferta de financiamiento, en este capítulo sostuvimos (apartado 2.2) que al reducirse los activos líquidos bancarios, aumenta la tasa de interés para depósitos y, por tanto, para préstamos; incrementa el margen de ganancia bancaria, que presiona a la tasa de interés; y se reduce la oferta de financiamiento.

En un proceso de crecimiento acelerado, donde la tasa de inversión debe crecer vigorosamente, tendríamos que, por un lado, los bancos necesitan aumentar substancialmente el monto de financiamiento y, por tanto, se verá reducido su margen de seguridad; y por otro, las empresas deben incrementar su tasa de apalancamiento (mayor proporción de deudas a activos). Este proceso llegará a un punto en que las empresas están altamente endeudadas⁴² y los bancos suben la tasa de interés, provocando un aumento en el coste de endeudamiento y la imposibilidad de las empresas para enfrentar sus compromisos previos. La anterior situación puede desencadenar una fragilidad financiera que detiene el proceso de inversión y, además, reduce las cotizaciones de los valores y aumentan la oferta de los títulos de los bancos para asegurar su liquidez.

La fragilidad financiera dependerá de las estructuras de los portafolios de las empresas y los bancos; específicamente, de la estructura de endeudamiento, que está en función de la percepción que tengan los agentes productivos sobre el futuro, donde tiene un papel central la incertidumbre. Las empresas pueden asumir tres estructuras diferentes de portafolio: conservadoras, especulativas y arriesgadas (*Ponzi*).

Las empresas financieramente cubiertas -conservadoras- son aquellas donde la deuda ocasione compromisos de pagos menores a los ingresos esperados. Es decir, estas empresas tendrán un margen de maniobra frente a posibles contingencias negativas. Las segundas, que se caracterizan por ser especulativas, tendrán carteras donde, en promedio, la deuda ocasione compromisos de pagos sincronizados con los ingresos esperados, con excepción del primer periodo, donde las obligaciones exceden a los ingresos y, para dicho periodo, necesitan de financiamiento adicional para cubrir las amortizaciones de la

deuda. Sin embargo, pasada esta fase generan ingresos suficientes para cubrir las obligaciones. Finalmente, las empresas *Ponzi* (arriesgadas) son aquellas que no sólo necesitan de refinanciamiento para cubrir sus amortizaciones en la fase inicial, sino incluso para pagar los intereses. O sea, necesitan más refinanciamiento que las empresas especulativas.

En la fase de auge, los bancos estarán dispuestos ampliar la oferta de financiamiento, aumentando los medios de pagos en circulación, que con un acervo de títulos financieros dados, provoca un alza en las cotizaciones de los valores, estimulando a las empresas realizar gastos de inversión, lo cual es acompañado por tasas de interés bajas. O sea, aumenta la demanda y la oferta de financiamiento con tasas de interés bajas.

Sin embargo, dado el divorcio entre el momento de gasto y recuperación de utilidades, el endeudamiento aumenta de manera más acelerada que las utilidades, porque, en el periodo de maduración de la inversión, donde no hay suficientes ingresos para cubrir la amortización y/o intereses, las empresas siguen demandando préstamos, y los bancos reducen la oferta de financiamiento y aumentan sus tasas de interés, porque se han reducido sus activos líquidos. Esta mayor necesidad de crédito y reducción de la oferta de financiamiento con mayores tasas de interés puede provocar la inestabilidad financiera que lleve al incumplimiento de pagos. Lo anterior crea una sensación de incertidumbre que, de estar acompañada por una restricción de la oferta monetaria (limita aún más la oferta de préstamos) reduce el precio de los activos en el mercado, generando deflación por deuda.

El efecto de la inestabilidad tendrá diferentes grados. Las empresas “conservadoras” son las menos afectadas, pues sus obligaciones no aumentan, ya que no requieren de créditos adicionales para operar. Sin embargo, su valor de mercado decrece en virtud de que sus utilidades futuras se capitalizan a una tasa de interés mayor. Eventualmente, su estructura de financiamiento se podrá convertir en especulativa. La situación es distinta para las empresas especulativas, porque además de disminuir su valor de mercado, por el alza de la tasa de interés a la que se descuentan sus utilidades futuras, también disminuye su corriente de ingreso esperados al elevarse el costo de financiamiento adicional que

⁴² Por ejemplo en la economía de Corea del Sur ha existido periodo donde el monto de apalancamiento ha logrado un valor de 10:1, es decir, por cada peso que invierten las empresas, obtienen 10 de préstamos. Ver

requieren para seguir operando, entonces, pueden volverse *Ponzi*. Para éstas últimas, la situación se agrava y pueden entrar en bancarrota; porque no sólo deben refinanciar el principal de su deuda, sino también los intereses. Estas empresas verán incrementada el costo de su deuda en mayor proporción, y dado que se reducen sus ingresos futuros, pueden entrar en insolvencia de manera más acelerada que el resto de las empresas.

Recapitulando, en periodos de auge, los bancos están dispuestos a ampliar la oferta de financiamiento de corto plazo, con menores intereses. Aumentan las cotizaciones de los valores -efecto fondeo- y las familias reducen su liquidez, incrementando la demanda por títulos y bonos; si aumenta la demanda de financiamiento (sin deteriorar la relación pasivos/capital), aumentan las ganancias, pero con el pequeño detalle que en el primer periodo el ritmo de crecimiento del financiamiento es mayor que el ritmo de crecimiento de las utilidades. Una vez que empieza a normalizarse la oferta de financiamiento sube la tasa de interés y las empresas deben contraer su inversión para pagar deudas, pero ello también reduce sus utilidades. Una vez que esta situación se generaliza en el ámbito de toda la economía cae el precio de las acciones, provocando que las empresas tengan que recurrir a mayores créditos (con un costo mayor y/o vender activos sus activos (con un precio menor) para pagar deudas, lo que puede generar una deflación por deudas, con la consecuente suspensión de pagos, o sea moratoria.

Hay muchas interpretaciones formales sobre la hipótesis de fragilidad financiera. Utilizaremos el modelo desarrollado por Gatti y Gallegati (1990), expuesto en Studart (1995:54-57⁴³) para explicar, formalmente, el desencadenamiento de la fragilidad financiera.

Se supone que las empresas demandan préstamos de corto plazo a los bancos, por un monto (Pr) que, genera compromisos de efectivo (CC) para cada periodo (i): Estos se pagarán con las ganancias esperadas de la inversión (Q), mediante deuda adicional o una combinación de ambos. Se debe mencionar que todos los agentes (bancos y empresas) esperan que la inversión arroje un monto de ganancias (Q) a la que se adjudica una varianza $\sigma^2_{Q_i}$ en sus expectativas.

Amsden y Euh

⁴³ Este planteamiento esta basada en la exposición que realiza Minsky 1986 en el apéndice A, página 341.

Con estos datos las empresas deberán analizar tres parámetros: θ , μ y η , los cuales son: calendario de recuperación de ganancias con respecto a compromisos de pagos; monto de endeudamiento y decisión de portafolios, respectivamente.

Analizaremos cómo operan estos tres parámetros para una empresa conservadora o de comportamiento defensivo. Tendremos:

$$CC_i < Q_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2 \quad \forall_i \quad (10)$$

donde λ denota el grado de subjetividad que se tienen sobre la distribución de las ganancias futuras. Dado que se está analizando una empresa “conservadora”, suponemos que este valor es suficientemente alto para garantizar que la probabilidad subjetiva de CC sea menor a Q, por tanto, en este tipo de empresas, el deudor tendrá un alto margen de seguridad sobre sus flujos de ingresos. Si dicho margen se define como θ , se puede reescribir la anterior ecuación como:

$$CC_i = \theta (Q_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2) \quad \forall_i \text{ y } \theta < 1 \quad (11)$$

En segundo lugar este tipo de empresas tendrá un valor capitalizado de las cuasi-rentas ($P_k = V [Q_i - \lambda \sigma_{Q_i}^2]$) que debe ser mayor que el valor esperado de la deuda [$V(CC_i)$], por un amplio margen que denominaremos μ .

$$P_k = \mu V(CC_i) \quad \text{donde } \mu > 1 \quad (12)$$

V representa la función de capitalización del servicio de la deuda y se supone, por simplicidad, igual para el servicio de la deuda y las cuasi-rentas.

Finalmente, deberán tomar una decisión con respecto a su portafolio. Una empresa con financiamiento protegido mantiene activos financieros altamente líquidos en su portafolio. Es decir, mantendrá dinero y/o activos financieros de corto plazo por un monto mayor a las necesidades de transacción, para así poder enfrentar fluctuaciones transitorias del mercado. La hoja de balance del deudor se puede representar de la siguiente manera

<u>Activos</u>	<u>Pasivos</u>
$\eta V(CC)$	$V(CC)$
$P_k K$	E_q

donde $P_k K$ es el valor de mercado del capital (líquido y fijo) de la empresa; η es la relación entre activos líquidos por motivos de precaución y la deuda total y E_q es el valor real (activo neto) de la empresa.

Considerando lo anterior es posible definir como se comportará un empresa especulativa y una *Ponzi*. La primera únicamente pagará los intereses del crédito en cada uno de los periodos y al final liquidará el principal, es decir, $\theta > 1$ en todos los periodos donde se cubre los intereses y, sólo al final del periodo -o cuando se empieza a cubrir el principal-, este será drásticamente inferior a la unidad. Con respecto al valor de μ , no obstante que para el conjunto del periodo será mayor a la unidad, para los periodos donde sólo se cubran los intereses será menor a la unidad, es decir, la empresa deberá refinanciar la diferencia entre CC_i y Q_i . En caso de que la tasa de interés fluctúe ampliamente estas empresas se verán en la necesidad de vender sus activos precautorios o aumentar su deuda, provocando una notable reducción en el margen de seguridad de la empresa. A partir de esto Minsky previene:

“para que se puedan mantener empresas especulativas en el mercado, se requiere imponer un límite superior a la tasa de interés. Esto (añade) *tiene obvias implicaciones en política económica: a mayor peso de las empresas con finanzas especulativas, mayor será la importancia de prevenir el incremento de altas tasas de interés*” (1986:339, énfasis de Minsky).

Con respecto al parámetro η , las empresas especulativas mantendrán balances precautorios y activos altamente líquidos, para protegerse en contra de dificultades transitorias de liquidez o dificultades en el mercado de dinero. Studart subraya que es importante resaltar que la manutención de estos activos líquidos aumenta, en vez de reducir, la dependencia de la posición financiera de las empresas especulativas al movimiento de las tasas de interés. Si este último precio sube, regularmente bajarán los precios de los activos financieros, estos, η bajará proporcionalmente.

Finalmente, con respecto a las empresas *Ponzi*, las cuasi-rentas esperadas son insuficientes para pagar los intereses de los préstamos, por tanto, θ será mayor a la unidad, no hay certeza que el parámetro μ sea menor a la unidad; y η se aproximará a cero.

Studart resume en el siguiente cuadro las posiciones financieras de las empresas protegidas, especulativas y *Ponzi*.

CUADRO III.1
POSICIONES FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS

	θ	μ	η
protegida	< 1	> 1	$= 1$
especulativa	> 1	> 1	$0 < \eta < 1$
<i>Ponzi</i>	> 1	$> 1?$	≈ 0

Con base en lo anterior, Studart resume los planteamientos de Minsky de la siguiente manera. El deterioro de las posturas financiera provocará dos efectos: 1) los tenedores de riqueza revisaran los valores capitalizados de las empresas existentes y 2) las empresas con estructuras financieras especulativas y *ponzi* venderán sus activos financieros hasta agotarlos. El aumento de la liquidez de las empresas y dueños de capital reducirá el precio de los títulos, profundizando la crisis de dichas empresas y, desde el punto de vista macroeconómico, implica un aumento de la fragilidad del sistema financiero, que puede desembocar una deflación por deudas. Resumiendo “pese a que los bancos financien mediante creación de dinero a la inversión, ello no garantiza un proceso estable de crecimiento” (Studart 1995:58). La única garantía es transformar las deudas de corto en largo plazo, es decir, desarrollar el proceso de fondeo.

3.4 Instituciones de fondeo de la inversión.

Los mercados financieros juegan un papel fundamental en el proceso de fondeo, porque convierten las deudas de corto en largo plazo, es decir, mitigan o neutralizan el proceso de inestabilidad inherente al crecimiento, lo cual tiene un impacto macroeconómico relevante.

Los mercados secundarios, además del efecto macroeconómico, cumplen una serie de funciones, que pueden apoyar o detener el crecimiento económico. Ello depende de las propias funciones o del contexto en que se desarrolla el mercado secundario.

Este mercado reduce la incertidumbre desde el punto de vista microeconómico, al otorgar información a los agentes que emiten, suscriben y demandan títulos y acciones. O sea, determinan el precio de los títulos nuevos; reducen el riesgo de las empresas que suscriben los títulos; y permiten a los inversionistas evaluar los rendimientos futuros de los nuevos título.

Además otorgan liquidez a los agentes que poseen bonos de largo plazo, lo cual reduce la incertidumbre. En palabras de Keynes

“el hecho que cada inversionista individual se haga la ilusión de que su compromiso sea “líquido” (...) calma los nervios y los ánima mucho más a correr riesgo. Si las compras individuales de inversiones perdieran su liquidez, esto podría obstruir seriamente las nuevas inversiones mientras el individuo disponga de *formas alternativas* de conservar sus ahorros” (1936:146, subrayado de Keynes)

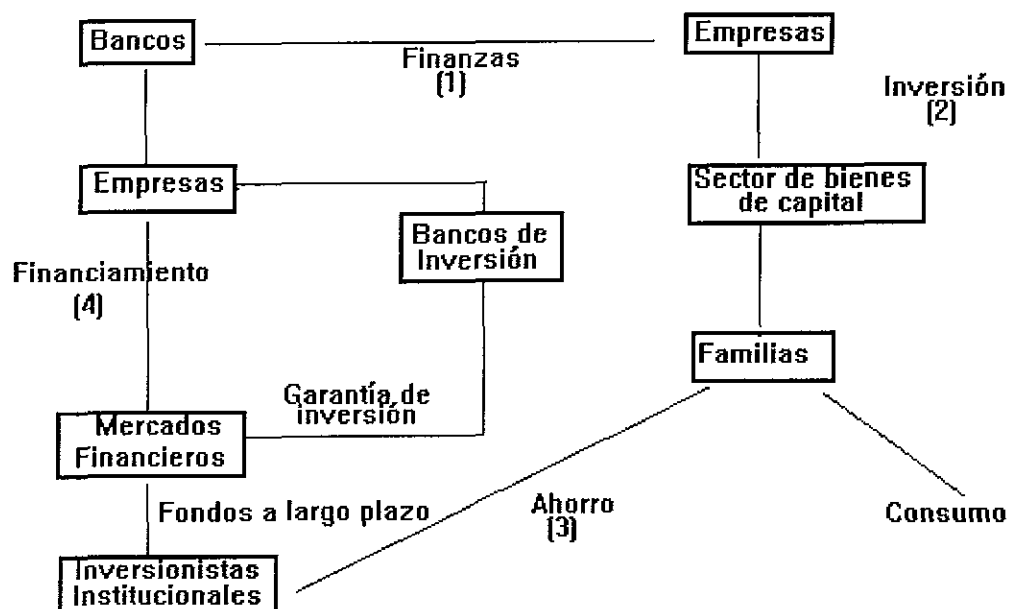
Es decir, encontramos que desde el punto de vista microeconómico se reduce el riesgo de los compradores y suscriptores de acciones.

Sin embargo, el mercado secundario también tiene un papel negativo en el crecimiento. Keynes, en el marco de la Teoría General, subraya esto último, por la constante revaluación que se realiza del precio de las acciones, lo cual limita, desde el punto de vista allí vertido, el crecimiento de la inversión, porque los inversionistas preferirán comprar acciones de inversiones en funcionamiento, en vez de arriesgar sus ahorros en nuevos proyectos.

Si se añade que la efectividad de los mercados secundarios depende de su tamaño y estabilidad, tendremos que economías con mercados pequeños y débiles sufren drásticos cambios en los precios cuando varía el monto de sus operaciones, porque son controlados por un pequeño grupo de accionistas. Estas economías se verán enfrentadas a repentinos cambios en la a tasa de interés que, en vez de apoyar, limitan el crecimiento.

No obstante que Keynes enfatiza el efecto negativo de los mercados secundarios, podemos sostener que este tipo de arreglos institucionales ha sido el pilar para algunos países desarrollados (Inglaterra y Estados Unidos), los gobiernos de los otros países desarrollados (v.g., Alemania y Japón) y en desarrollo (v.g., Corea del Sur) han debido intervenir al mercado de capitales para ponerlos al servicio del financiamiento de los activos fijos. Independientemente de que los arreglos institucionales del fondeo difieren entre los distintos países, y que estos han evolucionado, podemos presentar la figura III.2, originalmente expuesto por Studart (1995:60), para ilustrar como opera el mecanismo del financiamiento.

FIGURA III.2
ESTRUCTURA DEL FONDEO



donde los numerales (1) indica el financiamiento de corto plazo; (2) se realiza el gasto de inversión; (3) se crea ahorro; (4) se fondea la inversión

Ahora bien, el proceso de fondeo ha tenido diversas expresiones históricas, que será el tema que abordamos en la próxima sección.

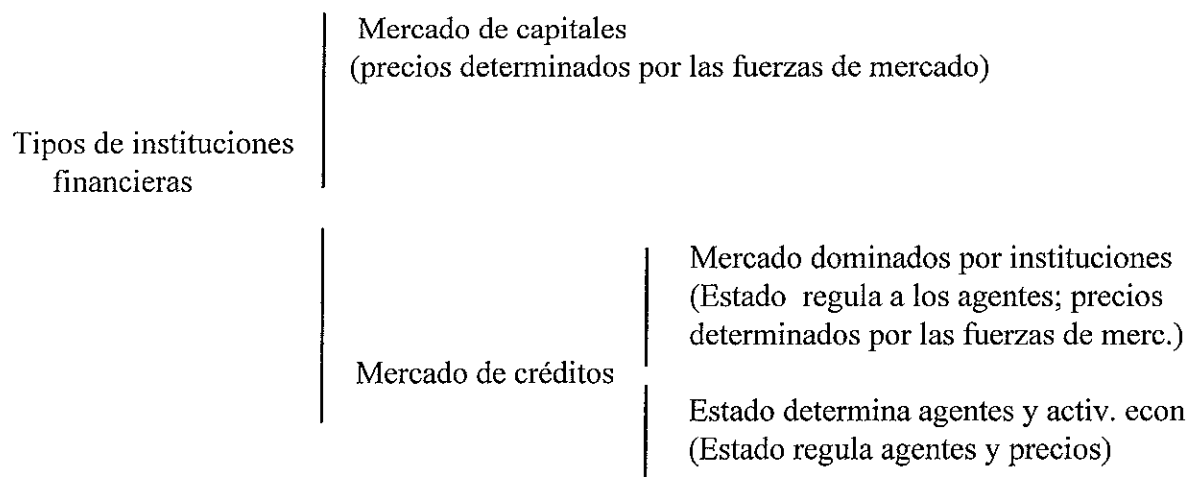
4. Estructuras financieras: diferentes experiencias históricas

En este apartado, tenemos como objetivo analizar las distintas organizaciones financieras que se han desarrollado en el sistema capitalista para captar el ahorro proveniente del crecimiento y determinar sus características para asegurar el círculo virtuoso entre financiamiento, inversión y ahorro. Es decir, permitir un crecimiento sostenido.

Históricamente, la sociedad capitalista ha conocido dos organizaciones financieras. Una está basada en el mercado de capitales, con una interferencia mínima del Estado, que se caracteriza por ser eminentemente regulatorio, y la otra está basada en el mercado de créditos, donde interviene activamente el Estado. Este último factor (interferencia estatal) subdivide a esta organización financiera en dos: una donde el Estado regula el marco de

acción de los agentes productivos y, la otra, donde interviene activamente en la economía, e impone precios. Esquemáticamente se puede presentar de la siguiente manera:

FIGURA III.3
TIPOS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS



La estructura financiera basadas en el mercado de capitales se desarrollaron en la Gran Bretaña y Estados Unidos. Alemania fue la nación precursora en la estructura financiera basada en el mercado de créditos, donde el Estado únicamente reguló la acción de los agentes. Francia y Japón, así como los nuevos NIC'S asiáticos (v.g., Corea del Sur) son los casos típicos donde el Estado actuó directamente en la economía y reguló la acción de los agentes económicos.

Para caracterizar a las diferentes organizaciones financieras es necesario analizar la estructura de los mercados y, fundamentalmente, las bases ideológicas sobre las cuales se rigió el Estado. Considerando las anteriores organizaciones financieras dominantes, se puede apuntar que, en el caso de la Gran Bretaña y Estados Unidos, la sociedad se rige sobre bases ideológicas que dan sustento al libre mercado y los precios también se determinan a través del libre movimiento de la oferta y la demanda. La interferencia estatal se limita a las decisiones jurídicas y administrativas. Para el caso de Alemania se cuestionó la base ideológica del *laissez-faire* y se consideró al Estado como un agente regulador de la participación de los actores económicos, entre los cuales se encuentran la estructura financiera (los bancos y demás instituciones financieras no bancarias). Finalmente, para el caso francés, japonés y coreano, el Estado, además de regular a los agentes, interviene en la

determinación de los precios y en la producción de mercancías. Se supone la necesidad de imponer una estructura de precios “incorrectos” para superar el subdesarrollo.

Otro elemento importante a considerar es que el momento histórico de la industrialización y la trayectoria de la nación determinan la organización financiera dominante. Es decir, las instituciones financieras responden a condiciones históricas y temporales específicas. Obviamente, estas condiciones varían, aunque las diferencias entre las dos organizaciones dominantes se han reducido a lo largo del tiempo.

Para desarrollar este tema analizaremos cada una de las estructuras dominantes mencionadas y señalaremos las modificaciones que han sufrido históricamente.

4.1 Estructura financiera basada en el mercado de capitales

Los países que han desarrollado este sistema financiero se caracterizan por tener un mercado de capitales fuerte, que es la principal fuente de financiamiento de largo plazo, y los bancos únicamente otorgan préstamos de corto plazo.

Los instrumentos financieros se caracterizan por tener una larga madurez (al menos mayor a un año); y sus principales “instrumentos” son las acciones corporativas, los bonos, las hipotecas, los títulos gubernamentales, etc., para los cuales debe existir un mercado primario y otro secundario. Esto es, debe existir un mercado desarrollado de instrumentos que recolectan los fondos generados por la inversión; y a la par debe existir otro mercado, donde se revenden los instrumentos emitidos con anterioridad. Este último tiene el papel de otorgar liquidez a las inversiones productivas, permitir el cambio de propiedad de los bienes productivos existentes y servir como guía para imponer precios a los instrumentos nuevos.

Este tipo de estructuras financieras debe tener un mercado de capitales fuerte, que implica muchos oferentes con una extensa variedad de “títulos” y muchos demandantes, de tal suerte que el mercado no sea fácilmente controlado por un grupo de agentes. Un mercado fuerte debe garantizar que cualquier vendedor encuentre comprador (los mercados primarios y secundarios deben ser continuos) y, así, la fluctuación de precios será menor en comparación a un mercado pequeño.

Los precios en este tipo de mercados son determinados de manera competitiva, es decir, ningún agente particular puede influir en los precios de los bienes y no requieren de

la intermediación bancaria para que los ahorradores e inversionistas compren y vendan sus activos. Históricamente, esto derivó en prohibiciones legales para los bancos de intervenir en el mercado de capitales (ie., se prohibió la banca múltiple en Estados Unidos y la Gran Bretaña).

Los intermediarios financieros son fundamentales para el buen desarrollo del mercado de capitales, para lo cual, debe existir una amplia variedad de instituciones financieras no monetarias y estas son: bancos hipotecarios, bancos de inversión o sociedades financieras, compañías de seguro y fondos de pensión, casas de bolsa, bolsa de valores, arrendadoras financieras, empresas de factoraje, almacenes generales de depósitos y uniones de créditos.

El papel del banco central en el mercado de capitales es controlar fundamentalmente los agregados monetarios, tales como la oferta monetaria o la tasa de interés. Eventualmente puede intervenir en: a) en la distribución de los recursos entre los usuarios, pero de manera secundaria; b) ser prestamista de última instancia, aunque este no es su papel fundamental; y c) afectar el mercado de capitales, empero, sólo mediante la venta o compra de instrumentos financieros-dinerarios, para crear condiciones favorables para determinadas políticas económicas. Se destaca que en este tipo de organización financiera, el banco central no puede imponer condiciones productivas a través de mandatos administrativos.

El gobierno actúa como un ente autónomo y no está capacitado para intervenir en la dirección de los flujos a través del mercado de capitales, lo cual, de acuerdo a Zysman, tiene dos consecuencias: “Primero, el gobierno no podrá manipular el mercado de capitales para influir selectivamente en la distribución de recursos y, segundo, las instituciones financieras no podrán intervenir en las decisiones de las empresas” (1983:71)

Zysman argumenta que, en este tipo de modelo, las empresas, los bancos y el gobierno actúan en distintas esferas, a partir de las cuales negocian como socios autónomos. En otras palabras, no se desarrolla una estructura donde estas tres instituciones se organicen para llevar a cabo un propósito en común. El financiamiento de la industrialización se deja a las libres fuerzas del mercado. Es más, el principio de mercado obliga al gobierno a solicitar permisos legislativos previos para intervenir en los asuntos de

las empresas, porque puede concebirse como una amenaza a los mecanismos de mercados establecidos.

No es casualidad que sólo en la Gran Bretaña y Estados Unidos se desarrolló de manera exitosa el sistema financiero basado en el mercado de capitales. En otras palabras, sólo en estos países existieron condiciones favorables para que el mercado de capitales se desarrollara tal cual lo reseñó Keynes, y apoyara de manera efectiva al proceso de industrialización.

Particularmente, en Inglaterra tuvo lugar la primera Revolución Industrial y se caracterizó por la reinversión de ganancias, así como la canalización de la acumulación dineraria comercial hacia la manufactura.

En general, se puede apuntar que los primeros países que iniciaron la industrialización y lograron el desarrollo requirieron, comparativamente, menos recursos iniciales. Kindleberger dice: “En los primeros años de la revolución industrial, las necesidades en la industria de capital de largo plazo eran muy reducidas en comparación a la inversión total, y eran proporcionadas en gran medida por el empresario” (1984:127) Studart, recopila una serie de datos que indica las tasas de crecimiento:

“En Inglaterra, las tasas anuales de crecimiento durante la primera mitad del siglo dieciocho oscilaron alrededor de 0.5%, a partir de 1750 hubo un crecimiento de alrededor de 1.5% que decae durante la revolución de Estados Unidos; finalmente, a partir de 1785, sube la tasa de crecimiento hasta lograr un monto de 3% en promedio en los años de 1830. ... la tasa de formación de capital con relación al ingreso nacional no superó los 7 o 8% y su promedio se mantuvo por debajo de los 5%. Pollard apunta que el monto de capital fijo que requirió la industria comparado con el capital circulante ha sido a menudo exagerado y también muestra que los créditos directos eran la principal fuente para financiar el capital de trabajo”. (1995:69-70)

Pollard añade que en los inicios de la industrialización las empresas podían desarrollarse e incluso podían acceder al crédito, sin contar de manera adelantada con grandes cantidades capital. Bowles y Edwards al caracterizar la fase del capitalismo competitivo agregan: “que esta época se caracterizó por la existencia de pequeñas empresas que competían entre sí, mercados cada vez más grandes” (pp.90)

Otros factores importantes son los cambios sectoriales en la producción. Al inicio de la industrialización, la variación de la participación de los sectores primarios no era tan

drástica como los cambios que requirió la industrialización posteriormente. Cameron aporta datos interesantes al respecto:

CUADRO III.2
PARTICIPACIÓN DE LOS SECTORES PRODUCTIVOS EN EL INGRESO
NACIONAL
(Porcentajes para algunos años)

sector/año	1688	1801	1841
Agricultura, silvicultura y pesca	40	32.5	22.1
Minería, manufactura y construcción	21	23.6	34.4
Comercio y transporte	12	7.5	18.4

Fuente: Cameron, citado en Studart:1995:70

Consecuentemente, se puede sostener que la industrialización temprana se diferenció de la tardía (principios fines del siglo XX), en tres aspectos: 1) la tasa de crecimiento era muy pequeña en comparación a las necesidades actuales de los países en vías de industrialización; 2) la tasa de acumulación de capital en los inicios del capitalismo era relativamente exigua; y 3) los cambios estructurales necesarios para lograr la industrialización no eran tan dramáticos como los requeridos en la actualidad. Consecuentemente, la industrialización temprana generó menor inestabilidad que la tardía.

Estados Unidos, a pesar de haberse industrializado un siglo después que Inglaterra, se caracterizó por tener abundantes recursos naturales, encontrarse despoblado y aislados de los centros de industrialización. Las crecientes olas de emigración con los abundantes recursos naturales, así como los bajos requerimientos de capital, permitieron que el desarrollo de las fuerzas productivas durara un largo periodo y requiriera de relativamente poco recursos monetarios. Es decir, se basó en sus fuerzas internas para lograr un crecimiento sostenido y posteriormente superar el desarrollo de Inglaterra.

Dado lo anterior, es posible concluir que en las primeras etapas de industrialización, el ritmo del crecimiento y de la acumulación permitieron que evolucionara el sistema financiero, evitando que el subdesarrollo de este sector frenara el crecimiento económico. Se puso de manifiesto que el capital externo a la empresa juega un papel relativamente menor al que debe jugar en la actualidad.

4.2 Estructuras financieros basados en el mercado de créditos

Este sistema financiera se caracteriza por tener un mercado de capitales relativamente débil y poco desarrollado, y los mercados de créditos son las principales fuentes de financiamiento. Las empresas dependen fundamentalmente de créditos bancarios. En este tipo de sistema no existe el proceso de fondeo expuesto por Keynes, por el bajo desarrollo del mercado de capitales, lo cual tiene dos consecuencias: a) el financiamiento tiende a ser de corto plazo y puede desarrollarse un racionamiento de créditos, que limita el crecimiento y b) lo anterior provoca, dado la hipótesis de inestabilidad financiera, que tanto los bancos como las empresas productivas tengan situaciones financieras de extrema fragilidad, que pueden causar crisis recurrentes en las economías.

En esta estructura, el financiamiento hacia la industria es otorgado por los bancos que, a su vez, obtienen, aunque en menor medida, fondos para los depósitos de las familias y de instituciones especializadas que operan en el mercado de capitales y dinerario.

Entonces, el crecimiento económico depende de la preferencia por la liquidez bancaria que tiene periodos que impulsa el crecimiento y periodos que lo detiene. Es decir, el crecimiento económico se encuentra sujeto a constantes arranques y frenos, lo que impide el desarrollo pleno de las fuerzas productivas para superar el subdesarrollo.

En este tipo de organizaciones, los agentes no acceden directamente al mercado de capitales. Los bancos son intermediarios cruciales para operar en el mercado de capitales. Asimismo, la oferta de créditos bancarios se vuelve un punto crucial para el desarrollo y los bancos intervienen directamente en las empresas, mediante la posesión física de acciones o a través del control de las decisiones administrativas.

El papel del Estado se puede limitar a imponer un marco regulatorio para los agentes financieros, como es el caso alemán o, bien dirigir directamente las actividades productivas.

En cualquiera de los casos anteriores, este tipo de organización financiera necesitan de mecanismos compensatorios que ocupen el lugar del proceso de fondeo. En otras palabras, dada la inexistencia de mecanismos que garanticen la conversión de deudas de corto en largo plazo, se crean instituciones que compensen dicha situación, las cuales van

desde la regulación del marco de operación de los agentes financieros hasta la unificación entre empresas productivas con empresas bancarias, bajo imposición de precios por parte del Estado (*zaibatsus, keiretsus*, etc).

El Estado juega un papel central en el proceso de industrialización de estos países, desechando el planteamiento que sustenta las bases del libre movimiento de los factores productivos. De entrada, se supone que la distribución espontánea de los factores y recursos productivos que realiza el mercado es deficiente y, por tanto, se apoya la intervención **activa** del Estado en el desarrollo de las fuerzas productivas.

4.2.1 Interferencia estatal regulacionista: Caso alemán

En Alemania, el Estado actuó regulando a los agentes financieros. Específicamente limitó el número de instituciones bancarias y el tipo de agentes que pueden acceder a estos mercados. La característica de esta organización financiera es que las instituciones una vez dentro del mercado no requieren asistencia del Estado, y se regulan a sí mismas.

Allen (1990) señala que el sistema alemán se basa en un marco muy general (*Rahmenbedingungen*) que crea altas barreras a la entrada, para aquéllos que desean participar en el mercado. Sin embargo, para los actores existentes hay una amplia libertad de acción. Las altas barreras están constituidas por una reserva de capital, mayores que sus competidores internacionales, y los agentes entrantes deben probar a las autoridades pertinentes que tienen suficiente experiencia en el financiamiento hacia la industria.

Los precios se determinan en el mercado, sin interferencia estatal, empero, reflejan la concentración del poder financiero. Los bancos pueden influir el movimiento de los precios del mercado accionario, al ser estos intermediarios entre los agentes que prestan y los que toman prestado.

La interferencia bancaria en la empresa puede ser directamente a través de la propiedad y/o mediante votos en las decisiones en la junta de accionista. Baumes y Fraume (*The Economist* (21/I/1995)) reporta datos sobre la interferencia bancaria en las principales empresas:

CUADRO III.3
PARTICIPACIÓN BANCARIA EN LAS JUNTAS ANUALES DE LAS PRINCIPALES EMPRESAS

Empresas	Asistencia a reuniones*	Deutsche Bank	Dresdner Bank	Commerz Bank	Suma de los 3 grandes	Todos los bancos
Siemens	52.7	17.6	12.4	4.5	34.6	95.5
Vollswagen	38.3	5.9	6.7	2.4	15.1	44.1
Hoechst	71.4	9.0	32.8	27.7	69.5	98.5
BASF	50.4	18.6	17.6	4.2	40.4	94.7
Bayer	50.2	19.0	17.9	4.8	41.7	91.3
Thyssen	67.4	7.2	9.9	2.0	19.0	45.4
VEBA	53.4	13.0	25.3	3.7	42.0	90.9
Mannesman	37.2	15.9	18.8	4.1	38.0	98.1
Man	72.1	7.1	9.5	2.3	18.0	48.2
Preussag	69.0	9.9	6.4	1.9	18.0	99.5

Fuente: Baums y Fraune, citado en The Economist 1995:72

* % del total de votos

El Estado, en este modelo, tiene objetivos agregados, en contraposición a objetivos distributivos que logra, al igual que el modelo basado en el mercado de capitales, a través de movimientos de los precios. No utiliza disposiciones administrativas.

El resultado de este tipo de organización financiera es que los bancos influyen en las empresas productivas a través de su función de otorgar préstamos y su control de la entrada del mercado financiero. De acuerdo con Zysman:

“el gobierno no tiene el aparato para dictar sus preferencias distributivas a las instituciones financieras, consecuentemente, no cuenta con instrumentos independientes en el sistema financiero que pudieran influir a las empresas. Sin embargo, los bancos pueden servir como aliados a las políticas gubernamentales, negociando con las empresas sobre bases financieras” (1982:72, subrayado original del autor).

4.2.2 Interferencia estatal directa y mercado de créditos

El sistema financiero basado en el mercado de créditos con interferencia estatal directa en la economía se caracteriza en que además de intervenir en la selección de los actores del sistema financiero, determina los precios fundamentales.

Los bancos, al igual que en el modelo anterior, actúan como intermediarios entre los agentes prestamistas y prestatarios. Dado que el gobierno determina los precios principales (v.g., tasa de interés) puede apoyar los préstamos bancarios y facilitar la

creación de dinero. Es fundamental el papel del Banco Central como prestamista de última instancia.

Los mercados generalmente se encuentran en desequilibrio, debido a que existen muchos demandantes de financiamiento o pocos oferentes. El Estado tiene a su disposición acciones administrativas para lograr sus objetivos. No requiere utilizar el funcionamiento del mercado para lograr sus objetivos.

La implicación política de esta organización financiera es que el Estado se interrelaciona con la industria de tal manera que se vuelve parte y porción del sistema financiera. Zysman apunta:

“La división entre lo público y lo privado se vuelve borrosa, no únicamente debido a los arreglos políticos, sino por la propia estructura del mercado financiero” (1982:72, subrayado original).

Este tipo de organizaciones financieras permite que las empresas se endeudan fuertemente con los bancos para desarrollar sus planes de crecimiento. Suzuki aporta estadísticas donde muestra que el sistema financiera basado en los créditos permite a las empresas basar su crecimiento en fuertes tasas de apalancamiento con los bancos, según se muestra en el cuadro III.4:

CUADRO III. 4
COMPARACIÓN DE FINANCIAMIENTO AL SECTOR CORPORATIVO EN JAPÓN
Y OTROS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS
(1966-1970, promedios)

Países	Financiamiento Interno	Financiamiento Externo		Total	
		Total	Créditos bancarios		Emisión títulos
Japón	40.0	60.0	49.0	11.0	100.0
EE.UU.	69.4	30.6	12.4	18.2	100.0
U.K.	51.4	48.6	10.3	38.3	100.0
RFA	63.1	36.9	29.6	7.3	100.0
Francia	65.0	35.9	27.4	7.6	100.0

Fuente: Suzuki, citado en Somei 1992:5

El cuadro III.4 indica que todas los países (aunque Japón en menor medida) recurrieron al financiamiento interno, es decir, esta fuente sigue teniendo importancia central en la inversión. Sin embargo, al analizar la fuente recursos externos, podemos diferenciar a los países de acuerdo a su estructura de mercado. Francia, Alemania y,

principalmente Japón, se apoyan fuertemente en los créditos bancarios para obtener su financiamiento. Mientras que Estados Unidos e Inglaterra recurren en mayor medida a la emisión de títulos para financiar la inversión.

De hecho, Japón es el país más exitoso en la utilización de los fondos bancarios para el desarrollo y funcionó con base en conglomerados financieros-productivos (zaibatsus) que orientaron y financiaron las actividades productivas. El sistema japonés desarrolló el sistema de *cross bond sharing* que supone que al interior de un conglomerado se emiten y compran acciones y una porción pequeña de estos flota en el mercado secundario.

4.2.3 Pre-condición para el desarrollo: mecanismos compensatorios

Los autores que estudian los fenómenos del desarrollo sostienen que los países atrasados requieren una fuerte intervención estatal para “alcanzar” a los desarrollados. El proceso de industrialización debe ser producto del esfuerzo colectivo de todos los agentes sociales y económicos y no puede dejarse a las libres fuerzas del mercado.

Amsden (1989) sostiene que el proceso de ponerse al día de los países que se industrializan tardíamente (*catching up process*) requiere de mayores apoyos estatales porque el atraso es relativamente más grande. De acuerdo con esta economista, a medida que más avanza el desarrollo, más esfuerzos se requieren para alcanzarlo y más relevante se torna el papel del Estado. Al inicio del proceso de industrialización sólo se requirió un marco regulatorio legal de apoyo a la actividad productiva. Así, el gobierno inglés intervino sólo para mantener la ley y el orden necesarios para la valorización del capital y, también, minimizar la fuga de capacidad tecnológica hacia otras tierras. En la segunda fase de la revolución industrial se debió utilizar la protección hacia la industria infante (Alemania y Estados Unidos) y regular la actividad financiera (Alemania). En la tercera fase de la revolución industrial (Japón y NIC'S asiáticos), el Estado debió intervenir abiertamente en la distorsión de precios. Específicamente Amsden dice:

“El Estado en estos países interviene para dirigir las preferencias de los ahorradores e inversionistas, de los exportadores e importadores, a través de la creación de precios múltiples. Algunas tasas de interés son altas, otras bajas, los importadores y exportadores tienen diferentes precios de la divisa extranjera. En la medida que el Estado interviene para establecer precios múltiples, los precios relativos no son los “correctos”, de acuerdo a los dictados de la oferta y de la demanda. De hecho, el Estado en los países de

ESTA TESIS NO DEBE SALIR DE LA BIBLIOTECA

industrialización tardía impone **de manera deliberada precios “incorrectos”** para crear oportunidades de rentabilidad para la inversión” (1989:13)

En el caso del sector financiero, inicialmente la industrialización no requirió de fuertes apoyos financieros (Gerschenkron, Kindleberger), sin embargo, durante la segunda oleada⁴⁴ (Alemania), el Estado debió recurrir a la concentración financiera para que existan suficientes recursos para la industrialización, el crecimiento y el desarrollo. En la tercera oleada, (Japón NIC'S asiáticos) se necesitó distorsionar precios. El proceso de fondeo que se desarrolló en Inglaterra y Estados Unidos fue producto de un crecimiento acelerado de la industria. En los casos posteriores se necesitaron de mecanismos compensatorios para garantizar el crecimiento, que fueron: 1) fuerte compromiso por parte de los bancos privados a la industria y 2) fuerte intervención gubernamental, a través de bancos de desarrollo y utilización de mecanismos de reguladores selectivos en el otorgamiento de los créditos.

Particularmente, en el caso alemán, los grandes bancos dirigen y sostienen el ritmo de la industrialización, y hay una asociación entre las empresas y el sistema bancario. Japón desarrolló un sofisticado y moderno sistema bancario, estructurado de acuerdo a las necesidades del desarrollo económico. Existió una política gubernamental planificada que favoreció la evolución del sistema financiero como un instrumento de promover el crecimiento económico. Los bancos dirigieron sus fondos hacia la industria y aparecieron los grandes conglomerados (*zaibatsus*), lo que facilitó la transferencia de fondos entre las filiales del conglomerado.

4.3 Efectividad de los sistemas financieros

Se ha desarrollado una intensa discusión sobre la efectividad de los dos sistemas financieros existentes al interior del sistema capitalista. Por un lado, existen fuertes críticas al sistema financiero alemán por su alta concentración y apoyo a la gran empresa. Asimismo, el control estatal por parte del M.I.T.I. japonés (Ministerio de la Industria y Comercio) ha sido fuertemente cuestionado. De manera semejante, el sistema

⁴⁴ Se excluye el caso de EE.UU., porque este país gozó de situaciones privilegiadas de aislamiento, tamaño y abundancia de recursos naturales, aunque se debe llamar la atención que el Estado protegió mediante subsidios a las empresas nacientes de la competencia internacional.

norteamericano e inglés también está bajo fuertes críticas por el declive de las tasas de crecimiento en dichos países.

Producto de estas discusiones, se han reformado los sistemas financieros dominantes. Allen realiza un interesante estudio sobre las críticas al sistema financiero alemán y norteamericano, y Somei (entre otros) estudia la evolución del sistema japonés. Estos autores muestran que el mercado de capitales ha evolucionado en las últimas décadas en Alemania y en Japón y, además, se empiezan a levantar las restricciones de entrada hacia dicho mercado. Por otro lado, en Estados Unidos ha evolucionado el sistema de créditos y comienza la desregulación del sistema bancario, permitiendo el acceso de éste al mercado de capitales.

Zysman y Allen sostienen que la complejidad del desarrollo y las crecientes cantidades de recursos que se requieren para llevarse a cabo necesitan de la presencia de la banca y del Estado. Incluso, este tipo de intervenciones se puedan ejercer en el contexto de la globalización financiera. Allen dice:

“La globalización del sistema financiero ha sido un fenómeno poderoso, sin embargo, la mayor parte de la literatura económica internacional supone que los patrones de regulación nacionales tienen mucha menos importancia que los supuestos en los escritos de Hilferding, Shonfiled y Zysman. Sin embargo, independiente de la movilidad del capital financiero y de la orientación internacional de los mercados, el capital fijo real se realiza en los límites internos del estado nacional. En consecuencia, las reglas y regulaciones que gobiernan al proceso de inversión siguen siendo importantes (1990:36).

Consecuentemente, las estructuras financieras han cambiado a lo largo de la historia de la industrialización y dependen de las necesidades del sector productivo y el momento histórico que se realizó este salto. Las últimas experiencias históricas indican que los países más subdesarrollados requieren de una institución financiera basada en el sistema bancario.

CONCLUSIONES

El financiamiento de corto plazo es generado por las instituciones bancarias y está limitado por las reservas de dichas instituciones que dado su creciente componente en instrumentos financieros, ha podido incrementar la oferta de sus créditos. No obstante lo anterior el volumen del financiamiento, así como su costo, está sujeto a fluctuaciones cíclicas, incrementándose su oferta y reduciéndose su costo en periodos de auge, seguidos

por una reducción de su volumen y un incremento en su costo, lo cual origina periodos de crisis.

La estabilidad del crecimiento económico se logra mediante el financiamiento y el fondeo de la inversión. El primero permite realizar la inversión y el segundo tiene la función de emitir instrumentos financieros de largo plazo que se crean con base en la recolección del ahorro generado por la inversión. Las condiciones de ambos tipos de financiamiento son que los créditos bancarios fluyan al sistema productivo, se incremente la inversión que a su vez genera un mayor volumen de ahorro, el cual debe ser captado por el sistema financiero, con base en el cual se crean *instrumentos financieros de largo plazo*, que anula el financiamiento de corto plazo.

Debe resaltarse dos características de éste proceso. Primero, los créditos no absorben ni agotan recursos y, segundo, la estabilidad económica es función de la captación de ahorros y no de su generación.

Ambos tipos de financiamiento dependen de arreglos institucionales. El financiamiento de corto plazo es asumido por los bancos comerciales y el de largo plazo ha tenido *dos expresiones institucionales*: el mercado de capitales y de créditos. El primero se basa en las leyes de mercado y el segundo requiere de mecanismos compensatorios junto con intervención estatal, los cuales bloquean los mecanismos de mercado.

Con base en lo anterior, se puede finalizar sosteniendo que las instituciones financieras son elementos centrales para entender el crecimiento y la estabilidad económica; las cuales, empero, han sufrido modificaciones substanciales a lo largo de la historia del capitalismo. Las particularidades de las instituciones financieras dependen de factores históricos, institucionales y políticos de cada periodo.

CAPÍTULO IV

FUNCIONALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO Y MECANISMOS DE FONDEO

El presente capítulo tiene como objetivo definir las características que debe adoptar un sistema financiero para garantizar el fondeo de la inversión y, por tanto, la estabilidad económica, considerándose las particularidades de los países desarrollados y en desarrollo.

Debe recordarse que los países en desarrollo se distinguen por no generar suficientes montos de inversión productiva ni instrumentos adecuados para el fondeo de la inversión, lo cual ha generado una intervención estatal directa en la economía que ha tenido que ser acompañada por mecanismos compensatorios.

De manera específica, en países con atrasos estructurales y mercados de valores débiles, el mercado financiero ha tenido que ser regulado y el movimiento de capitales bloqueado, para que el gasto de la inversión pudiera fondearse a fin de evitar crisis financieras.

Tomando en cuenta los anteriores elementos, en este capítulo se analizará el concepto de funcionalidad financiera, es decir, se expondrán las características que debe tener un sistema financiero para generar crecimiento con estabilidad, para lo cual nos referiremos de manera específica a los mecanismos compensatorios y a las políticas económicas que requieren las economías atrasadas para realizar la tarea de fondeo de la inversión. Considerando que en los países en desarrollo se ha llevado a cabo una fuerte intervención estatal en la economía, se destinará un apartado especial a la discusión de los equilibrios macroeconómicos necesarios para garantizar un financiamiento sustentable.

1. Funcionalidad del sistema financiero

La funcionalidad del sistema financiero se mide a través de la creación de financiamiento para la inversión y recolección del ahorro, que produce dicha actividad, es decir, mediante el crecimiento económico y la ausencia de crisis financieras.

La teoría económica tiene dos visiones sobre la efectividad del sistema financiero. Unos sostienen que debe ser eficiente⁴⁵ y, otros, plantean que debe ser funcional.

⁴⁵ El sistema financiero eficiente se sustenta en la hipótesis de mercados de capital perfecto. Se sostiene que la función central del sistema financiero es la intermediación y su principal característica es la eficiencia. Con base en dicha hipótesis, se supone, la existencia de una tasa de interés de equilibrio que recolecta la mayor cantidad posible de recursos y los distribuye entre los proyectos más redituables. Este planteamiento es cuestionado al interior de esta propia visión teórica por McKinnon y Gurley - Shaw sobre la base de mercados segmentados en los países en desarrollo; y por los nuevos keynesianos (Stiglitz,

A manera general sostendremos que un sistema financiero, además de ser eficiente, debe ser funcional, lo cual implica otorgar suficiente financiamiento, independientemente del volumen de los recursos reales; generar mecanismos para asegurar que los flujos monetarios se utilicen en el financiamiento de la inversión productiva; captar el ahorro generado por la inversión a fin convertir las deudas de corto en largo plazo; y, finalmente, anular las deudas de largo plazo con las utilidades producidas por la inversión.

En este contexto, el proceso de financiamiento de corto plazo, debe estar basado en la intermediación financiera, así como en la creación de recursos monetarios, o sea en la generación de créditos. Y el fondeo de la inversión puede adoptar diversas expresiones institucionales que dependerán de la organización del sistema financiero.

1.1 Características del fondeo en el mercado de capitales y de crédito

La teoría del desarrollo económico indica que han existido dos estructuras para fondear la inversión que, requieren de diferentes políticas económicas, imponen distintos costos, así como, distintos niveles de incertidumbre.

El fondeo de la inversión, basado en el mercado de capitales, se caracteriza por ser más barato y tener mayor nivel de incertidumbre. Específicamente, es una forma de financiamiento de largo plazo más barata que la emisión de deuda bancaria porque la empresa se provee de recursos a través de la emisión de acciones, que son títulos sobre rendimientos futuros. El fracaso de un proyecto de inversión es compartido por todos los agentes (prestatarios y prestamistas) debido a que los mercados de capitales se ajustan más rápido que los mercados reales, lo cual induce a que las ganancias y las pérdidas sean compartidas por el conjunto de los agentes por el carácter negociable de los instrumentos de largo plazo.

Sin embargo, este tipo de financiamiento envuelve más incertidumbre, debido a que el mercado secundario, que otorga la continuidad en la compra y venta de estos títulos, genera ganancias por capital, que se obtienen por las variaciones de los precios de dichos instrumentos. Así, un cambio en las expectativas induce a la compra y venta de estos

1993) que sostienen la existencia de información incompleta, lo cual impide a los mercados generar suficiente recursos para financiar el desarrollo y distribuirlo de manera eficiente, o sea, no crea una tasa de interés de equilibrio, provocando escasez de créditos y selección adversa de prestatarios. Una buena discusión al respecto se encuentra en Grabel 1995 y Studart 1995/96.

“papeles”, provocando variación en sus precios que, de preverse correctamente, permitirán ganancias para unos y pérdidas para otros.

Consecuentemente, para neutralizar la incertidumbre, el fondeo tradicional requiere de un mercado de capitales fuerte, que promueva la venta masiva de títulos y evite fluctuaciones en los precios de sus activos. El mercado de capitales está constituido por dos segmentos: el mercado primario -que vende los títulos “nuevos”- y el mercado secundario que tiene las funciones de otorgar liquidez a los activos mediante su venta continua, así como el suministro de información a las empresas que emiten títulos, a los suscriptores y demandantes. O sea, éste mercado determina el precio que deben tener las acciones “nuevas”, reduce el riesgo de las empresas encargadas de vender títulos y permite al inversionista evaluar la rentabilidad futura de los títulos primarios (Studart 1995-96). Por consiguiente, las políticas económicas deben estar destinadas a generar un mercado de valores fuerte y, limitar institucionalmente la especulación financiera.

El fondeo basado en el mercado de créditos aparece en países que no cuentan con mercado de capitales, o su desarrollo es insuficiente, lo cual requiere de mecanismos compensatorios que tiene los propósitos de: dirigir los recursos financieros de corto plazo hacia el sector productivo; crear instrumentos crediticios de largo plazo; e instrumentos de captación de ahorro de largo plazo. En este caso los bancos asumen a la vez la tarea de financiamiento de corto y largo plazo.

En este tipo de estructuras los agentes privados ni las instituciones financieras son capaces de garantizar un volumen adecuado de inversión ni crear instrumentos financieros destinados a fondear la inversión, lo cual origina la necesidad de intervención estatal que va desde la imposición de políticas que fomenten lazos entre las empresas productivas y financieras; (i.e., “grupos” que han adoptado diversas formas); gasto de inversión pública; políticas crediticias que pueden ir desde la represión a las tasas de interés, el encajonamiento de créditos; el desarrollo de instituciones especiales de créditos, etc., e incentivos a las empresas para que coticen en el mercado de capitales, así como políticas que limiten las fluctuaciones de los precios de sus activos, lo cual se puede lograr a través de la restricción en la venta de sus activos - *cross sharing bonds*.

Debe señalarse, que el financiamiento es más costoso, cuando no existen fuertes lazos entre el sector financiero y productivo, porque una variación de las condiciones pre-valeciente reduce el volumen de los créditos al sector productivo y/o aumenta la tasa de interés, generando un aumento en el costo del financiamiento de la inversión.

A manera general podemos resumir las características de ambos mercados a través del siguiente cuadro IV.1:

CUADRO IV.1
CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE CREDITOS Y DE CAPITALS

<u>Mercado de Créditos</u>	<u>Mercado de Capitales</u>
<i>Financiamiento de corto plazo</i>	
Sistema Bancario	Sistema Bancario
<i>Financiamiento de largo plazo</i>	
Sistema Bancario	Mercado de Capitales
Genera créditos de largo plazo	Mercado primario fuerte
Genera instrumentos de depósitos largo plazo	Mercado secundario robusto
Requiere mecanismos compensatorios	
<i>Diferencias</i>	
Financiamiento caro	Financiamiento barato
Menor nivel de incertidumbre.	Mayor nivel de incertidumbre
Alta intervención del Estado	Baja intervención del Estado

La eficacia de las estructuras de mercado (de capitales y de crédito) no puede basarse únicamente en la eficiencia de la captación de ahorro y distribución de los recursos con base en una relación costo beneficio, sino que debe medirse con relación a sus dos funciones centrales, que son la creación de recursos, independientemente de los ahorros existentes, y la estabilidad del sistema financiero, donde la captación y generación de instrumentos de largo plazo son sólo algunos de los elementos de este gran engranaje.

Así, la eficacia del sistema financiero debe evaluarse con base en la unión entre la estructura financiera y el desarrollo económico. La funcionalidad debe establecerse, teniendo como referencia la forma en que se crean los recursos, su destino, y la recolección del ahorro. Studart (1995-96:284) define la funcionalidad en los siguientes términos:

Un sistema financiero es eficaz en el proceso de desarrollo cuando puede expandir el uso de los recursos existentes de una economía, al mínimo costo posible, con el menor au-

mento de fragilidad financiera y otros desequilibrios que pueden detener el proceso de crecimiento por razones puramente financieras.” (1995-96:284)

En este contexto la funcionalidad tiene un aspecto macro y micro económico, que a continuación exponemos.

1.1.1 Dimensión macroeconómica del sistema financiero

La perspectiva macroeconómica está relacionada con los desequilibrios financieros que, según Minsky, son provocados por periodos de crecimiento acelerados de no existir procesos de fondeo eficaces. Por tanto, la funcionalidad debe ser evaluada con base en la efectividad con que se ejecutan las funciones de financiamiento, evitando crisis -por devaluaciones, por deflación de deudas etc. Si no existe un mercado de capitales fuerte, el fondeo debe llevarse a cabo mediante mecanismos compensatorios, que deben promover la relación entre el capital productivo y financiero.

El planteamiento postkeynesiano supone que, en países en desarrollo, las libres fuerzas del mercado no aseguran un continuo financiamiento de corto y menos de largo plazo. Durante el periodo de auge, se pueden disponer volúmenes crecientes de créditos a corto plazo que, generalmente, no están disponibles a lo largo de todo el ciclo económico (particularmente están ausentes durante los periodos depresivos); y las instituciones bancarias y financieras, en ninguna fase del ciclo, y de manera especial en el periodo depresivo, tienen incentivos para transformar los créditos de corto en largo plazo. Dado los problemas de liquidez e incertidumbre, las instituciones financieras -bancarias y no bancarias- prefieren mantener financiamiento de corto plazo y el mercado de capitales generalmente actuará, en este contexto, como un elemento desestabilizador, por sus fuertes fluctuaciones.

En general, los países en desarrollo iniciaron el camino de la industrialización sin mercados de capitales “robustos” y el desarrollo de éstos, en el caso de América Latina, fue dejado a las libres fuerzas de mercado, lo cual provocó la generación de mercados débiles y “delgados”, manipulados por un grupo pequeño de especuladores, dejando mucho que desear en cuanto a su funcionalidad respecto del financiamiento de la actividad productiva, y no se desarrollaron políticas para evitar la especulación.

A raíz de la globalización financiera (como se verá en el próximo capítulo) incrementó el movimiento especulativo del capital en los mercados financieros, lo cual ha impe-

dido que en los PED este mercado cumpla la función de proveedor de recursos de largo plazo a la actividad productiva. Contrariamente, se han vuelto altamente especulativos, debilitando el crecimiento económico. (UNCTAD:1995).

En este contexto, un sistema financiero “robusto” requiere de mecanismos compensatorios que apoyen el crecimiento económico (v.g., captación de ahorro de forma masiva en instrumentos de largo plazo, gastos de inversión, promoción de ciertos sectores productivos, políticas crediticias, constitución de “grupos”, etc.) y, a partir de la globalización financiera, como se verá en el próximo capítulo, se debe incluir desincentivos para la entrada de capitales de corto plazo (inversión en cartera) que no tiene intenciones de asentarse en el sector productivo; y políticas para estabilizar los precios de títulos y acciones. Al respecto, Studart apunta:

Con relación a los mercados financieros, la eficiencia macroeconómica ocurre cuando los mercados secundarios actúan como promotores de operaciones de fondeo, es decir, dicho mercado estimula la emisión de acciones por parte de las empresas del sector real (1995-96:286).

En consecuencia, el proceso de fondeo en países que tuvieron (y tienen) que “alcanzar” el desarrollo, especialmente los que iniciaron su proceso de desarrollo en este siglo, requieren de una estructura financiera que garantice préstamos de largo plazo y/o condiciones adecuadas para emitir acciones. Es decir, debe generar mecanismos compensatorios, que promuevan una institucionalidad que ligue el capital financiero con el capital productivo; junto con políticas de promoción al mercado de capitales. A partir de la globalización financiera deben imponerse mecanismos compensatorios que tengan el objetivo de dirigir los recursos financieros hacia el sistema productivo, emitir instrumentos de fondeo que puedan ser adquiridos por el conjunto de las familias, generar un monitoreo estatal a fin de limitar la fluctuación de los precios de los títulos y acciones; e impedir la entrada del capital de corto plazo que se distingue por ser eminentemente especulativo.

La liberalización y profundización financiera no han generado la certidumbre necesaria para incrementar la inversión, por el contrario, ha abierto opciones a la especulación del capital, desviando los flujos monetarios desde el sector productivo hacia el financiero, lo cual ha reducido el ritmo (en incluso el nivel) de la inversión.

1.1.2 Dimensión microeconómica del sistema financiero

La dimensión microeconómico de la funcionalidad del sistema financiero se relaciona con la distribución eficiente de recursos entre los diversos proyectos y la recolección del ahorro. Es decir, debe garantizar la óptima captación y distribución de recursos, pero no acotados por el cálculo costo - beneficio, sino por el potencial crecimiento económico que generen los recursos.

Particularmente, en la distribución de recursos se debe considerar las economías de escala que generan los créditos de corto plazo. Esto se vuelve relevante en países en desarrollo, porque el financiamiento de la inversión no debe limitarse únicamente a incrementar el uso de los recursos existentes (que están ociosos en grandes proporciones), sino que el financiamiento también debe destinarse a la creación de nuevos sectores, o sea, promover el desarrollo. Por tanto, la política de distribución eficiente de recursos debe estar acompañada por una política industrial destinada a la incorporación de nuevos sectores que garanticen crecimiento vigoroso y estable. (v.g., Corea del Sur introdujo el sector exportador).

La recolección del ahorro es otro problema central de la dimensión microeconómico. Al igual que en la distribución de recursos debe rebasar el cálculo costo - beneficio e incluir una cobertura geográfica y económica, que permita una recolección masiva del ahorro en todos los niveles de ingresos y destinada a apoyar a los sectores económicos estratégicos - definidos por la política industrial -. Es decir, deben existir instituciones bancarias y/o financieras a lo largo de toda la geografía de un país que suministren instrumentos para atraer los ahorro de todos los niveles de ingresos y sectores económicos.

En suma, la dimensión microeconómica está relacionada con el destino de los recursos financieros y la forma de la captación del ahorro. La eficiencia bancaria se debe realizar con base en cálculos funcionales, es decir, no sólo considerando el costo-beneficio numérico, sino incluir el efecto del desarrollo económico de un país. Los recursos se deberán destinar a proyectos con relación a economías de escala que apoyen el proceso de desarrollo y no sólo con base en la rentabilidad.

Dada la necesidad de la intervención estatal en la economía y sus relaciones con el resto del mundo, se deben introducir las políticas destinadas a generar equilibrios en la cuenta fiscal y la externa que, de no existir, pueden drenar el multiplicador del ingreso, e

impedir la recolección del ahorro, generando crisis financieras y económicas que detendrán el proceso de la inversión.

2. Equilibrios macroeconómicos

Hay consenso que los países con economías subdesarrolladas que necesitan “alcanzar” el desarrollo, requieren de altas tasas de crecimiento y el fomento de ciertos sectores productivos. Al respecto Ffrench Davis comenta (1996:22)

“Desde el punto de vista productivo, el Estado debe contribuir (directa o indirectamente) a: i) elevar la tasa de uso de la capacidad productiva, del trabajo y del capital, de manera sostenible, ii) estimular la formación bruta de capital, y iii) acrecentar la productividad, alentando mejoras de la calidad de los factores y de la eficiencia en la asignación”

La acelerada tasa de crecimiento, así como la dinamización de determinados sectores, requiere el adelanto de cuantiosos recursos financieros, un tiempo de espera relativamente largo para recuperar las utilidades y altos niveles de incertidumbre, que el sector privado (en la mayoría de los casos), no puede solventar. Consecuentemente, el Estado debe intervenir directamente en la actividad económica, pudiendo generar desequilibrios fiscales permanentes que atentan contra la estabilidad del sistema económico.

Otro desequilibrio importante que aparece en los países en desarrollo con altas tasas de crecimiento, es el déficit en la cuenta corriente externa. Altos niveles de producción e incrementos en la demanda efectiva producen aumentos en el volumen de las importaciones, generando déficits en el saldo de la balanza comercial, por tener exportaciones altamente inelásticas y ser tomadores de precios.

En consecuencia, altas tasas de crecimiento, especialmente en países en desarrollo que están en la etapa de transición hacia el “despegue” económico, pueden generar desequilibrios fiscales y externos, que de no ser neutralizados por políticas económicas y mecanismos compensatorios adecuados, desarrollan altos niveles de incertidumbre que paralizan la actividad de inversión, tornando inviable el proceso de crecimiento económico.

2.1 Equilibrio fiscal

Cuando una economía tiene altas tasas de crecimiento, los niveles de incertidumbre aumentan, tanto por la cantidad de recursos que se requiere adelantar (aumenta el riesgo creciente - en términos de Kalecki); como por la “apertura” de nuevos sectores, donde se

desconoce el comportamiento de la demanda; y por la generación de mercancías con externalidades positivas, que distorsiona los precios de mercado.

Lo anterior obliga al Estado a asumir de manera directa la inversión en sectores productivos que: 1) necesitan fuertes cantidades de recursos monetarios y tienen un tiempo de maduración largo -v.g., creación de infraestructura; y/o se desconoce el comportamiento de la demanda -v.g., nuevos sectores- y 2) tienen fuertes externalidades y se dificulta imponer un precio a los usuarios (v.g., educación, investigación, infraestructura etc.).

El Estado al intervenir en la economía, al igual que cualquier otro agente económico, requiere de financiamiento de corto y largo plazo, el cual se implementa mediante diversas políticas monetarias, que incluyen la creación de dinero por parte del banco central mediante créditos al gobierno - financiamiento bancario - y/o bursátil; utilizándose políticas de encaje legal y/o emisión de deuda gubernamental, respectivamente; y como cualquier otro financiamiento de largo plazo, debe ser anulado mediante utilidades, que el Estado obtiene a través de ingresos fiscales, provenientes de los precios (y cantidades) de los bienes que produce (que no siempre es determinado por los costos y ganancias) y/o de la recaudación impositiva.

Si el Estado no cuenta con una política de fondeo de la inversión pública, aumenta la tasa de interés para refinanciar las deudas de corto plazo, generándose inflación e inestabilidad financiera; y de no existir suficiente ingreso fiscal para saldar la deuda pública, aparece el déficit fiscal⁴⁶; lo que eventualmente desembocaría en un incremento del costo financiero de la inversión pública y mayor endeudamiento público, que podría reducir el gasto de la inversión estatal, deteniendo el proceso de crecimiento. Ambos factores tienen un efecto negativo en la decisión de inversión del sector privado, porque por un lado aumentaría su costo financiero y, por otro, se reduciría la demanda total.

Por consiguiente, la intervención estatal en la economía debe ser acompañada de equilibrio fiscal para garantizar estabilidad monetaria. En otras palabras, el aumento de liquidez (mayores volúmenes de crédito al gobierno) generado por el mayor financiamiento de corto plazo, destinado para solventar el gasto gubernamental, necesita de fondeo y mayores ingresos fiscales, para evitar procesos inflacionarios y déficit en la cuenta pública.

Procesos inflacionarios, productos de altos volúmenes de créditos gubernamentales, indican la inexistencia de políticas e instituciones adecuadas para transformar la deuda pública de corto en largo plazo, generándose presiones financieras; y/o que el Estado no está recaudando -vía precios o ingresos impositivos- suficientes recursos reales (ahorro), para cubrir el gasto generado por sus inversiones.

Con base en lo anterior, el fondeo de la inversión pública -en un contexto de mercado de créditos- puede ser ineficiente por bajos niveles de captación de recursos bancarios y/o depósitos de corta duración. Dada la existencia de mercados de capital débiles, el Estado obtiene fondos mediante créditos emitidos por el banco central, los cuales deben cancelarse (i.e., se anula el incremento de liquidez) a través de una mayor captación bancaria, parte de la cual, es depositada en el banco central, anulándose los créditos gubernamentales.

Entonces, a medida que aumenta el crecimiento económico, financiado por recursos públicos, debe incrementarse la captación bancaria, especialmente, a través de depósitos de largo plazo, que tienen la función de transformar el ahorro involuntario en voluntario, los cuales son traspasados a la banca central, para que continúe prestando; y, asimismo, deben aumentar los ingresos fiscales para anular la deuda estatal mediante pagos con base en la recaudación fiscal.

En caso de que se reduzca la intermediación financiera, el banco central aumenta las tasas de encaje legal y los bancos comerciales incrementan las tasas de interés de los depósitos (especialmente de largo plazo) para atraer los ahorros de los agentes superavitarios. Ello provoca que la transición del ahorro involuntario a voluntario (que garantiza el fondeo de la inversión), tenga diferentes costos; originando un diferencial entre la tasa de interés de corto y largo plazo que incrementa el costo de la inversión y, por tanto, el gasto financiero de la cuenta pública. El Estado paga mayores intereses de los previstos.

Por su parte, bajos ingresos fiscales son resultado de evasión fiscal, estructuras impositivas inadecuadas, y precios de bienes públicos que no recuperan sus costos. La infla-

⁴⁶ Debe llamarse la atención que la inflación también origina déficit fiscal, como se verá más adelante.

ción es otro elemento que puede generar desequilibrio fiscal, porque merman la capacidad adquisitiva de los ingresos fiscales, mediante el efecto Tanzi⁴⁷.

Debe llamarse la atención que el gasto público, *per se*, no es inflacionario. Si irradia crecimiento (en el sector público y privado) y está acompañado de un esquema de fondeo funcional, así como mayor volumen de ingresos fiscales, las tasas de interés se mantienen bajas y el gasto financiero de la cuenta pública no aumenta.

Bajo dicho contexto, el crecimiento se basa en créditos emitidos por la moneda nacional, de curso legal, que actúa como “ancla” del desarrollo económico, evitándose procesos inflacionarios⁴⁸. Las únicas experiencias históricas exitosas de estabilización de la moneda se han realizado en un ambiente de crecimiento, acompañado de mayor captación bancaria y equilibrio fiscal.

Los intentos de estabilizar la moneda como condición previa al crecimiento, como se verá en el próximo capítulo, han fracasado porque generan déficit sin gasto público, vía mayores presiones sobre la cuenta financiera del sector público. Al reducirse, la intervención estatal y, dicho gasto no es asumido por el sector privado, se reducen los volúmenes de producción y demanda, generándose menores niveles ingresos impositivos (por impuestos al valor agregado, al salario y a las ganancias), reduciéndose el ingreso estatal, lo cual incrementa el endeudamiento público y genera presiones alcistas en la tasa interés, inhibiéndose aún más, la inversión. Esta situación se agrava si el Estado manipula la tasa de interés para atraer activos internacionales para enfrentar problemas de la deuda externa.

2.2 Equilibrio externo

Las economías subdesarrolladas con fuertes niveles de crecimiento, por sus características estructurales, requieren de altos volúmenes de importación, que pueden abarcar desde bienes salario, intermedios, de capital, y suntuarios. Consecuentemente, mayores niveles de ingreso pueden generar aumentos en el volumen de las importaciones, y dada

⁴⁷ Olivier Tanzi postula que en la medida que hay mayor distanciamiento entre el momento de decretar el impuesto y el pago de éstos, se reduce el ingreso gubernamental porque el gobierno se ve obligado a emitir moneda, respaldando el aumento de precios, lo cual genera inflación. Se complementa el encadenamiento de la causalidad .. los precios causan a la moneda. (Mayores referencias Zini, 1994)

⁴⁸ Una de las condiciones necesarias para que la moneda pueda traspasar valor de un periodo a otro es que se mantenga constante la unidad de cuenta, es decir, no varíe su base de medición. En otras palabras la unidad

una demanda inelástica de exportaciones, sin control sobre los precios de los bienes transables, se genera déficit en la cuenta corriente, que puede ser mediatizado por créditos externos de largo plazo o devaluaciones.

En ausencia de créditos externos de largo plazo, aparece el riesgo cambiario, devaluaciones, procesos inflacionarios que, en su conjunto, detienen el proceso de crecimiento. De manera particular, la escasez de divisas se convierte en una limitación de ahorro para el crecimiento. Los países con alto nivel de endeudamiento externo, que no producen medios de pagos internacionales, ni controlan el precio de los bienes comerciables, están obligados a traspasar parte de sus ahorros hacia el resto del mundo, para obtener los bienes para el consumo y la producción, provocando fugas al multiplicador del ingreso (impidiéndoles fondar la inversión), aumentos en la tasa de interés y restricción en la oferta crediticia.

De manera específica, el hecho que parte del incremento del ahorro generado por el financiamiento (que se ha caracterizado como ahorro involuntario) deba traspasarse hacia el exterior y no pueda convertirse en ahorro intencional (o voluntario), genera inestabilidad que puede deprimir la tasa de crecimiento (o los niveles) de la inversión.

Con base en lo anterior, los países en desarrollo, se ven obligados a seguir varias estrategias para sobreponerse a la escasez de medios de pagos internacionales, entre las cuales se cuentan: 1) desarrollar un sector productivo dedicado a la exportación que financie el crecimiento, o sea, provean las divisas necesarias para financiar las importaciones; 2) generar una política de sustitución de importaciones para producir nacionalmente los bienes que se importan. No obstante, esta estrategia, inicialmente, cubre bienes finales, debe asegurarse, que también se desarrolle para los bienes intermedios y de capital; 3) se debe desarrollar una política monetaria que asegure suficiente financiamiento e imponga tasas de interés atractivas para los sectores destinados a generar financiamiento en divisas para el crecimiento y a la sustitución de importaciones, así como, un tipo de cambio “equilibrado” que evite la sobrevaluación de la moneda; 4) política arancelarias y de protección dinámicas, a fin de proteger industrias en desarrollo. Este tipo de protección debe ser acotado en el tiempo para impedir ineficiencias productivas; 5) políticas destinadas a equilibrar el gasto

de cuenta, que es una descripción del valor del dinero, debe ser estable. Mayores referencias, Cardim de Carvalho, 1992:48

interno con la producción interna a fin de evitar presiones sobre la demanda de importaciones, especialmente, en bienes suntuarios; y finalmente, 6) imponer un control al movimiento del capital especulativo, que sólo genera movimiento en la tasa de interés y el tipo de cambio, que deprimen al sector productivo.

La relación precios internos/externos, la estructura del gasto interno, el apoyo hacia sectores pivotes del crecimiento y el control al movimiento del capital y las mercancías, son variables determinantes para evitar escasez en las divisas.

CONCLUSIONES

En este capítulo se argumentó que para lograr crecimiento económico, libre de crisis financieras, es necesario construir un sistema financiero funcional, que en los países en desarrollo, no puede dejarse al libre movimiento de las fuerzas del mercado.

En los países desarrollados se han construido instituciones financieras destinadas a fondear la inversión que se caracteriza por tener una alta afluencia de compradores y vendedores, con lo cual se impide una fuerte fluctuación de los precios de los títulos y acciones. Otro elemento particular de estas economías es que su alto desarrollo productivo, permite al sector privado asumir adecuadamente la actividad de la inversión, garantizando niveles mínimos de inversión y el desarrollo de sectores productivos claves para el crecimiento. En otras palabras, las economías desarrolladas han creado lazos necesarios entre el sector productivo y financiero a fin de generar un crecimiento económico estable.

Los países que lograron el desarrollo con posterioridad a Inglaterra y con excepción de EE.UU. y/o los que se encuentran subdesarrollados carecen de mercados de valores fuertes, asumiendo las instituciones bancarias la tarea de fondeo a través de la emisión de instrumentos de depósitos a largo plazo que permiten convertir los créditos de corto en largo plazo para que se empenen con las utilidades de la inversión. O sea, en la estructura financiera basada en el mercado de créditos, los fondos revolventes bancarios se anulan con créditos de largo plazo, que son solventados con la captación del ahorro realizada por el propio sistema bancario.

En este tipo de economías la transformación del financiamiento de corto en largo plazo se ha tenido que garantizar mediante el establecimiento de mecanismos compensatorios que deben asegurar la funcionalidad macroeconómica y microeconómica del sistema

financiero, para lo cual se deben imponer políticas que canalicen los recursos financieros hacia el sistema productivo a través de políticas financieras y crediticias que constriñen la generación de financiamiento de corto plazo hacia ciertos agentes y sectores productivos; debe imponerse una desvirtuación en los precios claves (v.g., tasas de interés y tipos de cambio) para ciertos sectores (i.e., exportadores, de punta, etc.); deben generarse políticas de fondeo del gasto público y bancos de desarrollo; se debe construir un sistema bancario que garantice la captación del ahorro; se debe limitar la salida del capital a fin de garantizar que el ahorro interno sea captado por las instituciones financieras y evitar la entrada de capital especulativo.

Una expresión particular de las deficiencias en el fondeo en los países en desarrollo son los crecientes y recurrentes déficits externos y fiscales. Particularmente, la fuerte intervención estatal directa en la economía, conlleva crecientes montos de gasto públicos que de no estar acompañados por mecanismos de fondeo y recuperación de utilidades, puede generar procesos inflacionarios que reducen el atractivo de mantener instrumentos financieros de largo plazo, generándose una desintermediación bancaria, que debilita los mecanismos compensatorios destinados a fondear el gasto público. Por otro lado, el precario desarrollo en sectores de bienes intermedios y de capital, genera crecientes necesidades de importaciones, que de no existir un sector exportador con alta productividad y políticas de sustitución de importaciones, genera déficit externo, el cual, a partir de la globalización económica ha adquirido un componente financiero, que puede ser neutralizado mediante políticas que limitan la entrada de capital especulativo e impidan la salida de divisas.

Podemos finalizar este capítulo sosteniendo que los mecanismos de fondeo adquieren características particulares en los países en desarrollo. Las fuerzas de mercado no han podido generar suficientes montos de inversión ni desarrollar sectores productivos que se conviertan en el motor del crecimiento. Tampoco han efectuado de manera eficiente la tarea de recolección del ahorro y la generación de instrumentos crediticios de largo plazo. Consecuentemente, el Estado ha debido imponer mecanismos compensatorios y/o intervenir directamente en la economía.

SEGUNDA PARTE

CAPITULO V: CONDICIONANTES INSTITUCIONALES EXTERNAS Y EL FONDEO DE LA INVERSIÓN

El orden monetario mundial ha sufrido profundas transformaciones en el último cuarto de siglo. El hecho más relevante ha sido el rompimiento del Sistema Bretton Woods generado por un aumento en la liquidez internacional que provocó la inconvertibilidad del dólar en oro.

Estos hechos junto con la desmonetización del oro provocaron la desregulación y globalización del sistema financiero, acentuaron el incremento de la liquidez mundial, desviándose dichos recursos hacia el sector financiero, lo cual fue acompañado por la destrucción de los mecanismos compensatorios de la estructura de créditos y el debilitamiento del mercado de valores como institución de fondeo de la inversión.

La desregulación y globalización financiera conllevó a la fragilidad bancaria, explicada por el desaliento a la inversión productiva, lento crecimiento del ingreso y la ausencia de financiamiento de largo plazo. O sea, imperaron los créditos de corto plazo que desviaron los flujos financieros hacia inversiones riesgosas e incrementó el riesgo “moral”. Esta combinación de factores impidió que la banca comercial repusiera sus fondos “revolventes”, lo cual desaceleró (o incluso detuvo) el proceso de crecimiento y generó inestabilidad financiera.

Uno de los principales efectos del nuevo orden financiero internacional ha sido la modificación del sistema de tipos de cambios fijos hacia un sistema flexible y la drástica reducción de la influencia de los bancos centrales en la determinación de la tasa de interés, deviniendo en la pérdida de soberanía de los estados nacionales en la determinación de sus políticas monetarias y fiscales, donde la mayoría de sus decisiones están fuertemente influida por el movimiento internacional del capital especulativo.

En este capítulo se expondrán los cambios ocurridos en el sistema financiero internacional y se analizará su impacto sobre el fondeo de la inversión, poniendo particular énfasis en los países en desarrollo, para lo cual se dividirá en dos secciones. En la primera se expondrán los principales cambios del sistema financiero internacional y en la segunda

se discutirán los efectos de dichos cambios en la tasa de interés y tipo de cambio y su impacto en los sistemas financieros de los países desarrollados y en desarrollo.

1. Evolución del sistema financiero internacional

A partir del periodo de la posguerra, el Sistema Financiero Internacional (SFI) puede dividirse en dos periodos históricos. El primero, desde fines de los cuarenta hasta 1971, en que operó con amplitud el acuerdo Bretton Woods, el segundo, desde 1971 en adelante. Tomamos a 1971 como parteaguas, porque en ese año EE.UU. rompió dicho acuerdo, al suprimir la convertibilidad del dólar a oro.

1.1 Acuerdo Bretton Woods

El SBW aparece a fines de la segunda guerra mundial (1946), con el objetivo de imponer un nuevo orden financiero internacional para promover un crecimiento sostenido de la economía mundial. Su propósito fue limitar la movilidad del capital internacional - especulativo- para desarrollar el comercio internacional sobre bases estables (Felix 1995) e imponer una tasa de cambio fija de las monedas nacionales, pero más flexible que en el anterior orden monetario internacional⁴⁹.

Los constructores de este sistema financiero estuvieron convencidos de que el dinero especulativo fue el principal elemento desestabilizador del periodo posterior a la primera guerra y una de las causas que originó la gran crisis de los treinta, la depresión económica europea y la segunda guerra mundial.

En este contexto se buscó crear suficientes medios de pagos internacionales (MPI) para promover un comercio fluido entre naciones y evitar distorsiones, por falta de liquidez, provenientes de la industria del oro y/o políticas de países individuales. Este sistema debía ser capaz de contrarrestar las tendencias deflacionarias de la economía mundial (Mántey, 1989).

Específicamente, el SBW se diseñó con los objetivos expresos de: a) crear tasa de cambio estable (aunque no inamovible), b) impedir que los países obtengan ventajas comparativas por movimientos en las tasas de cambios, y c) garantizar suficiente liquidez para financiar los déficits de la balanza comercial provenientes de la reconstrucción de

Europa y Japón. Es decir, uno de los objetivos centrales fue la estabilización de los flujos comerciales⁵⁰.

Otro objetivo central del SBW fue limitar la especulación internacional, para lo cual se emitió el famoso “artículo 6”, que prohibía la utilización de créditos internacionales para financiar las fugas de capitales (Felix 1995); y, además, se permitiría la imposición de controles al movimiento de capitales.

Se promovió una estructura de cambio fija⁵¹ con el objetivo que cada país expandiera su crédito interno, hasta el punto que pudiera satisfacer la convertibilidad de su moneda en oro dólares, con base en lo cual se promovió la libertad cambiaria. Es decir, la emisión de créditos internos fue limitada por la cantidad de divisas de cada país; y la oferta de liquidez mundial debía ser regulada por el FMI, que actuaría como un banco supra internacional. Sin embargo, en la realidad, el sistema financiero no se apegó a estos planteamientos.

EE.UU. creó los MPI y se convirtió en la principal fuente de liquidez mundial y, aunque garantizó la libre convertibilidad del dólar en oro, originó una excesiva oferta de dólares⁵², que terminó por destruir el SBW. Dado que EE.UU., después de la segunda guerra mundial, conquistó un fuerte poder político, convirtió el dólar en MPI, con lo cual este país se apropió del privilegio de expandir sus créditos y adquirir activos reales y financieros por sobre sus reservas (Mántey 1989). Es decir, su oferta monetaria creció por

⁴⁹En este nuevo orden existía la libertad de modificar las paridades -previo permiso de la autoridad monetaria internacional- para dar cuenta de cambios en la productividad y de inflación de las distintas economías (Ribera-Batiz). Se pasa de un sistema patrón oro-barra a uno de patrón oro-cambio.

⁵⁰ Para garantizar suficiente liquidez el SBW creó a dos instituciones que son: el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). El primero, se suponía, otorgaría créditos para mantener la liquidez mundial necesaria a fuer de garantizar las operaciones de intercambio internacional -tanto comerciales como el dar continuidad a los pagos internacionales- y adoptaría el papel de prestador de última instancia de los gobiernos, y el segundo actuaría como un banco de fomento cuyo propósito sería promover el desarrollo.

⁵¹ El SBW estipuló que cada uno de los países participantes impondría un valor fijo -a la par- de su moneda en términos del dólar, que se fijó en 35 dólares por onza de oro. Es decir, en los hechos, las monedas realmente fueron fijadas con relación al valor de un dólar, (1/35 onza de oro) y EE.UU., con referencia a dicho precio, garantizó la libre convertibilidad del dólar en oro; los demás países sostuvieron la libre convertibilidad de sus respectivas monedas frente al dólar, a la paridad que cada uno fijó. En otras palabras, se vincularon las tasas de cambios de tal modo que se estableció una paridad entre las monedas (*pegged exchange rate regime*) y el dólar actuó como MPI, al garantizar su convertibilidad en oro a un precio fijo.

sobre sus reservas de oro, lo cual provocó desconfianza en la convertibilidad del dólar en oro y, en contra de los postulados sobre la especulación anunciados por los constructores del SBW, este fenómeno reapareció, por permitir a un país (Estados Unidos) asumir el papel de emisor de dinero mundial y NO existir un control sobre la emisión de dólares.

El otro factor que contribuyó al desmoronamiento del SBW fue que EE.UU. no varió el precio del dólar-oro por razones políticas⁵²; y los países europeos en un inicio fueron tolerantes, porque una devaluación del dólar reduciría el valor de sus reservas en dólares y le daría mayor competitividad comercial a Estados Unidos.

Otra fuente que aumentó la liquidez internacional, en la década de lo sesenta, fue el euromercado, constituido por bancos residentes de Europa (inicialmente surgieron en Inglaterra) y EE.UU.. Su función fue captar recursos y emitir créditos en moneda extranjera. Sus particularidades fueron, entre otras, no estar sometidos a controles nacionales (v.g., sus créditos no estaban sujetos a reservas), lo que implicó una ventaja competitiva frente a los bancos nacionales, que se manifestó a través del otorgamiento excesivo de créditos y estimuló la especulación.

El SBW se desmoronó en 1971⁵⁴ porque, por un lado, se redujeron peligrosamente las reservas áureas de EE.UU. y, además, este país continuó aumentando su oferta monetaria; y por el otro, los PI se negaron a seguir sosteniendo la paridad dólar - oro, dejando flotar sus divisas.

1.2. Rompimiento del Orden Financiero Internacional: Sistema Post Bretton Woods

El periodo entre 1971 y 1994 se caracterizó por la desmonetización del oro, generando un aumento en la emisión del MPI por sobre las necesidades de la producción, que provocó una fuerte especulación y produjo la liberalización y globalización del sistema financiero mundial. EE.UU. dejó de ser el único emisor de MPI y, pese a que se desarrolló una coordinación entre los principales países industriales, la desmonetización del

⁵² Específicamente, Estados Unidos emitió dólares sin respaldo áureo, en los cincuenta, para cumplir con el Plan Marshall; en lo sesenta para financiar sus planes militares; y en los setenta, para contrarrestar el déficit de su cuenta comercial.

⁵³ Al subir el precio del oro se beneficiarían sus principales productores, que eran la ex-URSS (considerada como enemiga del sistema capitalista, por haberse declarado socialista) y Sudáfrica, (país expulsado de la comunidad de naciones (ONU) por su sistema de *apartheid*).

oro con la desregulación del sistema financiero provocó un aumento en la actividad especulativa, que desestabilizó a todos los países del orbe, ocasionando en el ámbito mundial un crecimiento económico menor y más inestable que en la era BW (Felix, 1995 cuadro 1).

Las principales características del periodo post-BW fueron: primero, no se creó una entidad financiera internacional que pudiese regular la emisión de MPI; segundo, la emisión de MPI fue compartida por varios PI; tercero, los PI lograron una coordinación multinacional que fue efectiva para evitar una recesión económica mundial (como la de los treinta) pero no pudo detener las inestabilidades financieras y económicas; cuarto, dada la incapacidad de regular la oferta de MPI apareció un sistema de flotación de tasas de cambio, acompañado de altas tasas de interés, que propició el movimiento especulativo de capital y se relegó a segundo plano la estabilización de los flujos comerciales. Aumentó el riesgo cambiario.

A pesar de los elementos comunes que imperaron en este periodo, podemos hacer la siguiente división por subperiodos. 1971-75: ruptura y desorden internacional, así como políticas recesivas en los PI; 1976-81: se oficializó la desmonetización del oro, aumentó la especulación internacional, continuaron las políticas recesivas en los PI y se crearon las condiciones de la crisis de deuda de los PED; 1982-1994: desregulación financiera, fragilidad económica y globalización financiera. Expondremos de manera acotada los rasgos principales de cada una de estos periodos para entender el origen de la crisis latinoamericana de 1982 y la posterior globalización del sistema financiero.

1.2.1 Periodo 1971-75

Dado el aumento sin precedente de los MPI, que se originó en los sesenta y se acentuó en 1971, los PI introdujeron un sistema de flotación en sus tasas de cambio, originando una fuerte fuga de capitales en los países con monedas débiles, que fue absorbida por países con moneda fuerte y que, posteriormente, generalizó el sistema de cambios flotantes, el cual, se pensó, podría proteger las reservas internacionales de los bancos centrales y desalentaría la especulación.

⁵⁴ La ruptura formal del SBW fue acordada en el Pacto Smithsoniano, donde se tomó la decisión de devaluar el dólar con respecto al oro y EE.UU. retiró su compromiso de respaldar con oro al dólar.

Otro evento importante de estos años fue la crisis petrolera que, aunque tuvo efectos reducidos en la liquidez mundial⁵⁵, provocó políticas recesivas al interior de los PI. Específicamente, la crisis petrolera causó inflación y desequilibrios en la balanza comercial de los PI, lo cual indujo a la imposición de políticas recesivas, que se manifestó mediante alzas en la tasa de interés, menores tasas de inversión y de crecimiento económico, reduciéndose con ello el comercio internacional.

Asimismo, durante estos años aumentaron los créditos bancarios privados hacia los PED, respondiendo al aumento de los precios de los insumos primarios (productos agrícolas) y del propio petróleo, convirtiendo a estos países en sujetos de créditos⁵⁶.

Resumiendo, entre los años 1971-75 se acentuó el incremento de la liquidez internacional (independiente del movimiento de los precios de los insumos primarios); se impuso un sistema de tasas de cambio flexible, en combinación con altas tasas de interés, que redujo la tasa de crecimiento en los PI y alentó el movimiento especulativo del capital. También cambió la composición del crédito hacia los PED, privilegiando los de carácter privado y de corto plazo.

1.2.2 Periodo 1976-1981

Se oficializó la desmonetización del oro, se legalizó el sistema de flotación de las tasas de cambio y se volvió a ceder a los PI la emisión de MPI. Paralelamente, aumentaron de manera explosiva los créditos privados, con la característica de que estos se contrataron a tasas de interés flotantes.

Pese a que los PI acordaron la imposición de un sistema de tipo de cambio flexible, en los hechos, los bancos centrales intervinieron en el mercado de cambios y apareció lo que en la literatura económica se ha llamado flotación “sucia”, y la tasa de interés intervino en el equilibrio del saldo de la balanza de pagos, para atraer capital especulativo, aumentando el divorcio entre el capital financiero y la actividad productiva. Las altas tasas de interés permitieron mantener un tipo de cambio sobrevaluado y atrajeron flujos de

⁵⁵ De acuerdo con Mántey (1989) la crisis petrolera internacional únicamente causó una redistribución marginal en las reservas internacionales de los PI hacia los países exportadores de petróleo y, contrariamente a lo que se afirmó, no incrementó la expansión de la liquidez internacional.

⁵⁶ Los créditos privados hacia los PED en 1971 eran de 3600 millones de dólares y en 1973 ascendieron a 10280 millones de dólares. Esta tendencia se mantuvo hasta 1981, reforzándose en 1977 con créditos bancarios de corto plazo. Mayores referencias Mántey 1989:50

capital para compensar la balanza comercial. Se redujo la inflación, porque se abarataron los insumos importados y se modificó las expectativas inflacionarias (Mántey, 1989).

Otro elemento importante de este periodo fue que, a fines de 1978, subió nuevamente el precio del petróleo, provocando un aumento mayor en las tasas de interés⁵⁷, que ocasionó un desalineamiento en las paridades de las monedas de reserva con respecto a la productividad de sus economías, ocasionando un fuerte movimiento de capitales y unos países quedaron con su moneda sobrevaluada (EE.UU.) y otros subvaluada (Alemania y Japón), lo cual desencadenó desequilibrios permanentes en los saldos de las balanzas comerciales (EE.UU. tuvo déficit, y Alemania y Japón, superávit). Lo anterior desató fuertes políticas proteccionistas en los PI, principalmente a través de obstáculos no arancelarios al comercio exterior. Aparece el neoproteccionismo, que tuvo el efecto de reducir, aún más, las compras en el exterior de los PI.

A consecuencias de la recesión económica de los PI, continuó la caída de ingresos por exportaciones de los PED y, puesto que éstos países tienen necesidad de obtener un gran volumen de divisas, por su fuerte endeudamiento y alto coeficiente de importación de su crecimiento, caen los precios de sus productos, lo que, junto con el fuerte endeudamiento privado y de corto plazo, explica la crisis de deuda generalizada de los PED a partir de 1982.

En resumen, este periodo se caracterizó por políticas recesivas en los PI, que tuvieron como ejes principales: aumentos en la tasa de interés, políticas anti - inflacionarias, aparición del neoproteccionismo, así como mayor otorgamiento de créditos privados bancarios a los PED⁵⁸, destinados a refinanciar la deuda existente⁵⁹. Si se añade el deterioro de los términos de su intercambio, se puede explicar la fuerte caída en los ingresos de los PED.

⁵⁷ Entre 1978 y 1981 la tasa promedio de interés a corto plazo pasó de 6.9 a 12.6% (Mántey, 1989:66).

⁵⁸ El aumento de créditos hacia los PED se debe a una política de los bancos del euromercado de prestar casi totalidad de sus depósitos, sin constituir las reservas necesarias. En 1955, los eurobancos de origen estadounidense prestaron el 36% de sus recursos; en 1960, el 56%; en 1970, el 70% y en 1974, el 82%. Fuente R. Green, citado en Mántey 1989:67.

⁵⁹ Los recursos "frescos" bancarios a plazo mayor de un año que los sectores público y privado de los PED recibieron en los setenta, a pesar del fuerte endeudamiento de dichas economías, redujeron su participación de 25% a 18% con respecto a la segunda parte de la década anterior. (Mántey, 1989:66).

Las condiciones anteriores provocaron que estallara, en 1982, el problema de la deuda externa de los PED, que permitió a los PI a presionar a los PED por la liberalización financiera y comercial.

1.2.3 Periodo 1982-1994

La respuesta de los PI a la crisis de pagos de la deuda externa de los PED fue disminuir los préstamos de manera abrupta y drástica⁶⁰, lo cual desató una crisis financiera al interior de los PED. La banca privada internacional renunció a su papel de proveedora de liquidez e intermediaria en la canalización de recursos financieros de los países superávitaros a los países deficitarios, papel que no fue asumido por ningún organismo internacional. La crisis se originó por la canalización excesiva de créditos privados hacia los PED y se desató por la insuficiencia de recursos, de estos países, para hacer frente a sus obligaciones internacionales.

La segunda característica de este periodo fue el crecimiento económico de los PI, aunque con fuertes desequilibrios comerciales (déficit en la economía de EE.UU. y superávit en las economías alemana y japonesa), lo cual provocó una sobrevaluación del dólar, tanto por la entrada de capitales de estos países (que indirectamente financiaron sus exportaciones) como por políticas del Banco de la Reserva Federal norteamericano, destinadas a mantener tasas de interés altas.

La profundización de las disparidades entre las monedas de EE.UU., Alemania y Japón, obligó a los PI, a partir de 1985, realizar un proceso de ajuste en la alineación de las monedas y, además, acordaron medidas económicas para evitar el crecimiento económico desequilibrado, el cual no tuvo frutos positivos

Un tercer elemento fue el saneamiento del sistema bancario internacional después de 1982 (posterior a la crisis deudora del tercer mundo), que volvió a expandir la liquidez mundial, reapareciendo los créditos a partir de 1986. Esto generó una actividad especulativa, que presionó a la desregulación mundial de los mercados financieros, específicamente en los PED. El crecimiento desequilibrado, junto con el aumento de la liquidez mundial y el aumento de los precios de las materias primas en 1987, provocó la

⁶⁰ En 1981, los créditos de los bancos privados a los PED aumentaron en 53400 millones de dólares, y en 1984 esta suma fue de 18400 millones de dólares. (Mántey, cuadro N°8).

detonación del primer crac bursátil después de la segunda guerra mundial. Ocurrió en octubre de 1987.

De manera específica, los desequilibrios entre las potencias económicas, con el incremento de la liquidez y la especulación, presionaron a la desregulación de los mercados financieros, para multiplicar las oportunidades de inversión especulativa. En este contexto aumentaron las fusiones y adquisiciones de empresas que se financiaron mediante la colocación de bonos “chatarra”, lo que debilitó la estructura financiera de las empresas, y las volvió crecientemente vulnerables a cambios en las tasas de interés, al tiempo “que los principales PI hacían más uso de este instrumento para estabilizar sus economías” (Mántey: 1989:96).

La combinación de fuertes desequilibrios comerciales, utilización de altas tasas de interés para atraer capital especulativo y aumento en la actividad especulativa, propició la crisis bursátil, que se desencadenó en octubre 1987 por el aumento de los precios básicos de las materias primas, originado por la prolongada expansión económica de los PI con bajas tasas de crecimiento de la inversión.

La respuesta de los PI ante esta crisis fue una efectiva coordinación multinacional para prevenir el desastre de los treinta. A diferencia de aquella crisis, esta vez los PI utilizaron una política monetaria flexible. Bajaron las tasas de interés y aumentaron la oferta monetaria para que los países y las empresas pudieran enfrentar los compromisos pendientes, y EE.UU. se comprometió con montos precisos a reducir su déficit presupuestal (76 mil millones de dólares en dos años) y se acordó modificar los rangos para los tipos de cambio y permitir una mayor devaluación del dólar. El hecho que la crisis bursátil se haya enfrentado con políticas monetarias flexibles evitó una depresión económica mundial equivalente a la de los treinta, que hubiera tenido consecuencias peores por la globalización financiera.

Esta concertación sólo duró hasta la segunda mitad 1988. En mayo de dicho año, EE.UU. incrementó la tasa de interés, lo cual fue seguido por Alemania y Japón, y dada la fuerte apertura financiera de los países capitalistas del orbe vuelve a reactivarse la actividad especulativa. La tasas de interés vuelven a ser utilizadas para atraer capital, generándose la

actividad especulativa en un entorno de globalización mundial, es decir, que también incluye a los PED.

Específicamente se generalizó la política financiera de EE.UU. para enfrentar los desequilibrios. Los PED, con déficit en la balanza de pagos, en vez de devaluar sus monedas e impulsar políticas que equilibraran su comercio exterior, aumentaron su tasa de interés para atraer capital especulativo y financiar su déficit externo, lo cual les permitió disfrutar tasas de crecimiento positivas, aunque no muy altas. Es decir, su crecimiento estuvo acompañado de fuertes desequilibrios que se manifestaron en déficit de su balanza comercial y fiscal y, una vez que dejó de fluir el capital externo, tuvieron que devaluar su moneda, provocando una fuerte recesión económica.

A partir de la globalización financiera, los PED intentaron imitar la política de crecimiento económico de EE.UU. (atraer capital externo para cubrir déficit comercial), con la diferencia que no emiten MPI, ni controlan el precio de sus exportaciones, ni inciden en la determinación de la tasa de interés. En consecuencia, su expansión de créditos internos y su capacidad de compra en el exterior fue mucho más limitada y vulnerable.

En resumen, el desorden monetario mundial, originado a partir de la década de los sesenta y agudizado con el rompimiento del acuerdo del SBW, se debió a los intereses encontrados entre los PI que han impedido constituir una entidad financiera supranacional que limite la oferta de MPI, originando una fuerte especulación financiera⁶¹. La desregulación financiera que se desarrolló en los sesenta y, especialmente en los setenta, privilegió la inversión especulativa en detrimento de la inversión productiva, aumentando la incertidumbre del mercado de capitales, en detrimento del fondeo de la inversión fija.

Específicamente, el desorden monetario mundial provocó la desestabilización de la balanza de comercial, convirtiéndose la tasa de interés en un instrumento importante para la estabilización del comercio externo, y los tipos de cambio fueron más influidos por diferenciales de la tasa de interés de corto plazo que por desequilibrios comerciales o distintas productividades.

⁶¹ Recientemente, el Banco Mundial se ha interesado en la propuesta de Tobin, sobre el impuesto al capital especulativo, como forma de detener la especulación mundial. (Mayores referencias, Felix, 1995)

Considerando este entorno internacional, en la segunda sección se analizan los efectos que tuvo en el sector productivo, especialmente después del rompimiento del SBW.

2. Efectos de la internacionalización del sistema financiero

Las variables más afectadas a raíz de la desmonetización del oro han sido la tasa de cambio y de interés. El aumento de la liquidez internacional y la creciente movilidad del capital generaron una mayor fluctuación en dichas variables, provocando un aumento sin precedentes en la actividad especulativa, lo cual relegó las ganancias productivas a segundo lugar. Este nuevo entorno económico se caracterizó por un aumento en la fragilidad económica y financiera y afectó de manera especial a los PED, por no ser emisores de MPI.

En esta sección nos detendremos a analizar las modificaciones en la determinación de la tasa de interés y de cambio, así como sus efectos en la inversión y en las estructuras financieras y económicas de los PED.

2.1 Determinación de las tasas de interés y de cambio.

Originalmente se consideró la tasa de cambio de equilibrio “como el precio que producía una balanza de pagos corriente, equilibrada o igualada con un flujo de capital sostenible” (Dow:202). O sea, dependía de las condiciones de oferta y demanda de las exportaciones e importaciones que realizaban una nación. Particularmente, durante el periodo del SBW, la tasa de cambio se mantuvo fija y estaba sujeta a las condiciones de productividad económica de cada país con respecto al resto del mundo (países de los que importaba)

El aumento de la liquidez mundial y de la movilidad del capital provocó que la tasa de cambio, también dependiera de diferentes activos y distintas monedas. Específicamente, la movilidad de capital provocó que no se igualaran los tipos de cambio y que los futuros de los tipos de cambio se volvieran inciertos, lo cual elevó el riesgo cambiario en la evaluación de los rendimientos de activos, afectando las tasas de interés. El tipo de cambio se convirtió en una variable central para la determinación de la inflación y, a pesar de la imposición de una estructura de tipos de cambio flexible, se desarrolló la intervención estatal en el mercado de cambios, que se denominó “flotación sucia”.

Las razones de mantener valores en otras monedas fueron obtener mayores rendimientos dada una tasa de cambio y/o pronosticar una devaluación de la moneda local. A mayor exposición del riesgo cambiario, mayor prima de riesgo.

El riesgo cambiario proviene de los desequilibrios de la balanza de pagos, que pueden ser causados por déficits comerciales y/o desequilibrios en la cuenta de capitales, así como de diferencias en las tasas de interés. Es decir, percepciones negativas sobre la capacidad de pagos de un país pueden provocar movimientos de capital que precipiten devaluaciones, y sólo pueden evitarse si el país logra mantener en su poder divisas o neutraliza la especulación con éstas. En consecuencia, la especulación en divisas con visión corto placista, que sólo busca ganancias rápidas, provoca movimientos en la tasa de cambio, independiente de las productividades de los países, y reducen las posibilidades de fondeo de la inversión.

En este nuevo entorno internacional (rompimiento del SBW y globalización financiera), las autoridades monetarias pueden influir en el mercado cambiario (reducir la fluctuación de la paridad cambiaria de su moneda) mediante la compra y venta de divisas y/o modificación de la tasa de interés.

Entonces, el rompimiento del SBW impuso un sistema flexible de tipos de cambio que puede contener tipo de cambios desalineados (por la intervención estatal en el mercado cambiario), lo que desencadenó una actividad especulativa, por la posible ganancia debida al diferencial de precio entre monedas. La paridad de una moneda con respecto a los MPI, deja de depender únicamente del diferencial de productividades entre dicho país y el resto del mundo. La moneda de un país puede estar sobrevaluada o subvaluada por la entrada o salida de capital especulativo, respectivamente, y un país puede tener una cuenta de capitales excedente y saldo de la balanza comercial deficitario.

La segunda variable que modificó el rompimiento del SBW fue la tasa de interés. En el marco poskeynesiano es función de la oferta y la demanda de dinero, especialmente del motivo especulativo y del financiero. Entonces, la tasa de interés es determinada por las expectativas futuras y, dado que predominan los “*bulls*” y “*bears*” -ie., la opinión de los especuladores sobre el mercado- la tasa de interés se vuelve errática.

La internacionalización del capital y la globalización del mercado financiero promovieron la utilización de la tasa de interés, para evitar movimientos erráticos de la tasa de cambio, y atraer divisas para equilibrar la balanza de pagos, provocando un aumento en el piso de la tasa de interés e inflexibilidad en su dirección descendente. Es decir, se introduce el movimiento del capital internacional en la determinación de las tasas de interés nacionales.

Específicamente, como se vio en el apartado anterior, a partir de los setenta se desarrolló entre los PI una competencia por atracción de capitales. En los ochenta EE.UU., debido a sus déficits fiscales y comerciales, aumentó la tasa de interés para atraer capitales (e impidió que dichos desequilibrios afecten su tasa de cambio) y aunque posteriormente permitió la devaluación de su moneda, ésta fue en menor proporción a la caída de la competitividad de su economía. Al mismo tiempo, los demás PI, que eran superávitarios (ie., Japón y Alemania), encontraron dificultades en retener sus divisas al interior de sus fronteras, lo cual originó un aumento generalizado de la tasa de interés, independientemente de las situaciones internas de cada país.

En resumen, uno de los efectos más importantes de la globalización financiera fue la introducción de nuevos determinantes en las tasas de interés y de cambio. Éstas dejaron de responder, sólo y/o de manera preferencial, a los factores internos de cada economía, y la especulación internacional se convirtió en uno de sus determinantes centrales.

2.2 Efectos de la internacionalización del capital en la inversión.

Bajo este nuevo entorno (autonomización de los MPI de los recursos reales) las grandes empresas introdujeron la actividad especulativa como elemento central en la obtención de sus ganancias, en detrimento de la actividad productiva. La globalización financiera favoreció las ganancias por compra y venta de activos financieros y los bancos obtuvieron mayores ganancias por la inversión en valores negociables, en detrimento de préstamos directos al público (Mántey, 1995c), o sea del fondeo de la inversión productiva.

La preponderancia de la actividad especulativa puede explicar las modificaciones en los determinantes de la inversión extranjera directa (IED)⁶² y el propio destino de la inversión.

Con respecto a las teorías de la IED, Aliber (1970) asocia ésta al riesgo cambiario y a la valuación de las empresas en el mercado financiero. Es decir, las empresas multinacionales aprovechan el diferencial de las tasas de interés entre las matrices y las filiales que se diferencian por la tasa anticipada de la devaluación y la prima de riesgo por aceptar el riesgo cambiario. En consecuencia, éstas empresas invierten en otros países con tasas de interés mayores a la imperante en sus países de origen, lo cual representa un costo menor en la inversión, en comparación con los competidores del país huésped. Con base en lo anterior se puede explicar el aumento de fusiones y adquisiciones de empresas en periodos de alta expansión de los MPI, y los cambios de origen de la IED, de acuerdo a los países emisores de MPI. Específicamente, durante los sesenta EE.UU. dominó la IED, y a partir de los setenta tuvo que compartir esta actividad con el resto de los PI, especialmente Alemania y Japón.

Otra explicación de la IED es proporcionada por Curtis Reed. Este autor señala que las empresas transnacionales se financian en los centros financieros supranacionales, los cuales distribuyen recursos a nivel mundial y provocan la igualación de las tasas marginales de sustitución de las inversiones entre las actividades y entre los PI y PED. Específicamente, las empresas transnacionales logran su máxima eficiencia operativa a través de la maximización de la relación precio/utilidad de sus acciones y en la maximización del valor de mercado de sus títulos de deuda, mediante el arbitraje de las tasas de interés y tipos de cambios que realizan estos centros supranacionales.

Independientemente de las diferencias entre las dos teorías, Mántey (1995c:6), apunta que hay acuerdo en que la IED “responde al impulso de la empresa por maximizar su valor en el mercado financiero y esta maximización se ve influida por diferencias en la percepción del riesgo por parte del inversionista”. En consecuencia, la actividad productiva responde de manera creciente a los movimientos especulativos del mercado de capital

⁶² Una interesante discusión sobre las nuevas teorías de inversión extranjera se encuentra en Mántey, 1995 (c) que fue utilizada para desarrollar nuestro tratamiento del tema.

internacional, el cual se ha constituido en un sólo espacio, que no está limitado por fronteras gracias a los avances tecnológicos en comunicación. Asimismo, se han reducido las fronteras entre las funciones de la banca y el mercado de capitales (bolsas de valores), al incrementar la participación de la actividad especulativa en la ganancia bancaria.

Con respecto al destino de la inversión, la internacionalización del capital cambió la composición de la inversión. Como resultado de la globalización financiera. Grabel (1995) sostiene que los agentes -prestamistas y prestatarios- prefieren inversiones con alto rendimiento y menores tiempos de maduración; inversiones, empero, que están acompañadas de mayores riesgos, provocando fuertes movimientos en el capital especulativo, movimientos que hacen variar las tasas de interés de corto plazo, apareciendo lo que se conoce como volatilidad de la tasa de interés.

La volatilidad de las tasas de interés de corto plazo aleja los capitales de la inversión productiva, porque ésta tiene periodos de gestación más largos y baja liquidez. La globalización financiera estimula la preferencia por inversiones con alta liquidez, es decir, impulsa inversiones con altas tasas de retorno, que tienen mayores riesgos, lo cual deteriora la calidad de las deudas para los prestamistas. En palabras de los nuevos keynesianos, aparece un conjunto adverso de proyectos, que incluye varias formas de actividades especulativas, tales como, compras de empresas industriales apalancadas (*buy outs*) y esquemas de financiamiento altamente riesgosos (denominadas *ponzi* por Minsky). Así, la volatilidad en las tasas de interés induce a incrementos de la tasa de interés de corto plazo y a la actividad especulativa, creándose un círculo vicioso frenado por el racionamiento de créditos y la reducción del crecimiento económico

La “profundización” del sistema financiero fomenta las inversiones especulativas con alto rendimiento. Aparecen nuevos títulos con plazos cortos (futuros, productos derivados, etc.), para satisfacer la demanda de fondos para inversión especulativa, y ello dificulta el proceso de “fondeo” de la inversión, y el sistema financiero no puede restituir los fondos “revolventes” y se detiene el financiamiento de corto plazo. O sea, el circuito del capital financiero no entra al circuito del capital industrial.

Con base en las nuevas teorías de la IED, que buscan maximizar la valorización de los activos, y la aparición de mayores inversiones en el sector improductivo⁶³, la acción del fondeo de las empresas en el mercado de valores tiene como objetivo preferente obtener ganancia en capital, y relega a segundo plano la obtención de fondos de largo plazo. Considerando este entorno, se puede entender la crítica de Keynes a la actividad especulativa de la bolsa de valores. Dice:

“Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son una burbuja en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación ... y (prosigue). El espectáculo de los mercados de inversión modernos me han llevado a concluir que la compra de una inversión debe ser permanente e indisoluble, como el matrimonio, excepto por motivo de muerte o de otra causa grave” (1936:144-5)

Así, los temores de Keynes se desplegaron a partir de la liberalización y globalización financiera. La ganancia de los bancos y las empresas tuvieron mayor incidencia en los valores negociables que las actividades de prestar e invertir en el sector productivo.

Resumiendo, el aumento de liquidez mundial y el avance tecnológico promovieron la desregulación y globalización financiera que provocó: a) mayor inestabilidad de las tasas de cambio -desaparece el sistema de cambio fijos- por el riesgo cambiario, que a su vez b) elevó las tasas de interés de largo plazo debido a la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo. Las empresas (especialmente las multinacionales) estuvieron más dedicadas a obtener ganancias especulativas que ganancias productivas. La profundización financiera, debido a la internacionalización del capital, provocó que el mercado de capitales se volviera un elemento desestabilizador para el fondeo, por su constante especulación, en detrimento de la función de proveer recursos de largo plazo.

2.3 Efectos del rompimiento del SBW en países en desarrollo

Para analizar los efectos de la desmonetización del oro, y el aumento sin precedente de la liquidez mundial en los PED, se debe considerar varias circunstancias. Primero, estos países no generaron MPI; segundo, dado su atraso económico, necesitaron importar bienes

⁶³ Existe una discusión acerca de los sectores que se deben incluir en la actividad improductiva. Mántey (1995c:7) sostiene que únicamente deben ser consideradas las actividades especulativas (vg., gestión de

de capital e insumos intermedios, para lo cual requirieron de divisas; tercero, el aumento y volatilidad de las tasas de interés desvió un fuerte volumen de recursos reales hacia el sector especulativo, reduciendo el monto para la inversión productiva; cuarto, se modificó la estructura de los flujos de capital hacia los PED, apareciendo los créditos privados, de corto plazo, contratados sobre la base de tasas de interés flotantes y no necesariamente ligados al sector productivo; y quinto, los desequilibrios macroeconómicos tuvieron como origen el movimiento especulativo del capital.

Específicamente, durante los setenta, la alta movilidad de capital y la abundancia de liquidez internacional, junto con los altos déficits comerciales en los PED, aumentó el riesgo cambiario de estos países, desencadenando fuertes fugas de capitales hacia los PI y un alto endeudamiento de corto plazo a tasas de interés flotante. Todas estas características, como vimos en el apartado anterior, provocaron la crisis de la deuda externa en 1982, que obligaron a los PED a realizar un proceso de apertura comercial, liberalización financiera, que desmanteló el modelo de acumulación de sustitución de importaciones, cuestionando de manera particular la política industrial y financiera dominante entre los sesenta y setenta.

En este contexto se considera necesario analizar la limitación de los PED por no emitir MPI, los efectos de la liberalización financiera con su consecuente actividad especulativa que, recordamos, en América Latina estuvo acompañada por una apertura comercial y ajuste patrimonial.

2.3.1 Países en Desarrollo sin medios de pagos internacionales.

Cuando una moneda nacional tiene también la función de MPI (dólar, marco alemán, etc.), tiene menores limitaciones en la emisión de créditos y en la compra de bienes reales y activos financieros. Empero, los PED (que requieren mayores créditos y monto de divisas para “alcanzar” a los desarrollados) se caracterizan por no producir la moneda nacional, sino que la deben adquirir a través de la venta de sus productos en el mercado internacional y/o vía préstamos, con el agravante de que éstos países no determinan los precios de sus productos (ie., son tomadores de precios) ni inciden sobre las tasas de interés internacionales.

tesorerías, intercambios de tasas de interés, coberturas cambiarias, fusiones, adquisiciones, aseguramientos, etc); mientras que Sweezy (1994) incluye los sectores comerciales, financiero, bienes raíz y servicios.

En este contexto, los PED enfrentan una restricción externa para desarrollar un sistema financiero “robusto”, que se manifiesta directamente a través de la restricción de divisas para el desarrollo económico (inversión); e indirectamente, mediante la fuga de capitales desde los PED hacia los PI (Dow y Earl 1982).

Específicamente, para los PED, el planteamiento sobre el financiamiento de la inversión se modifica. Además de considerar la brecha entre inversión y ahorro, propia de las economías capitalistas, se debe introducir la brecha inversión - MPI. Esto implica que el sistema financiero de los PED, además de generar financiamiento de corto plazo a un precio accesible para los inversionistas y crear obligaciones de largo plazo (para empatar la inversión con el ahorro), mediante el desarrollo del mercado de capitales o mecanismos compensatorios, necesita de un activo adicional, que es dinero bajo la forma de MPI, lo cual consiguen, (según Dow y Earl) a través de dos vías: sustitución de importaciones, promoción de exportaciones y endeudamiento externo; y/o desarrollo de un sistema financiero que suministre financiamiento apoyado en una reducida base de divisas que proviene de los ingresos por concepto de exportaciones y atracción de capital externo.

En consecuencia, los PED enfrentan un problema de limitación de ahorro para el crecimiento cuando no acceden (vía exportaciones, o entrada de capitales de carácter permanente) a un monto de divisas compatible con su crecimiento económico, y no desarrollan mercados de capitales que recolecte el ahorro generado por la inversión y eviten fugas de capitales. Entonces, para que los PED tengan un financiamiento autosustentable, deben conjugarse dos factores: primero, suficientes divisas para apoyar el crecimiento económico y, segundo, un mercado financiero (de capitales o bancario) que atraiga el ahorro generado por el crecimiento económico.

En general, los PED siguieron dos caminos para financiar el crecimiento. Por un lado, los PED del sudeste asiático (v.g., Corea del Sur), durante el PSI, utilizaron una política de tasas de interés subsidiada, para reducir los costos de la inversión, que estuvo acompañado de una política de control de cambios para evitar la salida de divisas.

Por el otro, América Latina (y específicamente México) buscó mantener tasas de interés reales compatibles con las externas, habida cuenta el riesgo cambiario. Además promovieron políticas de atracción a capitales externos, inicialmente mediante el

endeudamiento público con la banca internacional y después de 1982, a través de la inversión extranjera directa y préstamos y, finalmente (después de 1991), a través del capital especulativo de corto plazo; sin optar por políticas de control de cambios.

Este sistema, en México, fue funcional durante los sesenta, aunque mantuvo libertad cambiaria, porque la inflación se sostuvo bajo control y existió estabilidad en el mercado financiero internacional, que desalentó la fuga de capitales.

Sin embargo, el desorden del sistema financiero internacional, a raíz del rompimiento del SBW, redujo la viabilidad de esta estructura por la desintermediación financiera, originada, en parte, por la desregulación del mercado financiero y la fuerte fuga de capitales. En los setenta, en un contexto de libertad cambiaria, la volatilidad de la tasa de interés y los préstamos a corto plazo con base en tasas de interés flotantes internacionales aumentaron el riesgo cambiario, que redujo la captación de ahorro de largo plazo y, junto con el déficit de la cuenta comercial, expuso a estos países a una gran inestabilidad financiera que estalló en 1982.

En consecuencia, la modificación del SFI, aunada con las limitaciones del modelo de sustitución de importaciones, debilitó los sistemas financieros nacionales, que se basaron en tasas de interés competitivas con las externas y libertad cambiaria, generando expectativas desfavorables que promovieron la fuga de capitales. La aparición de procesos inflacionarios (a partir de los 70) dificultó la recolección de ahorros que, además, estaba concentrado en esferas de altos ingresos y sectores productivos industriales⁶⁴.

Los sistemas financieros desarrollados en América Latina, y específicamente en México, fueron muy dependientes al entorno internacional, y los mecanismos de fondeo que se desarrollaron fueron muy vulnerables a las modificaciones en el SFI. Tampoco se promovió la unificación entre el capital productivo y financiero.

En el periodo de liberalización financiera aumentó la volatilidad de las tasas de interés y, debido a la profundización del sistema financiero, aparecieron inversiones de corto plazo, redituables en el sector financiero, atrayendo los recursos existentes no sólo de los PI, sino también de los PED. Lo anterior aumentó el riesgo cambiario de los PED,

⁶⁴ Las oficinas bancarias en América Latina no se diversificaron hacia el sector rural, y los montos mínimos para depósitos excluyeron la captación de ahorro de la clase trabajadora y campesina.

originando fuertes salidas de capitales de estas economías que, aunadas a la desregulación de las políticas industriales, redujo la inversión productiva, ocasionando crisis económicas crecientes que, en el caso de México, estalló en 1994.

2.3.2 Cambios de flujos en el capital externo y crisis económica latinoamericana

Recordemos que los PED se caracterizan por la necesidad de obtener medios de pagos internacionales, porque no los emiten y su sector exportador es débil, poco diversificado y no controlan el precio de las importaciones ni exportaciones.

El proceso de industrialización de los PED -México específicamente- durante el periodo del SBW, se caracterizó por tener una alta intervención estatal, financiada por créditos externos de largo plazo, emitidos por agencias internacionales promotoras del desarrollo y de gobiernos. También existieron créditos para equilibrar la balanza de pagos, otorgados por el FMI:

Particularmente, durante este periodo, el movimiento de capitales a nivel internacional estaba controlado y los flujos de créditos externos hacia los PED eran centralizados por los gobiernos y existía una política de represión hacia las importaciones de bienes consumo, más no de bienes de capital ni intermedios. Los tipos de cambio, en el ámbito internacional, se mantuvieron relativamente estables, por tanto, los egresos por importaciones y los ingresos por exportaciones, eran previsibles. La baja movilidad del capital internacional en conjunción con menor inflación, desalentó salidas de capital, permitiendo la mantención de una estructura fija en los tipos de cambios.

Las tasas de interés, eran determinadas por los bancos centrales nacionales (tomando en cuenta el movimiento de las tasas de interés externas⁶⁵) con base en las necesidades de endeudamiento público. Estas conjunto de factores permitió crear un clima estable para el crecimiento económico.

En este contexto, el gasto público tuvo la función de garantizar un determinado volumen de inversión, y no ocurrieron desequilibrios macroeconómicos. O sea, hubo equilibrio fiscal, porque los requerimientos de financiamiento público y privado fueron relativamente bajos, debido a que la fase inicial de industrialización se caracterizó por ser

⁶⁵ Debido a la política de libertad cambiaria, las tasas de interés internacionales - especialmente de E.U.A.- debían considerarse para evitar fugas de capital.

de sustitución de importaciones “liviana”. Asimismo, el Estado generó mecanismos compensatorios, aceptados por el conjunto de los agentes económicos, lo cual implicó que los créditos otorgados al gobierno fueron respaldados por una alta captación de recursos bancarios que, mediante la política de encaje legal, fueron depositados en la banca central. El alto crecimiento económico, estableció mayores volúmenes de impuestos, con lo cual fue cancelada la deuda gubernamental. Asimismo, el Estado disponía de un importante número de empresas que generaban ingresos para cancelar sus deudas. Bajo estas condiciones, la moneda pudo crear créditos y las instituciones financieras lograron recolectar el ahorro, con lo cual el Estado prosiguió financiando a las empresas públicas, sin provocar inflación.

Tampoco se creó un déficit externo importante porque existía suficiente financiamiento internacional de largo plazo, el tipo de cambio se mantuvo estable y, no hubo fuga de capitales. Por otro parte, la sustitución liviana de importaciones, necesitó de bajos volúmenes de importaciones y existieron políticas arancelarias y de permisos previos que limitaron la demanda de importaciones (suntuarias y de consumo).

Sin embargo, entre fines de los sesenta e inicios de los setenta, en América Latina y, particularmente en México, se profundizó el proceso de industrialización, generando un aumento de las importaciones y del gasto público. Particularmente, el tránsito de la fase liviana hacia la intermedia, del modelo de sustitución de importaciones, provocó un mayor volumen de importaciones intermedias y en bienes de capital que, junto con un sector exportador débil, causó un déficit en la cuenta corriente, agudizado por la autonomización del capital internacional, a raíz del rompimiento del SBW.

Otro elemento distorsionador importante fue la creciente necesidad de financiamiento. El Estado requirió de mayores volúmenes de financiamiento para desarrollar sectores de la fase intermedia de industrialización, lo cual provocó un déficit fiscal, porque las nuevas condiciones impidieron fondear el gasto público, generándose un proceso inflacionario, que aunado con la creciente deuda externa, impidió al gobierno enfrentar su deuda externa pública.

Concretamente, las nuevas condiciones generaron, por un lado, déficit en la cuenta corriente, explicado por el mayor nivel de importaciones con un sector exportador inelástico y, por el otro, un déficit fiscal provocado por los crecientes montos de inversión

pública, mayores intereses de la deuda externa, inflación generado por la fuga de capitales; lo que obligó al gobierno a devaluar la moneda e incrementar las tasas de interés, especialmente de encaje legal.

Específicamente, durante la década de los setenta ocurrieron varios fenómenos, entre los cuales sobresalen: 1) el incremento de las importaciones de bienes de capital e insumos intermedios por la profundización del proceso de sustitución de importaciones - ante un sector exportador relativamente inelástico; 2) aumentó y cambió la estructura del capital externo que fluyó hacia América Latina, predominando los créditos privados, 3) aumentaron las tasas de interés internacionales, así como volatilidad -aparecen los tipos de cambio flotantes- que fomentaron la salida de capitales. Este conjunto de situaciones provocó el estrangulamiento externo, que junto con la creciente intervención estatal en la economía -caso de México-, también originó déficits en el gasto público.

En otras palabras, pese a que en la década de los setenta en México existió un fuerte proceso de crecimiento económico, que aumentó el ahorro, los déficit fiscal y externo provocaron riesgo cambiario, reduciéndose la captación bancaria, especialmente en pasivos no monetarios de largo plazo, que junto con los bajos ingresos fiscales -mermados por el proceso inflacionario- impidieron la transformación del ahorro involuntario en voluntario, lo cual aumento el costo del fondeo gubernamental, generándose riesgo cambiario y devaluaciones.

Si se añade la fuga de capitales originada por el desorden monetario mundial (i.e, la salida de ahorro nacional hacia otras economías) que inhibió el fondeo de la inversión y dificultó la recomposición del fondo “revolvente” de los bancos comerciales, creándose inflación y posterior reducción del financiamiento, que debilitó el modelo de sustitución de importaciones.

En suma, el desorden monetario mundial, a la par con la profundización de la industrialización, impidieron mantener un equilibrio externo y fiscal, debido a que los mecanismos compensatorios se volvieron disfuncionales para el fondeo de la inversión (especialmente pública).

2.3.3 Efectos del proceso de liberalización financiera y comercial en PED

El proceso de liberalización financiera de los países de América Latina se dio en un contexto de crisis de pagos, producida por reducciones de liquidez por parte de la banca internacional, alzas en las tasas de interés internacional y mercados financieros internos débiles. Otro factor externo importante fue la primacía, en el sistema financiero internacional, de la ganancia especulativa en detrimento de la inversión fija, donde incluso los bancos prefirieron comprar valores negociables que prestar a sus clientes.

Los PI, junto con los organismos internacionales (FMI y BM), adoptaron el planteamiento teórico de los neoliberales. Sostuvieron que la crisis de la deuda de los PED se debió a problemas de generación de ahorro, mercados segmentados e interferencia estatal ineficiente en la economía (Gurley - Shaw, McKinnon, Krueger). Se sostuvo que las políticas monetarias destinados a promover el crecimiento (encaje legal, encajonamiento de créditos, etc.) desalentaron la inversión privada fija, segmentaron el mercado crediticio, provocando con ello fugas de capital que redujo el ahorro necesario para la inversión.

En este contexto, los PED fueron presionados por el BM - FMI, los bancos acreedores y los gobiernos de los PI, así como por fracciones de sus clases dominantes, a implantar y desarrollar programas orientados a liberalizar el comercio, privatizar la economía y liberalizar la actividad financiera.

La liberalización comercial tuvo como objetivo igualar los precios internos y externos (reducir la inflación), incrementar la competencia nacional para nivelar la productividad interna con la externa y atraer la inversión extranjera directa; y el ajuste patrimonial (privatizaciones) tuvo como fin reducir el déficit fiscal⁶⁶ y promover la IED y, finalmente la liberalización y globalización financiera, generaría una tasa de interés de "equilibrio" que captaría un mayor volumen de ahorro y lo distribuiría entre los proyectos con mayores rendimientos. Esto conjunto de factores también desincentivaría la fuga de los capitales, con lo cual incrementaría el financiamiento y habría mayores recursos para financiar la inversión⁶⁷.

⁶⁶ Se sostenía que las empresas estatales, *por se*, son deficitarias, consecuentemente, la venta de éstas y la reducción del gasto estatal en la economía, automáticamente, promovería equilibrio en las cuentas fiscales.

⁶⁷ Un análisis crítico sobre las propuestas neoliberales, representadas por el Consenso de Washington, se encuentra en Fanelli (et. all.), 1990.

En consecuencia, la respuesta de América Latina a la crisis de pagos de 1982 fue la liberalización comercial y financiera y, la imposición de programas de ajustes que tuvieron como objetivo estabilizar la economía, para posteriormente iniciar el crecimiento. Existieron dos estrategias de estabilización que se conocen bajo el nombre de “ajuste externo” y “ajuste fiscal”⁶⁸, los cuales tuvieron como propósito alcanzar equilibrios macroeconómicos, cuyo logro fracasó, debido a que no se construyó un marco de crecimiento económico.

2.3.3.1. Ajuste Externo: inflación galopante con déficit fiscal

El principal objetivo del “ajuste externo” fue cerrar la brecha de la balanza de pagos, es decir, eliminar el déficit en cuenta corriente y reducir la deuda externa, para lo cual se combinaron políticas devaluatorias, que adoptaron el papel de variables “equilibradoras” con altas tasas de interés y bajos salarios y reducción del gasto público.

La devaluación de la moneda tenía el objetivo de incrementar el precio, en moneda nacional, de los bienes importados con relación a los nacionales, lo cual deprimiría la demanda de los primeros; por su parte las altas tasas de interés debían reducir el gasto productivo y atraer el ingreso no consumido hacia la banca para pagar la deuda externa que se complementó con bajos salarios y reducción en el gasto público. Este conjunto de políticas deprimió las importaciones y dinamizó las exportaciones y generó efectivamente un superávit de en la cuenta corriente.

Los defensores de esta estrategia suponían que la privatización económica, aunada a la liberalización comercial, atraería inversión extranjera directa, lo cual incrementaría la productividad nacional y ampliaría las exportaciones. Es decir, estos factores actuaron como mecanismos compensatorios del modelo.

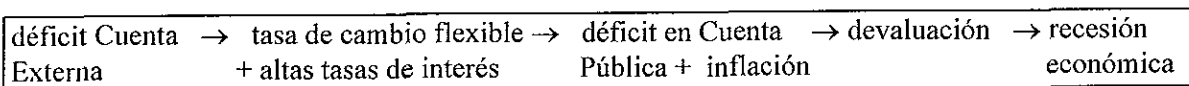
A pesar de que esta estrategia logró un superávit en la cuenta corriente, no aumentó la productividad. Por el contrario, provocó una recesión económica, originándose, específicamente en México, una de las peores olas desindustrializadores.

El ajuste externo fue incompatible con un proceso de crecimiento económico, porque las constantes devaluaciones y las altas tasas de interés provocaron inflación

⁶⁸ En México, primero se impuso el “ajuste externo” (1983/87) y después el “ajuste fiscal” 1988 la fecha, con algunas modificaciones en 1995. Las principales ideas de ambos ajustes se encuentran en Levy (1995).

(incrementó el costo de insumos importados y los costos fijos debido a la menor demanda efectiva), desencadenando un déficit en la cuenta pública, explicado por: 1) aumento en el déficit financiero debido a que las obligaciones financieras se volvieron más onerosas por las mayores tasas de interés y las constantes devaluaciones, es decir, subió el peso de la deuda externa y 2) se redujeron los ingresos gubernamentales por la caída en la demanda efectiva y la no indexación de los impuestos, explicados por el efecto Oliveira y Tanzi.

Por su parte, el déficit de la cuenta pública, provocó expectativas desfavorables en el sector privado, que reforzaron los efectos inflacionarios. La secuencia del “ajuste externo” puede expresarse de la siguiente manera:



Los mecanismos estabilizadores de esta estrategia económica no se desplegaron, debido a que la apertura externa no logró reducir los precios en los bienes no transables, por el contrario, la competencia internacional eliminó importantes sectores productivos, cuyos productos se debieron demandar en el exterior, desatando un fuerte proceso inflacionario. Otro elemento negativo fue la subvaluación del tipo de cambio, que provocó un fuerte proceso inflacionario. En este caso, el superávit externo generó un déficit fiscal, pese a que se redujo el gasto público e ingresaron a las arcas fiscales importantes flujos financieros por concepto de privatizaciones.

Al respecto Tavares, sostiene:

“políticas de contención de demanda con cambio en los precios relativos hacia los bienes transables, siguiendo las recomendaciones de ajuste convencional de la balanza de pagos, han logrado mediante recesión y políticas cambiarias activas, obtener superávit comerciales para cubrir, por lo menos en parte, el servicio de la deuda externa. Pero en este tipo de ajustes no han logrado estabilizar economías con alta inflación crónica y con severas restricciones externas, teniendo un *trade off* negativo sobre el ingreso fiscal, deterioro en los servicios públicos y endeudamiento interno que han producido ajuste fiscales” (1993:10)

2.3.3.2 Ajuste Fiscal: déficit externo e incremento del capital especulativo

La segunda vía para lograr los equilibrios macroeconómicos, considerados como prerequisite del crecimiento -de acuerdo al Consenso de Washington- se denominó ajuste fiscal, que en realidad es otra interpretación de los determinantes de la inflación. Aspe

sostuvo la necesidad de corregir el fuerte componente inercial de los precios y los desequilibrios del sector real. La inflación desde esta perspectiva se debe a las expectativas de los agentes económicos.

En consecuencia, se propuso estabilizar la moneda y convertirla en el “ancla” de los precios y utilizar a la tasa de interés como variable “equilibradora”, que en el contexto de un mercado financiero liberalizado y globalizado, tiene la función de atraer capital externo para equilibrar la balanza de pagos.

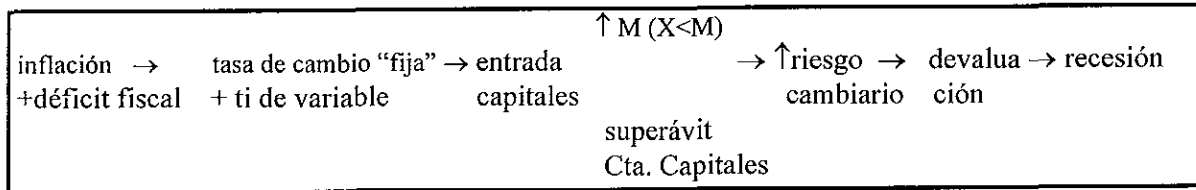
Una política central de esta estrategia económica fue liberalizar el mercado de valores, para atraer inversión en cartera, lo cual complementaría el ahorro nacional para estimular el crecimiento. O sea, el mercado de créditos se suplantaba por el mercado de valores como institución de fondeo.

A diferencia del “ajuste externo”, esta vía de estabilización económica proponía reducir la inflación manteniendo controlado el tipo de cambio, lo cual se lograría a través de la liberalización financiera y comercial. La inversión extranjera de cartera, junto con el ahorro nacional, serían las bases del financiamiento de la inversión, que sería complementado por la inversión extranjera directa y el retorno de los capitales “golondrinos”.

Esta estrategia de estabilización económica, además de la liberalización comercial y financiera y la dinamización del mercado de valores, requería acelerar las privatizaciones y otorgar autonomía al banco central. Estas dos últimas medidas asegurarían que los flujos financieros se destinarían al sector privado y que la tasa de interés se determinaría con base en las necesidades de divisas.

En otras palabras, la igualación de precios generada por la liberalización comercial y apoyada por la estabilidad del tipo de cambio, igualaría la productividad de la economía con el resto del mundo (socios comerciales); y la movilidad de la tasa de interés, con un tipo de cambio estable y previsible, atraería inversión en cartera. Por su parte, el ajuste patrimonial induciría el retorno del capital golondrino, el cual sería acompañado de inversión extranjera directa. Este conjunto de disposiciones promovería la inversión productiva y generarían un incremento en la productividad y en las exportaciones, evitando la sobrevaluación del tipo de cambio.

Esta serie de políticas económicas efectivamente lograron incrementar la entrada de capitales (inversión en cartera y retorno de capital golondrino) y redujeron temporalmente el déficit fiscal, sin embargo, ello se realizó incurriendo en un fuerte desequilibrio externo. Específicamente, el control del movimiento del tipo de cambio provocó una sobrevaluación del tipo de cambio, lo cual juntamente con la disposición masiva de recursos externos, promovieron un mayor volumen de importaciones, deprimiendo las exportaciones. En un inicio fue posible financiar las compras en el exterior e incluso las tasas de interés bajaron, especialmente cuando hubo alta liquidez internacional. Sin embargo, el creciente déficit externo generó riesgo cambiario, con lo que se detuvo la entrada de capitales que provocó devaluación y recesión económica; planteamiento que se puede representar con la siguiente secuencia:



Nuevamente, los mecanismos compensatorios de esta estrategia económica no se desplegaron. Específicamente, la inversión en cartera (nacional y externa) no fluyó hacia el sector productivo, y consecuentemente la productividad no aumentó, las exportaciones se mantuvieron reducidas, y el tipo de cambio sobrevaluado presionó sobre el volumen de las importaciones. Es decir, los recursos financieros se mantuvieron en la esfera financiera y no se transformaron en capital industrial y el déficit externo indujo a un mayor riesgo cambiario, que obligó a incrementar las tasas de interés para que el ahorro financiero (tanto interno como externo) se mantuviera en el espacio nacional, reduciéndose la entrada de inversión en cartera, deprimiéndose con ello el crecimiento económico que, junto con la devaluación del tipo de cambio, desató la recesión económica e inestabilidad financiera.

La globalización financiera provocó que la bolsa de valores atrajera capital de corto plazo que, en vez de actuar como proveedor de fondos estables de largo plazo, incrementó la especulación, desvió recursos de la actividad productiva y se creó un círculo vicioso que fue desde el riesgo cambiario, devaluación, inflación, y recesión.

2.3.3.3 Crecimiento económico: políticas sustentables en un ambiente financiero globalizado

Bajo el nuevo entorno internacional (era post-BW) no se ha encontrado una adecuada articulación financiera e industrial que sea capaz de compatibilizar las dos dimensiones inseparables de la riqueza capitalista, como son la productiva y la financiera.

Debe recordarse que esta nueva organización modificó las estructuras financieras, quitando a la banca comercial el monopolio del financiamiento de corto plazo, aumentando la participación del mercado de capitales en el fondeo y se modificaron los determinantes de la tasa de interés y tipo de cambio.

Entonces, con base en estas condiciones se requiere construir un sistema financiero funcional e industrializante, que asume de manera eficiente la tarea de fondear la inversión, impidiéndose la generación de los grandes desequilibrios macroeconómicos.

La política estatal debe estar dirigida a garantizar rendimientos positivos de la inversión, crear economías de escala y suficiente financiamiento de corto y largo plazo, considerando las características del nuevo entorno internacional -i.e., globalización financiera-. Ello obliga al Estado a promover una política industrial (directa o indirecta) que garantice un determinado crecimiento económico con base en una moneda estable que ejerza eficientemente su función de unidad de cuenta y, por tanto, de valor, o sea, otorgue créditos al sector productivo y garantice a los ahorradores traspasar los ingresos no consumidos de un periodo a otro, sin reducir su capacidad adquisitiva.

Sobre la base de la experiencia de estabilización de la década de los ochenta y los noventa, la política estatal debe evitar incurrir en tres defectos⁶⁹: 1) generar equilibrios espurios (i.e., a expensas de otros desequilibrios, 2) debe ser dinámica (i.e., lo que era apropiado en una determinada coyuntura, puede dejar de serlo posteriormente); y 3) se debe considerar políticas de distribución de ingresos para construir bases sólidas de crecimiento económico.

Desde la perspectiva productiva, el Estado debe garantizar un mínimo nivel de inversión productiva, de manera directa y/o indirecta, con o sin gasto público, y promover

⁶⁹ Un análisis interesante sobre la omisión de estos factores durante los noventa, con relación a los resultados de la política de "ajuste fiscal" impuesta en América latina, se encuentra en Ffrench - Davis 1996.

equilibrios entre la oferta y la demanda interna. En otras palabras, debe asegurarse un mínimo nivel de crecimiento, limitar las importaciones, generar un sector exportador activo y eficiente, y la demanda interna debe ser el eje central del crecimiento. Los diversos procesos históricos han demostrado que la libre movilidad de los factores productivos no logra crecimiento con estabilidad financiera.

Por su parte, el gasto público debe estar avalado por un esquema de financiamiento de largo plazo y sistema impositivo eficiente e indexado. Asimismo, las instituciones financieras deben garantizar una alta intermediación financiera, evitando que el ahorro se fugue del espacio productivo nacional. Otro elemento central es la generación de un esquema de fondeo para la inversión privada que, debe señalarse, ha estado ausente en la mayoría de los países de América Latina -inclusive en el periodo de Sustitución de Importaciones.

Con base en lo anterior, el mercado de valores debe jugar un papel central en el fondeo de la inversión, y las políticas estatales deben asegurar la “democratización” de dicho mercado, garantizando la entrada de pequeñas, medianas y grandes empresas e impedir fuertes fluctuaciones en el precio de los activos variables; y la deuda pública, en vez de estabilizar la moneda, debe destinarse a fondar gasto público, o sea, a provocar crecimiento.

En suma, el Estado, debe garantizar el financiamiento de corto plazo mediante una política monetaria flexible, la cual debe ir acompañado de una política industrial que canalice los recursos financieros hacia ciertos sectores productivos, impidiendo que se desarrolle la especulación financiera, para lo cual se debe limitar la entrada de capital especulativo.

CONCLUSIONES

La desregulación financiera fue producto del incremento de la liquidez mundial, la inconvertibilidad del dólar al oro, así como la desmonetización de éste.

Este nuevo entorno internacional desplegó todas sus características a partir del rompimiento del Sistema Bretton Woods, entre las cuales destacan: incremento acentuado de liquidez, modificación de la estructura del tipo de cambio e incrementó las tasas de

interés, así como su volatilidad; modificación del destino de los flujos financieros por la mayor preferencia de los instrumentos de alto rendimiento y corto plazo, privilegiándose la inversión especulativa en detrimento de la inversión productiva.

La desregulación financiera estuvo acompañada por fragilidad bancaria y debilitamiento del mercado de capitales. Pese a que aumentó el financiamiento de corto plazo, los menores niveles de inversión productiva y la ausencia de financiamiento de largo plazo, impidió la reposición del fondo “revolvente” de los bancos; y los mercados de capitales fueron dominados por instrumentos financieros de corto plazo.

El nuevo orden monetario mundial otorgó preferencia a los mecanismos de mercado, lo cual originó un movimiento institucional en favor de los mercados de capital y la supresión de los mecanismos compensatorios, así como de la intervención estatal directa en la economía. Las políticas económicas del modelo de sustitución de importaciones, en los países sin restricción al movimiento de capitales, se volvieron inviables, porque el ahorro generado por la inversión se “fugó” de los espacios nacionales hacia los mercados financieros desregulados.

Por consiguiente, tanto a nivel teórico como institucional se creó una corriente de opinión que otorgó supremacía al libre movimiento de capitales y a la política de profundización financiera como formas más eficientes para el financiamiento de la inversión, relegándose la discusión sobre el efecto del fondeo en la estabilidad económica. Se sostuvo, por la corriente económica dominante, que las fuerzas de mercado impondrían una tasa de interés de equilibrio que haría incrementar el ahorro, y que éste se distribuiría eficientemente entre los proyectos de inversión más redituables.

En este contexto, pese a la debilidad de los mercados de valores, se modificaron las reglas del modelo de acumulación en América Latina, suprimiendo todas las políticas tendientes a garantizar que los créditos bancarios se utilicen para financiar la inversión, y a generar instrumentos que capten el ahorro proveniente de la inversión; o sea, las fuerzas de mercado fueron las encargadas de generar inversión (y por tanto ahorro) y restituir la liquidez bancaria (i.e., captar el ahorro). Se eliminaron los mecanismos compensatorios destinados a limitar el movimiento de capitales y recomponer el fondo “revolvente” de los bancos. La organización del fondeo basada en el mercado créditos fue reemplazada por el

mercado de capitales, unificando las instituciones financieras de los países desarrollados y en desarrollo, no obstante la fragilidad que presentaba el mercado de valores.

La debilidad del fondeo provocado por el nuevo orden monetario mundial generó crecientes desequilibrios macroeconómicos en los países en desarrollo que se profundizaron con la liberalización económica y financiera. Las estrategias impuestas por el modelo neoliberal para estabilizar la economía y generar crecimiento fracasaron, debido a que descuidaron la promoción de niveles mínimos de crecimiento en la inversión y la creación de instrumentos financieros de largo plazo. El ajuste externo que tuvo como propósito equilibrar la cuenta externa generó inflación y desequilibrio fiscal; y el ajuste fiscal que tuvo como finalidad equilibrar los ingresos y egresos fiscales, provocó desequilibrio externo. Ninguna de las dos estrategias intentadas por el modelo neoliberal generó crecimiento estable, por el contrario cuando se liberalizó el mercado financiero, el financiamiento de corto plazo generó especulación.

TERCERA PARTE: FINANCIAMIENTO Y FONDEO DE LA INVERSIÓN EN MÉXICO 1960/94. CAUSAS DE LA CRECIENTE INESTABILIDAD ECONÓMICA

INTRODUCCIÓN Y NOTA METODOLÓGICA

En los capítulos anteriores se sostuvo que las condiciones previas para la realización de la inversión son la rentabilidad positiva y la disposición de recursos monetarios para el financiamiento de la inversión, siendo éste último independiente de los recursos reales.

Se argumentó que en el modo de producción capitalista, el sistema bancario puede adelantar recursos monetarios a los inversionistas, los cuales, empero, pueden generar inestabilidad en el sistema económico, si no existe un proceso adecuado de fondeo de la inversión. Es decir, el financiamiento debe contener dos fases; una de corto plazo y otra de largo plazo; y se sostuvo que el crecimiento debe estar acompañado de un sistema financiero funcional.

También se señaló que han existido diversas organizaciones institucionales (mercado de capital y de crédito) y que los países en desarrollo de cada periodo, con excepción de EE.UU., tuvieron que crear mecanismos compensatorios para generar financiamiento de largo plazo y garantizar un determinado volumen de demanda efectiva. Estos mecanismos compensatorios se implantaron y desarrollaron con diferentes grados de intervención estatal; y el rompimiento del orden monetario mundial, que ha generado la globalización del sistema financiero, promovió cambios institucionales destinados a desaparecer los mecanismos compensatorios, provocando mayores niveles de inestabilidad financiera, porque no se han concebido mecanismos alternativos de fondeo.

En los capítulos siguientes se buscará dar sustento empírico a los planteamientos anteriores, investigando la evolución de los mecanismos de fondeo de la economía mexicana de 1960 a 1994 y vinculándolos con el desempeño de éste en términos de crecimiento y estabilidad.

En el presente apartado se discutirá la metodología seguida en la investigación empírica. En primer lugar se fundamentará la periodización elegida. Seguidamente se describirá la metodología, para posteriormente reseñar los indicadores de financiamiento de la inversión productiva y sus limitaciones. Finalmente se determinará si las fuentes de financiamiento sufrieron cambios estructurales a lo largo del periodo en estudio, lo cual fundamentará la periodización escogida en el primer apartado.

1. Periodización

El análisis empírico cubrirá el periodo 1960/1994. La amplitud del periodo estudiado permite tomar en consideración no sólo las modificaciones de la legislación bancaria mexicana que afectaron a los mecanismos internos en el fondeo, sino también los cambios institucionales en el sistema financiero internacional que han desincentivado el financiamiento de largo plazo. Ello permitirá contrastar los efectos que han tenido los cambios institucionales internos como externos en el financiamiento y el fondeo de la inversión y sus repercusiones en el dinamismo y la estabilidad del crecimiento económico.

A lo largo del periodo de estudio ocurrieron varios cambios en el sistema financiero nacional e internacional que modificaron las instituciones destinadas a financiar y fondear la inversión productiva, entre los cuales se destacan: el rompimiento del Sistema Bretton Woods (1971); la crisis económica de 1982 con la modificación del modelo de acumulación de dominante (1983); la crisis financiera de 1987 y la adecuación del modelo de acumulación neoliberal; y la crisis de 1994.

Con base en dichos cambios institucionales se subdividió el periodo en cuatro fases: crecimiento y estabilidad económica (1960/71); crecimiento e inestabilidad financiera (1972/82); recesión económica e inestabilidad financiera (1983/87); y desregulación financiera y crisis (1988/94), los cuales se expondrán de manera consecutiva entre los capítulos sexto al noveno.

2. Metodología

Considerando que el objetivo del trabajo empírico es explicar el crecimiento y la estabilidad económica a partir de los mecanismos de financiamiento y fondeo de la inversión, cada uno de los capítulos que abordarán los subperiodos propuestos en la sección anterior contendrán dos tipos de análisis. Por una parte, el relativo a las fuentes de financiamiento de la inversión, distinguiéndose las particularidades del financiamiento de la inversión pública y privada. Por otra parte, el estudio sobre la captación financiera indicará la funcionalidad del sistema económico en la recolección del ahorro.

En el análisis de la estructura financiera se utilizarán indicadores de financiamiento bancario, bursátil, externo y de autofinanciamiento de las empresas, a fin de establecer la importancia de las diversas fuentes de financiamiento, así como de los sectores financieros y detectar la evolución de éstos.

En el estudio de la captación financiera se expondrán los instrumentos de captación dominante por tipo de institución (bancaria y bursátil), por moneda (nacional o extranjera) y por plazos.

Lo anterior permitirá determinar, de acuerdo con la metodología señalada, si existió fondeo de la inversión o indicar el origen de la inestabilidad financiera en cada uno de los subperiodos antes señalados.

3. Indicadores de medición de las fuentes de financiamiento y sus limitaciones

Desde el punto de vista teórico, se señaló que las fuentes de financiamiento de la empresa son de carácter interno o externo, las cuales, a su vez, se subdividen en recursos provenientes del sistema financiero nacional y externo a la economía.

El primer problema con que nos enfrentamos es que las estadísticas mexicanas no cubren todas las fuentes de financiamiento de la inversión privada y, por tanto, de la total. Únicamente se conocen las fuentes de financiamiento de la inversión pública (del gobierno federal y de las empresas de control estatal y de organismos descentralizados).

Consecuentemente, para la inversión total y privada, debemos hacer aproximaciones y considerar la estadística disponible sólo como *indicadores de magnitud*.

Como indicadores de las fuentes de financiamiento interno de la empresa se consideraron a las utilidades retenidas y el consumo de capital fijo; como indicadores de las fuentes externas a la empresa se consideraron a los créditos bancarios, junto con la colocación de valores de renta fija y variable; y con relación al financiamiento procedente del exterior se uso a la inversión extranjera directa, así como el endeudamiento privado y público, de corto y largo plazo.

Las utilidades retenidas, que provienen de la ganancia de las empresas, son medidas en las estadísticas nacionales por el excedente neto de operaciones y el consumo de capital fijo.

El concepto de excedente neto de operación es mucho más amplio que las ganancias de las empresas. De manera específica, la masa de ganancia incluye todos los pagos realizados a los propietarios de capital que intervienen en la producción y, por tanto, está integrada por: 1) dividendos distribuidos y no distribuidos, 2) intereses, y 3) alquileres (mayores referencias Bowles y Edwards, 1990, p.95-116).

Sin embargo, al financiamiento de la inversión únicamente contribuye la utilidad que se retiene, es decir, la ganancia empresarial, para lo cual deben descontarse los pagos que se

realizan a los demás propietarios de capital; o sea, deben deducirse de la masa de ganancia los intereses y alquileres, lo que se destina al consumo capitalista, y la porción que se reparte en dividendos, en caso de que exista más de un propietario, para determinar las utilidades que podrían ser reinvertidas.

El excedente de operación (que antes se conocía bajo el nombre de excedente de explotación) sobrestima al autofinanciamiento, por dos razones. Primero, porque contiene, además del beneficio capitalista, los ingresos por actividades realizadas por profesionales “independientes” y del comercio ambulante⁷⁰. Segundo, porque el excedente neto no diferencia entre la ganancia empresarial y la ganancia total. Resumiendo, el indicador que tendremos que utilizar para medir las utilidades reinvertibles, está sumamente abultado.

La segunda variable que consideraremos como integrante del financiamiento interno es el consumo de capital fijo, que es un variable calculada para fines contables, que consecuentemente no es reflejo preciso de la reposición del capital.

Los flujos de los créditos bancarios, tercera variable considerada, también se encuentra abultada, porque incluye préstamos a actividades distintas de la inversión, como el crédito por capital de trabajo, el crédito por adquisiciones de los bienes de consumo duradero, etc.. Adicionalmente, no es posible a lo largo de todo el periodo distinguir entre créditos de corto y largo plazo. De hecho, la desagregación de esta información en la estadística nacional sólo se presenta entre 1960 y 1978.

Finalmente, el financiamiento externo a la economía se resume en el saldo de la cuenta de capitales, deducido el aumento de los activos, el cual también comparte con los demás indicadores la característica de abultamiento, porque dichos recursos pueden ser otorgados para actividades distintas a la inversión, e incluso pueden dar lugar a duplicaciones al ser destinados al sector financiero, como los préstamos interbancarios o a la especulación en el mercado de capitales.

4. Estructura del financiamiento de la inversión 1960/1994

Dado que los cambios institucionales internos y externos podrían haber modificado la estructura de las fuentes de financiamiento, y por esta vía haber causado una inestabilidad no

⁷⁰ El propio INEGI advierte que es incorrecto considerar a este excedente “como compuesto exclusivamente por las utilidades generadas por empresas, ya que hay ingresos que en realidad corresponden al de profesionistas, los que trabajan por cuenta propia y los que atienden sus propios negocios; también debe considerarse que existen negocios que emplean familiares sin pagarles sueldo alguno, cuyo trabajo reporta utilidad a los mismos” (INEGI, 1988:21)

atribuible a la ausencia de mecanismos de fondeo, se procederá a realizar una prueba econométrica que nos asegure que la estructura de financiamiento había permanecido estable a lo largo del periodo estudiado.

Para este fin se construyó una función que asocia la inversión bruta fija con sus fuentes de financiamiento, a la cual se le aplicará la prueba de estabilidad de parámetros junto con las demás pruebas estadísticas y de diagnóstico.

El mejor ajuste econométrico logrado se obtuvo con la especificación de primera diferencia doble logarítmica (que se denominó por la letra "L") deflactándose las variables con el índice del productor 1980=100. De manera específica se consideró como variable dependiente a la formación bruta de capital fijo (DLFBKFPR) y como independientes al excedente neto de operación (DLENPR), el consumo de capital fijo (DLCCFPR), el flujo de créditos bancarios (DLCREDPR), el flujo de valores (DLVALPR), y el saldo de la cuenta de capitales -descontando el aumento de activos (DLFINEXTPR). Sus resultados se muestran en el cuadro A; las pruebas de raíces unitarias y las pruebas de diagnósticos se presentan respectivamente en los cuadros B y C (al final de la nota)

De la gráfica D se desprende que los parámetros de la función permanecieron estables dentro del periodo estudiado, lo que nos permite rechazar la posibilidad de que la inestabilidad observada pudiera ser resultado del cambio en la estructura de las fuentes de financiamiento.

Los resultados del modelo econométrico arrojan dos conclusiones importantes sobre la estructura del financiamiento de la inversión a lo largo del periodo 1960/94. Primero, las principales fuentes de financiamiento de la inversión provienen de las utilidades de las empresas y las fuentes externas de financiamiento a la empresa no son relevantes en la determinación de la inversión. Segundo, no obstante las profundas modificaciones institucionales, la estructura de financiamiento de la inversión se mantuvo prácticamente inalterada.

Consecuentemente, se confirmó la hipótesis que los cambios estructurales que promovieron la desregulación financiera (y en general del aparato productivo) no generaron fondeo a la inversión productiva, manteniéndose la subperiodización, presentada en el punto 2 de esta nota, con base en las modificaciones institucionales.

CUADRO A**RESULTADOS ECONÓMICOS**

DL(FBKFP)	Coficiente	Testad	Probabilidad
C	-0.051850	-1.9024	.06701
DLENPR	1.072144	4.699544	.00001
DLCCFPR	0.634330	4.038772	.0004
DLCREDPR	0.096681	2.290638	.0294
R2 ajustada: 0.44			
Prueba "F" estadística: 9.62			.00143

CUADRO B**PRUEBA DE RAÍCES UNITARIAS****Augmented Dickey-Fuller Urit Root Test**

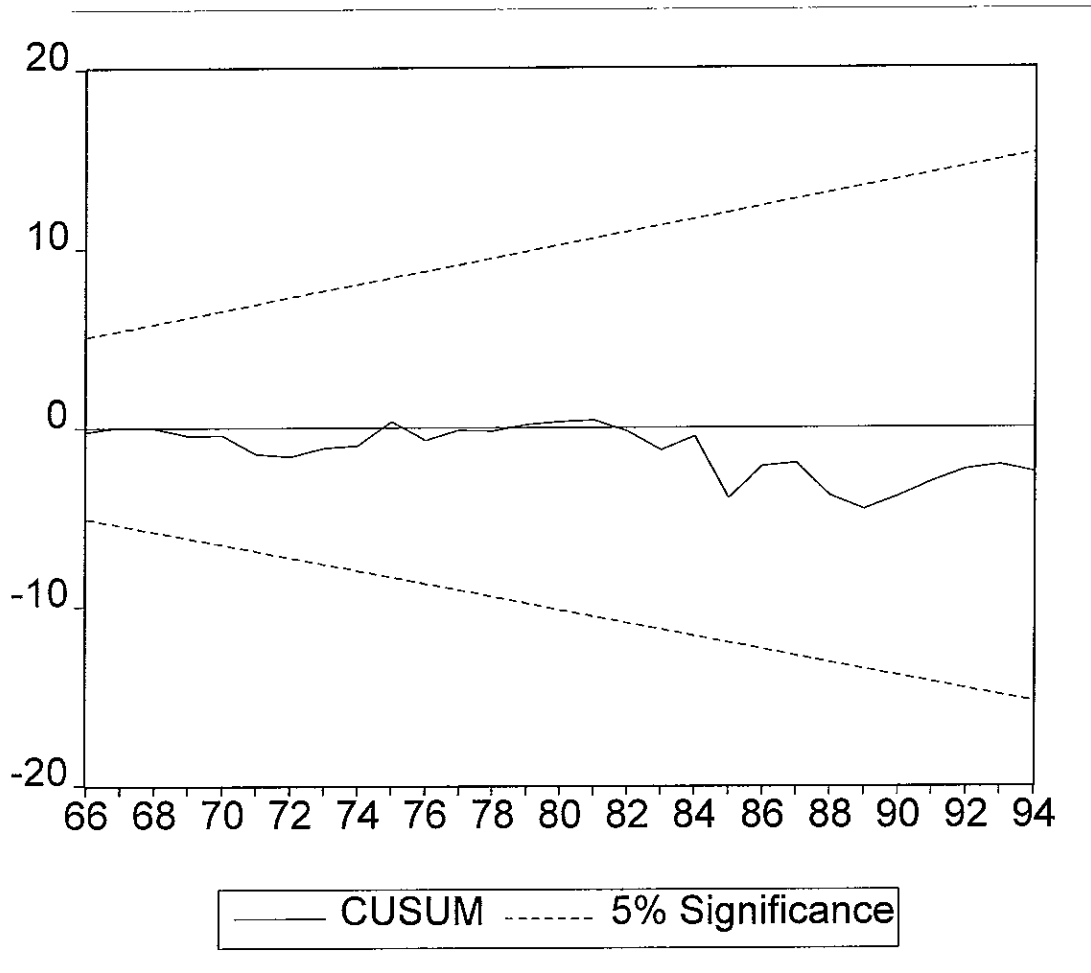
Variables	Estadístico F.	Valor Crítico 1%
LFBKFPR	-2,123139	-2,639
D(LFBKFPR)	-3,732249	-2,6395
LENEPR	-1,219929	-3,6496
D(LENEPR)	-4,666349	-3,6576
LCCFPR	-3,668421	-4,2712
D(LCCFPR)	-5,07389	-4,2826
LCREDPR	-1,269903	-2,6369
D(LCREDPR)	-4,185640	-2,6395
LVALPR	0,700715	-2,6369
D(LVALPR)	-4,130893	-2,6395
LFINEXTPR	0,683796	-2,6369
D(LFINEXTPR)	-5,637108	-2,6395

CUADRO C

PRUEBA DE DIAGNÓSTICO

Prueba de Correlación	Rezagos	Coefficiente	F.estad	Probabilidad
Durwin Watson		2.02		
Breusch Godfrey	1		.017	.8949
	2		.016	.9833
	3		.070	.97
Arch Test				
	1		1.44	.23
	2		0.96	.39
	3		0.59	.62
Heterocedasticidad				
Sin términos Cruzados			1.50	.21
Con términos Cruzados			1.69	.14
Cusum Q (5%) siguiente página				

GRAFICA VI
PRUEBA DE ESTABILIDAD DE PARÁMETROS
CUSUM, 5 % de significancia



CAPITULO VI

PERIODO DE CRECIMIENTO Y ESTABILIDAD: 1960/71

El crecimiento económico entre 1960/71 fue uno de los más vigorosos y de mayor estabilidad del periodo de la posguerra, lo cual es reflejado, entre otros indicadores, por el alto crecimiento del producto interno bruto y de la inversión fija; una inflación moderada - menor a un dígito- que no se diferenció mucho de la existente en EE.UU.; tasa de cambio estable -sin devaluaciones; tasa de interés con baja variabilidad (cuadro 1, A.E.).

Estas condiciones pudieron presentarse porque no hubo especulación en el mercado internacional de capitales y el modelo de acumulación interno ofreció al capital condiciones atractivas de rentabilidad. De hecho, la salida de capitales fue prácticamente nula, representando menos de un 1% del PIB en el periodo (cuadro 1, A.E.).

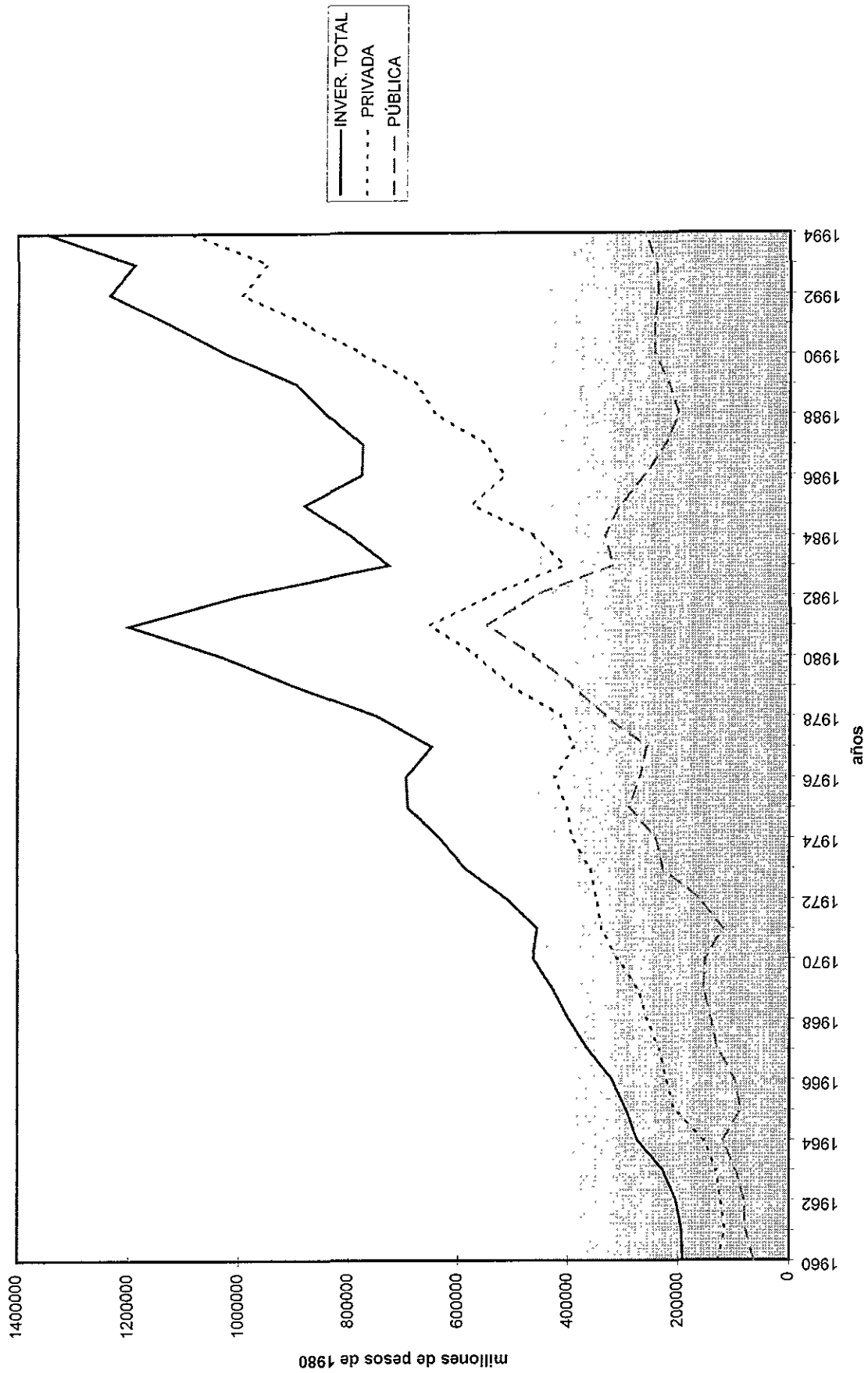
De manera particular, a lo largo de este subperiodo, los agentes privados invirtieron a un ritmo más acelerado, teniendo una tasa de crecimiento superior a la inversión total, aun cuando la inversión pública representó más la tercera parte del total (cuadro 2, A.E. y gráfica VI-1); se empezó utilizar de modo generalizado los mecanismos de fondeo para el financiamiento público -encaje legal- y privado (v.g., el “encajonamiento” de créditos); y proliferaron los bancos de desarrollo; acompañado de un mercado de capitales sumamente débil.

Lo anterior permite aseverar, de entrada, que México, en este periodo de rápida industrialización, no siguió el modelo clásico de financiamiento de Inglaterra y EE.UU., sino que impulsó, al igual que todos los países que han intentado “alcanzar” el desarrollo, un modelo con base en el mercado de créditos. Específicamente, nuestra hipótesis es que el Estado generó mecanismos compensatorios que, además de reglamentar la actividad de los agentes, normaron la actividad productiva, es decir, regularon los precios e intervinieron directamente en la economía, lo cual, empero, sólo fue funcional durante este periodo por la estabilidad reinante en el mercado monetario mundial.

Considerando el entorno general descrito, analizaremos los mecanismos de financiamiento de la inversión, así como la recolección del ahorro por parte de las instituciones financieras, para determinar las causas de la estabilidad en este periodo.

GRAFICA VI.1

COMPORTAMIENTO DE LA INVERSION TOTAL, PRIVADA Y PUBLICA



Fuente: INEGI, "Sistema de Cuentas Nacionales" varios años

1. Fuentes de financiamiento de la inversión.

En este apartado discutiremos la relación entre las fuentes de financiamiento y la inversión de los distintos agentes productivos, recordando que no disponemos de información exacta sobre las fuentes de financiamiento de la inversión privada y, por tanto, para la total. O sea, no se conoce con precisión las utilidades reinvertidas ni el monto de créditos y valores que los agentes privados ocuparon para el financiamiento de la inversión. De hecho, para este periodo, ni siquiera se dispone de información sobre los créditos privados, independientemente de los usos que le dieron estos agentes.

Teniendo en cuenta las anteriores consideraciones y las planteadas en la nota metodológica precedente sobre las limitaciones de las variables, dividiremos este apartado en tres secciones, dedicados a revisar respectivamente el financiamiento de la inversión total, pública y privada.

1.1 Financiamiento de la inversión

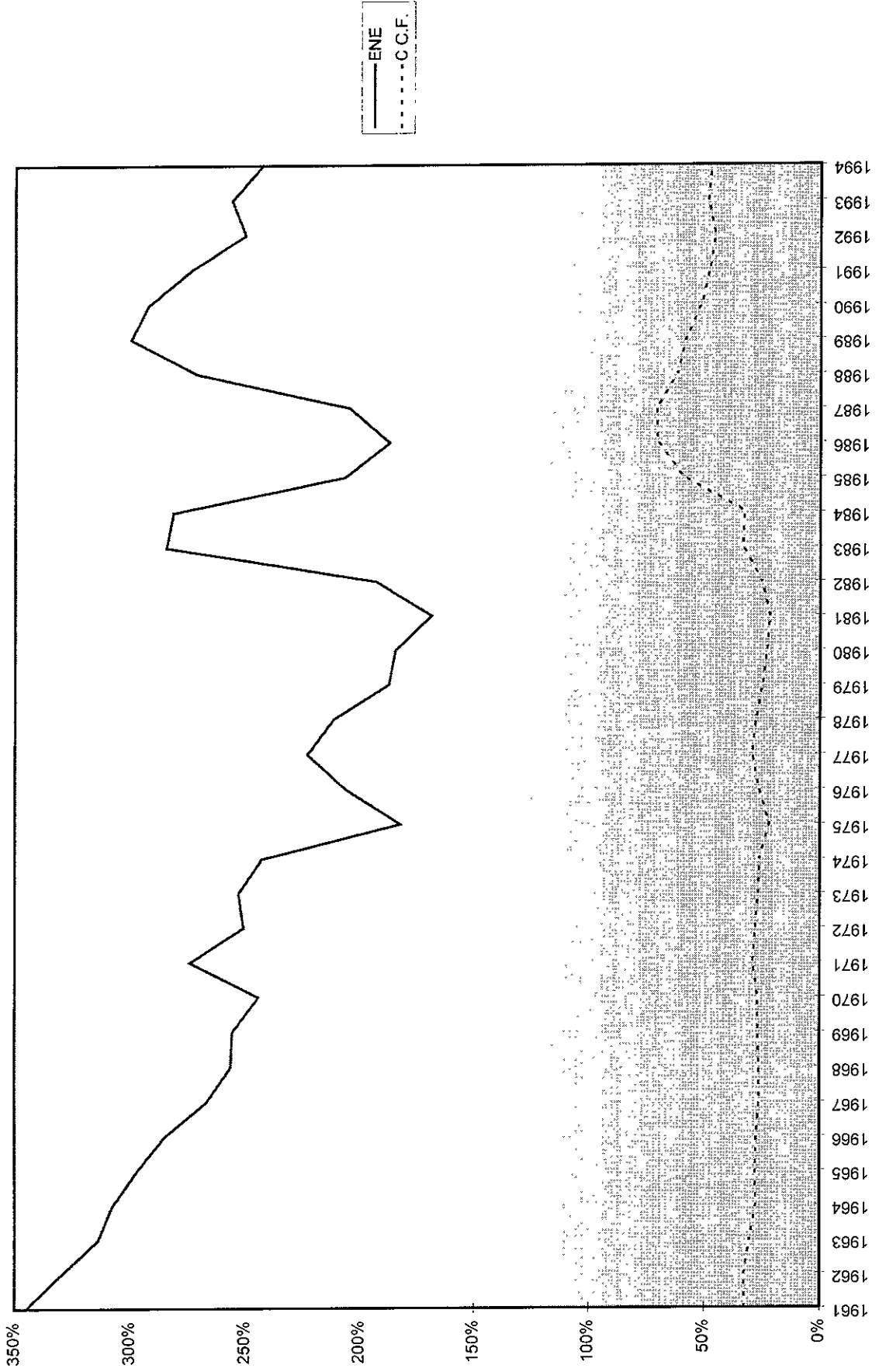
Durante la primera década del periodo en estudio, podemos aseverar que la principal fuente de financiamiento fueron los recursos internos (excedente neto de operación y el consumo de capita fijo- ver gráfica VI-2), lo cual puede explicarse por las características que tuvo el modelo de acumulación dominante en México durante dichos años. Éste se basó en la sustitución de bienes terminados -sustitución liviana-, que requirió proporcionalmente de menos recursos que la sustitución de bienes intermedios y de capital, la cual se empezó a imponer a partir de fines de esa década. Consecuentemente, se puede argumentar que no se necesitaron de cuantiosos recursos externos a la empresa para el financiamiento de la inversión.

Considerando el orden de importancia de las fuentes de financiamiento con relación a la FBKF, encontramos que el excedente neto de operación fue seguido por el consumo de capital fijo; en tercer lugar estuvieron los créditos bancarios; en cuarto, el financiamiento externo; y en último término se situó la emisión de valores (cuadro 3, A.E.)

Lo anterior indica que el sistema financiero mexicano se caracterizó por basarse en un sistema crediticio. El mercado de valores fue débil y delgado, tuvo pocos oferentes y demandantes, debido a: 1) las elevadas tasas de interés reales pagadas a los valores de renta fija gubernamental (ver Caso, 1970:143); 2) la deducción impositiva de los valores de renta

GRAFICA VI.2

EVOLUCION DEL ENO/FBKF Y DEL CCF/FBKF



ENO: Excedente neto de operaciones
CCF: Consumo de capital fijo
FBKF: Formación bruta de capital fijo
Fuente: Cuadro 3. A.E.

fija (que reforzó los altos rendimientos de estos instrumentos); y 3) la falta de decisión política para realizar una reforma fiscal que funcionara de manera eficiente, lo cual reforzó que las empresas continuaran “cerradas” (ie., no tuvieran estímulos para organizarse en sociedades anónimas) para no declarar impuestos.

Sin embargo, se debe llamar la atención que, pese a la baja relación de la emisión de valores con respecto al monto de inversión, éste fue el indicador que más creció durante el periodo (cuadro 3.1, A.E.). Ello se debió a que, desde 1964, el gobierno dinamizó la política de “encaje legal” para financiar el gasto público. De hecho, el agente que más emitió valores de renta fija fue el gobierno federal, teniendo al final del periodo el control casi completo de éstos.

Con respecto a la estructura crediticia podemos señalar que el principal destinatario de éstos fueron las empresas (donde se incluyen a las privadas, estatales y los organismos descentralizados), predominando los créditos de mediano plazo (más de un año: cuadro 4.2, A.E.) y siendo los principales prestamistas los bancos privados y mixtos, con una participación de 64% en el total, seguido por las instituciones nacionales de crédito (bancos de desarrollo) con una participación de 37% (cuadro 4.3, A.E.). En consecuencia, aparece un segundo “mecanismo compensatorio” del periodo de sustitución de importaciones, que es la participación de los bancos de desarrollo en la emisión de créditos a sectores productivos y sociales determinados.

Finalmente, con respecto al endeudamiento externo, éste se caracterizó por ser predominantemente público y de largo plazo, aunque la inversión extranjera directa representó una fuerte afluencia de recursos externos (cuadro 6, A.E.). En este subperiodo, la afluencia de recursos externos fue un factor estabilizador de la economía, en tanto éstos fueron de largo plazo.

Resumiendo, encontramos que durante este subperiodo las principales fuentes de financiamiento fueron los recursos internos, debido a las particularidades que asumió la industrialización y se utilizaron varios mecanismos compensatorios que posteriormente adquirieron gran importancia, como el encaje legal, la intervención estatal en el gasto de la inversión y su financiamiento (gasto público e intervención de los bancos de desarrollo).

1.2 Financiamiento de la inversión pública

Recordemos que la inversión pública, en este periodo, tuvo una participación de 35%, dividiéndose en partes relativamente iguales entre la inversión del gobierno federal (que esta compuesta por obras públicas y de construcción y de fomento y de conservación) y de las empresas de control estatal y organismos descentralizados (cuadro 2, A.E.).

Con respecto a la estructura de financiamiento de las empresas y organismos descentralizados, encontramos que entre 1965/71, la fuente principal de recursos provino de los ingresos propios (incluye el ahorro en cuenta corriente y los ingresos por concepto de capital), ocupando un alejado segundo lugar el financiamiento interno y externo, con participaciones de 82%, 14% y 11%, respectivamente (cuadro 7, A.E.).

1.3 Financiamiento de la inversión privada: análisis de la inversión de las empresas

El análisis sobre la estructura del financiamiento de la inversión privada lo haremos a partir del examen de las fuentes de la inversión del conjunto de las empresas (donde aquella representa 66% y la pública 18%⁷¹), porque no se dispone de información sobre el volumen demandado por los agentes privados.

Nuevamente encontramos que, a nivel de las empresas, el financiamiento interno ocupó el primer lugar con relación al volumen de la inversión, le sigue en importancia el flujo de créditos bancarios, después el financiamiento externo y en último lugar se encuentran los valores (cuadro 8, A.E.), que tuvieron una tasa de crecimiento negativa, infiriéndose con ello que fueron utilizados fundamentalmente para financiar el gasto público, diferente de la inversión. O sea, en la inversión pública ni privada no tuvo incidencia directa el mecanismo compensatorio del encaje legal.

Con respecto a las fuentes de financiamiento de la inversión privada únicamente se pudo calcular el monto de créditos disponibles para el sector privado⁷², y al respecto podemos señalar que éstos representaron el 92% del total (cuadro 4, A.E.); aunque en proporción a la inversión privada, éstos apenas lograron una participación de 32%, lo cual

⁷¹ Se refiere a la inversión pública en empresas y organismos descentralizados.

⁷² Debe llamarse la atención que esta variable esta sumamente abultada, porque se calculó a través de la diferencia del total de créditos emitidos por el sector bancario menos el monto utilizado por el sector público en inversión, y es muy probable que éste haya solicitado préstamos para otro tipo de actividades (v.g., gasto público corriente).

indicaría -con todas las reservas del caso- que la principal fuente de financiamiento de la inversión privada fueron las utilidades retenidas.

2. Captación de recursos

Recordemos que la captación de recursos es un elemento importante en el fondeo de la inversión, porque indica si el sistema bancario pudo restituir los fondos “revolventes” con base en los cuales se otorgan los créditos. En otras palabras, este análisis permite determinar si el sistema bancario captó los ahorros generados por el proceso productivo para asegurar la estabilidad del sistema financiero.

Previo a esta discusión debemos señalar que el sistema financiero mexicano, especialmente durante estos años, se basó en una estructura de carácter crediticio, lo cual implica que la banca emitió créditos de corto y largo plazo, porque no existió un mercado de valores robusto que pudiese fondear la inversión. Consecuentemente, será relevante analizar, además del monto de la captación, su liquidez, debido a que bajo este esquema las obligaciones bancarias de largo plazo pueden sustituir la emisión de acciones y títulos.

Particularmente, la estructura bancaria de este periodo se basó en la especialización, es decir, independientemente de que los bancos fueran públicos y privados debían atender a sectores y/o actividades específicas⁷³.

La banca privada se subdividió en instituciones de depósitos, financieras, hipotecarias, de capitalización, fiduciarias y de ahorro y préstamos para la vivienda. La banca nacional (de desarrollo), a pesar de que no estuvo regida bajo esa estructura, atendía actividades específicas y tenía el objetivo de “canalizar parte del ahorro nacional a sectores prioritarios de la economía (Fadl, Comercio Exterior, enero 1995), creándose entre otros bancos el Bangrícola (1926), el Banco Nacional Hipotecario, el Urbano y de Obras Públicas (1933), Nacional Financiera (1934), etc, hasta totalizar 19 instituciones en 1960 y 28 en 1971.

En este contexto, el mercado de dinero correspondió principalmente a la actividad de los bancos de depósito, y el mercado de capitales a las sociedades financieras y los bancos hipotecarios. (Mayores referencias, Martínez Borja, 1991:53).

⁷³ La legislación bancaria que determinó la organización de este sector con base en la especialización surgió en 1941, con la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares.

2.1 Captación de los recursos y su liquidez

La captación de los recursos por el sistema bancario, durante el subperiodo 1960/71 fue principalmente en moneda nacional, sólo el 12% del total se captó en moneda extranjera (cuadro 11, A.E.).

Los agentes que captaron moneda extranjera en mayor proporción fueron las instituciones de crédito nacional mientras que la banca privada y mixta fue la entidad crediticia que captó más recursos en moneda nacional; destacándose la participación de las instituciones financieras y los bancos de depósito (cuadro 11.1 A.E.). La participación de las primeras puede explicarse por los altos rendimientos que ofrecieron, así como la liquidez virtual en sus instrumentos financieros.

La estructura de la captación descrita anteriormente indica que los préstamos internacionales fueron canalizados a las instituciones nacionales de crédito; y que la banca privada y mixta, que prestó créditos en mayor proporción, restituyó su fondo “revolvente”, mediante la captación del ahorro nacional. Consecuentemente, se recolectó por las instituciones financieras el ahorro generado por la inversión.

Con referencia a la liquidez de la captación, predominaron los instrumentos bancarios de corto plazo y las aceptaciones bancarias. Incluso, para dicho periodo no se consignan los instrumentos de largo plazo en los agregados monetarios (cuadro 10, A.E.)

Sin embargo, debe registrarse que, a partir de 1965, las autoridades permitieron a las sociedades financieras generar certificados financieros a plazos de dos a cinco años; en 1966, de seis a diez años; y en 1969 se crearon los certificados de depósitos fijos a once y doce años. (Sánchez Lugo, 1976:39).

Entonces, no obstante la emisión de estos instrumentos financieros, podemos señalar que las obligaciones del sistema financiero fueron predominantemente de corto plazo, debido a que las sociedades financieras recompraban estos títulos a la par y a la vista⁷⁴.

Bajo este contexto, la estabilidad del sistema financiero se puede explicar por políticas estatales eficientes para generar estabilidad en el crecimiento y “por la relativa

⁷⁴ Caso (1970) señaló que los bancos se comprometían a recomprar ante cualquier evento dichos títulos, provocando con ello que la captación de recursos de largo plazo fuera relativamente ficticia

estabilidad de los precios internos y externos y en el diferencial entre las tasas de interés nacionales y extranjeras” (Sánchez Lugo, 1976:379). Es decir, incidió el factor interno como externo para explicar la estabilidad del sistema financiero.

Este mismo autor señala que a partir de 1969 aparecen los primeros signos de inestabilidad de los mercados financieros internacionales, debido a que el capital nacional se le representa una oportunidad alternativa de valorizar su capital adelantado. Esta inestabilidad fue neutralizada a nivel nacional mediante un aumento de los rendimientos de todos los instrumentos financieros y la desaparición de los instrumentos financieros superiores a dos años. En 1972 se dejaron de emitir los certificados financieros de seis y diez años y los depósitos fijos de once y doce años.

En consecuencia, es posible inferir que la estabilidad financiera nacional se debió a la armonía del mercado internacional, que desincentivó fugas de capital, permitiendo con ello mantener bajas tasas reales de interés con tipos de cambio fijos, promoviendo la circulación del capital desde la esfera financiera a la productiva. O sea, el ahorro generado por el crecimiento se mantuvo en la esfera nacional, con bajas tasas de interés

3. Estabilidad del sistema económico

Las condiciones de estabilidad del sistema económico provinieron de las características del entorno internacional y los acuerdos políticos en el ámbito nacional. En otras palabras, en México se pudo desarrollar una intervención estatal activa en la economía e imponer mecanismos compensatorios que no desencadenaron incertidumbre en los agentes privados porque el capital no tenía opciones redituables alternativas.

La base del sistema financiero durante estos años fue el régimen de libertad cambiaria, que permitió a los agentes productivos que operaron en el país transformar sus excedentes a moneda extranjera y retirarlos libremente de la esfera de la circulación nacional. El Estado, para impedir la fuga del ahorro interno, debió: a) mantener una tasa de interés real superior a la internacional (se considera la tasa de interés de EE.UU., como representativa de esta última -cuadro 1, A.E); b) evitar procesos inflacionarios que erosionaran la tasa de interés real; y c) mantener estable y competitiva la tasa de cambio.

Las condiciones de estabilidad anteriormente señaladas generan un incremento en el costo del financiamiento. O sea, en México, por mantener el régimen de libertad

cambiaría, el ahorro financiero recibió mayores rendimientos, lo cual indudablemente atentó en contra de las ganancias productivas y el volumen de la inversión fija.

No obstante las anteriores condiciones, en este periodo se pudo mantener la estabilidad, por los acuerdos del Sistema Bretton Woods (SBW) y los pactos entre los sectores productivos. De manera específica, el SBW garantizó tasas de interés relativamente estables y bajas. Asimismo, proporcionó en cantidad suficiente recursos externos (públicos y de largo plazo) para estabilizar el comercio internacional, pero sin generar excesos que alentaran la especulación del capital. También existió un régimen de paridad fija de la tasa de cambio, eliminándose un fuerte elemento de incertidumbre.

La estabilidad en la esfera nacional proviene de los acuerdos que se pactaron y respetaron entre las diferentes fracciones de capital. Específicamente, con estas condiciones el gobierno impulsó tres políticas de financiamiento: el encaje legal, el “encajonamiento” de créditos y el impulso de los bancos de desarrollo. Los agentes productivos se basaron fundamentalmente en sus recursos propios para financiar la inversión.

Los bancos privados no rechazaron la política de encaje legal y, por tanto, actuaron como financieros del gobierno, debido a que la tenencia de valores de renta fija les redituaba altas ganancias con reducidos márgenes de inseguridad. De hecho, Tello, en oposición a Brothier y Solís⁷⁵, pero coincidente con Fitzgerald⁷⁶, sostuvo que hubo un acuerdo entre la fracción de la clase dominante que representó al capital financiero y el Estado, mediante el cual éste recibió recursos que financiaron el gasto público, a cambio de no realizar una reforma tributaria⁷⁷, lo cual implicó que dicho financiamiento no fuera barato.

En otras palabras, la política de encaje legal se basó en una alianza de clases entre la fracción que controló el Estado y el capital financiero, donde el primero renunció a la tarea de captar recursos de manera directa, entregando dicha función a la banca privada. Entre

⁷⁵ Brothier y Solís sostuvieron que la política de encaje legal obligó a los bancos privados a proporcionar créditos barato al gobierno. Mayores referencias Tello (1984).

⁷⁶ Fitzgerald apunta que hubo acuerdo entre las autoridades financieras y los representantes del capital privado para financiar un moderado déficit fiscal a cambio que no se llevara una reforma fiscal (Tello, 1984).

⁷⁷ La ausencia de la reforma política permitió mantener en el anonimato las acciones y los bonos para fines fiscales. Además, hubo un trato comparativamente favorable a los bancos en materia fiscal.

1960/71 ello no provocó inestabilidad del sistema financiero, porque la banca privada “cumplió” con el acuerdo y no hubo alicientes para la fuga de capitales. Sin embargo, en la década siguiente, la combinación de agotamiento del modelo de acumulación con la inestabilidad del sistema financiero internacional, junto con la libertad cambiaria, provocaron una fuerte fuga de capitales, que fue la semilla que desestabilizó el sistema financiero nacional.

El mecanismo compensatorio que siguió en importancia fue la política selectiva de créditos, instrumentada a través de las instituciones de crédito nacionales y fideicomisos especiales, los cuales obtuvieron recursos del gobierno federal y de los bancos privados y mixtos. Por el lado de los bancos privados, el Banco de México utilizó instrumentos como redescuentos, reglamentación para la cobertura de los valores emitidos por instituciones de crédito, topes de crecimiento en la captación en ciertos instrumentos y convenios especiales que permitieron canalizar recursos hacia la producción mediante fideicomisos especiales. *Este conjunto de políticas, empero, no tuvo una importancia cuantitativa en el financiamiento de la inversión.*

Durante este periodo, el sector privado pudo financiar su crecimiento de manera estable, obteniendo suficientes recursos para financiar su inversión y apoyos estatales indirectos que subsidiaron a la actividad productiva privada, como la inversión en infraestructura que realizó el gobierno federal, y precios bajos en las mercancías producidas por las empresas públicas, que en ese periodo se concentraron en la electricidad, producción de bienes agropecuarios (que implicó bajos salarios), etc. Asimismo, existió estabilidad en el sistema financiero nacional e internacional que no distrajo ahorro interno del sector productivo, es decir, no hubo fugas de capital significativas; y, debe recordarse, que en dicho periodo el monto de recursos de la inversión privada no fue significativo, porque éstos centraron su actividad en la sustitución liviana de importaciones, que necesitó de proporcionalmente menos recursos. Los proyectos y las empresas que requirieron de proporcionalmente más capital (v.g., PEMEX, CFE, infraestructura, etc.) fueron ejecutados por el gobierno federal, o bien por la inversión extranjera directa, como fue el caso de la industria metalmeccánica.

Podemos finalizar diciendo que la base de la estabilidad financiera del periodo se debió al Sistema Bretton Woods y, especialmente, a los altos rendimientos que, en México, se otorgó al capital financiero, así como a los mecanismos compensatorios destinados a dirigir los créditos al sector productivo y recolectar el ahorro generado por éstos. La gran diferencia entre el sistema financiero (que se impuso en México durante el periodo) y otros países en desarrollo exitosos que, incluso, iniciaron posteriormente su industrialización (v.g., Corea del Sur) fue, por un lado, permitir que la captación de los recursos se hiciera por parte del sector bancario privado; y por el otro, imponer un régimen de libre convertibilidad de la moneda, que fue la semilla que desencadenó la destrucción del sistema financiero del modelo de sustitución de importaciones, cuando el Sistema Bretton Woods desapareció.

CONCLUSIONES

El análisis estadístico llevado a cabo muestra que el periodo 1960/71, en que se observa crecimiento con estabilidad, el financiamiento de la inversión utilizó fundamentalmente recursos propios de las empresas, tanto a nivel de los agentes privados como públicos, aunque estos últimos en menor medida.

No obstante lo anterior, además de las políticas estatales destinadas a generar ahorros (a través del gasto público en inversión, encajonamiento de créditos, creación de instituciones nacionales de créditos) existieron políticas para recolectarlos mediante el encaje legal.

Productos de los mecanismos compensatorios de este periodo y la estabilidad monetaria internacional, las utilidades generadas por la inversión se retuvieron en el país, y se canalizaron al sistema bancario, reponiéndose su fondo “revolvente”; y ni las empresas ni otros agentes se endeudaron considerablemente, lo cual evitó presiones inflacionarias y déficit fiscal.

La intermediación financiera se realizó principalmente en moneda nacional y, no obstante que imperaba la libertad cambiaria, no hubo fugas de capital, porque la tasa de interés se mantuvo competitiva respecto al exterior y la paridad del tipo de cambio se mantuvo inalterada.

A lo largo de este periodo los acuerdos del Sistema Bretton Woods garantizaron la estabilidad en los flujos de capital y suficientes préstamos externos, a precios bajos y plazos largos, que permitieron financiar las importaciones necesarias para el proceso de crecimiento. Consecuentemente, no se presentó crisis por pago de la deuda externa.

Debe llamarse la atención a que la particularidad del modelo de sustitución de importaciones mexicano, frente a similares experiencias en el sudeste asiático, fue la libre convertibilidad de la moneda, la ausencia de fuertes lazos entre el capital productivo y financiero (conglomerados financieros-productivos); y el hecho que el gasto público se fondeo mediante el encaje legal, con la singularidad, de que el Estado cedió a la banca privado y mixta la capitación del ahorro interno. Estas condiciones, amén de representar estabilidad durante la década de los sesenta, generaron la debilidad del sistema financiero que en el siguiente periodo dio lugar a la crisis de 1982.

CAPITULO VII

ALTO CRECIMIENTO E INESTABILIDAD FINANCIERA: 1972/82

En México, el periodo de 1972/82 fue el último de rápido crecimiento económico de este siglo y, al igual que la etapa anterior, se ubicó en el modelo de acumulación con sustitución de importaciones, que se distinguió por una amplia participación del Estado en la actividad económica, la cual fue marcadamente superior a la ocurrida en la década anterior, pero se caracterizó por ser altamente inestable, lo que se debió a factores externos e internos.

En el ámbito externo, el rompimiento del SBW amplió la oferta de los recursos privados internacionales de corto plazo y transformó el régimen cambiario de paridad fija a flotante lo que provocó fuertes variaciones de las tasas de interés externas. Este conjunto de factores debilitó al modelo de acumulación dominante en México (sustitución de importaciones); manifestándose a través de arranques y frenos en el crecimiento económico, incremento de las tasas de interés nominales nacionales que pasaron de 9% en 1972 a 55% en 1982 y aceleración de la inflación, que tornaron negativas a las tasas de interés reales; hubo una constante y creciente fuga de capitales que representó durante el periodo un acumulado de 1.8% con respecto al PIB; y ocurrieron dos macrodevaluaciones (1976 y 1982) que incrementaron tres veces la tasa de cambio (cuadro 1, AE).

Todos estos elementos (junto con el aumento en 1982 de las tasas de interés externas y la restricción de créditos internacionales) provocaron el estallamiento de la crisis de 1982, que terminó por sepultar al modelo de sustitución de importaciones.

En este periodo se conservaron los mecanismos compensatorios de la etapa anterior (ie., se mantuvo, aunque simplificó el encaje legal; aumentó el número bancos de desarrollo, así como su proporción respecto al total de créditos otorgados; se incrementó la participación estatal directa en la economía; y ocurrieron modificaciones institucionales en el sistema financiero que abarcaron la creación de la banca múltiple, el fomento a la conformación de grupos privados nacionales (G.P.N.), las reformas al mercado bursátil, la emisión de Certificados de la Tesorería (CETES), la internacionalización de la banca privada que fue expropiada, y finalmente la imposición, aunque por un brevísimo periodo, del control de cambios.

La participación estatal en la economía adquirió particularidades específicas en este periodo. En el ámbito de la inversión, su participación en el total se incrementó en casi diez puntos con respecto al periodo anterior y su tasa de crecimiento se duplicó, especialmente en el rubro de organismos descentralizados y empresas del gobierno federal, o sea, el Estado aumentó su intervención en la esfera empresarial (cuadro 2. A.E y gráfica V1.1.).

El incremento de la inversión pública respondió a la reducción de la tasa de crecimiento de la inversión privada, es decir, adoptó un carácter *contra cíclico*. En otras palabras, cuando el crecimiento económico empezó a mostrar signos de debilidad (reducidas tasas de crecimiento), el Estado ejerció un mayor gasto público y, particularmente, mayor inversión, para mantener la tasa de crecimiento del producto y, especialmente, del empleo. Debe resaltarse que la intervención estatal en la economía no respondió a una política de fortificación productiva en determinados sectores económicos que, posteriormente, pudiesen ser los motores de crecimiento y/o asegurar el financiamiento de las importaciones.

El gasto público estatal no garantizó un crecimiento autosostenible, diferenciándose con ello de los países del sudeste asiático, donde se intervino en determinados sectores para convertirlos en ejes del crecimiento y en los proveedores de divisas para financiar las importaciones.

Por el contrario, sostendremos, que durante estos años en México, la intervención estatal fue ineficiente y creó inestabilidad. Particularmente se implementó una política de subsidios al sector privado, a través de medidas tendientes a reducir sus costos⁷⁸ y a incrementar sus utilidades, sin garantizar la reinversión de dichos recursos en la producción, ni generar compromisos tendientes a aumentar la productividad, competitividad y eficiencia productiva; además, la protección al mercado interno fue ilimitada en el tiempo, y sólo incluyó productos finales y duraderos con mercados restringidos al poder de compra de las clases medias y altas.

⁷⁸ La reducción de los costos de producción privados se logró mediante cuantiosas obras de infraestructura y una política de subsidios, directa e indirecta, a los factores de la producción (precios bajos de insumos controlados por el Estado, tales como agua, gasolina, etc.. y reducción del costo de mano de obra a través de subsidios a los alimentos, educación, salud, etc...)

Para evaluar los cambios surgidos en este periodo expondremos dichas políticas y posteriormente analizaremos las fuentes de financiamiento de la inversión total, pública y privada, así como la estructura de captación del sistema financiero.

1. Reformas institucionales

Entre las políticas más importantes destinadas a crear un proceso de fondeo de la inversión se encuentran la promoción al mercado de valores el impulso a los grupos privados nacionales (G.P.N.) y hacia los grupos financieros.

En 1975 se inició la promoción del mercado de valores mediante la promulgación de la Ley del Mercado de Valores que otorgó al mercado bursátil su propio marco jurídico⁷⁹.

De manera particular, en 1976 (después de la primera devaluación del periodo), el mercado de valores empezó a tener un crecimiento significativo, a través del cual se buscó implantar y desarrollar una política de financiamiento directo a la inversión, por lo que se promovieron una serie de medidas de fomento al mercado bursátil, incluyendo estímulos y exenciones fiscales⁸⁰, destacándose los créditos bancarios en apoyo al mercado de valores que, efectivamente, consiguieron en 1978 un fuerte crecimiento de la actividad bursátil⁸¹.

Sin embargo, la agilización del mercado bursátil no se apoyó en la emisión de nuevas acciones; por el contrario, se basó en movimientos especulativos del mercado secundario, y la emisión de nuevas acciones coincidió con el primer desplome bursátil que provocó una fuerte incertidumbre sobre la efectividad de esta fuente como generadora de recursos para la inversión.

⁷⁹ Entre las principales modificaciones se consideran las siguientes. En 1975 el mercado de valores dejó de ser una institución auxiliar de crédito y de estar regulada como tal, y se fusionaron las bolsas de valores de México, Guadalajara y Monterrey en un organismo de carácter nacional denominado Bolsa Mexicana de Valores. En abril de 1978 se creó el Instituto de Depósito de Valores (IDV) que funciona como depositario de valores bursátiles.

⁸⁰ Entre las políticas para estimular a al mercado bursátil se encuentran:

a) Cajones para estimular la inversión en acciones de los departamentos de ahorro que en 1976 fueron de 4.2% para los valores bursátiles y de 2.1% para financiar a las bolsa de valores
b) Se aprobaron medidas como exenciones fiscales de ganancias de capital de operaciones bursátiles; autorización para la *mexicanización* de las empresas de capital extranjero mayoritario a través de la Bolsa de Valores (mayores referencias, Cardero y Quijano en Quijano coord. 1983:233)

⁸¹ Cardero y Quijano reportan que en 1978 los pesos transados en la bolsa de valores mostraron una tasa de crecimiento de 424% con respecto al año anterior y la euforia alcanzó a emisores, casas de bolsa y público en general (Mayores referencias Quijano y Cardero en Quijano, 1983: 233).

El fracaso de estas políticas era previsible y sus causas fueron diversas. Primero, se debe enunciar la no realización de las reformas fiscales, lo cual actuó como una limitante, desde el periodo pasado, al mercado de valores⁸². Segundo, Cardero y Quijano añaden que se debió a la recesión mundial en un contexto de fuerte movilidad de capitales privados internacionales. Tercero, hubo una débil supervisión de las autoridades fiscales para que los estímulos otorgados fueran efectivamente utilizados en la promoción del mercado primario de acciones. Así, las políticas de exenciones y subsidios fueron desviadas de su propósito inicial, que fue ampliar el fondeo para la inversión productiva, aprovechándose de ello el sector bancario para desarrollar movimientos especulativos, con el único fin de ampliar sus ganancias. Al respecto estos autores apuntan:

“Las acciones empezaron a rotar a intensa velocidad al amparo del crédito que las instituciones financieras proporcionaron. Si bien la intención del gobierno parece haber sido promover una opción de financiamiento directa para las unidades productivas, éstas no utilizaron a la bolsa con ese propósito” (Cardero y Quijano, 1983:236).

En suma, el fracaso fue inevitable, debido a que no se logró imponer un mercado de capitales “robusto”⁸³. Específicamente, faltaron medidas tendientes a incrementar la ampliación del número de usuarios del mercado de valores, tanto a niveles de oferentes como de demandantes, para evitar que un grupo pequeño especulara con los precios de las acciones; y tampoco hubo políticas de fomento al mercado primario mediante el impulso a emisiones de acciones nuevas, mediante reformas impositivas y políticas institucionales destinadas a respaldar dichos instrumentos, especialmente si proviniesen de pequeñas empresas. Por tanto, la estructura del fondeo, en este periodo, siguió basándose en el mercado de créditos, característica que se compartió con el periodo pasado.

Una segunda política impulsada por el Estado, en esos años, fue la promoción grupos privados nacionales, que tuvo como objetivo crear grandes consorcios productivos y ligar la estructura productiva con la bancaria, para lo cual se emitieron, en 1973, leyes de promoción a la inversión mexicana y se reguló la inversión extranjera directa; y en 1975

⁸² Recordemos que en el capítulo anterior se sostuvo que las empresas preferían mantenerse “cerradas” para no declarar impuestos.

⁸³ La definición de la funcionalidad del mercado de capitales se discutió en el capítulo IV, apartado 1.

se normó la transferencia tecnológica. En este contexto se empezaron a difundir los *holdings*, para los cuales se establecieron estímulos, ayudas y facilidades⁸⁴.

Los principales apoyos se centraron en reducciones impositivas, por periodos entre cinco y diez años; posteriormente se instrumentaron los Certificados de Promoción Fiscal (CEPROFI) -créditos fiscales que podían ser descontados de los impuestos-; y, en 1981, se introdujeron nuevas disposiciones que eximieron a los G.P.N. de pagar impuestos sobre sus dividendos, siempre y cuando fueran reinvertidos (ver Jacobs 1982:29).

A pesar del aumento de los *holdings*⁸⁵, no creció de manera sustancial la inversión privada durante el periodo; además, estudios específicos sobre los G.P.N. indican que no toda su ampliación se hizo con base en gastos de inversión. Algunos grupos como VISA, ALFA y VITRO se expandieron mediante adquisiciones.

Las razones del fracaso de esta política fueron diversas, entre las cuales se debe destacar las relaciones de las grandes empresas con la banca, que fueron sumamente desiguales, y no hubo un marco institucional que las rigiera⁸⁶.

En consecuencia, los G.P.N., en el plano financiero, no lograron articular una relación estable entre la banca y la industria, a la manera que lo hicieron los países que desarrollaron el fondeo en el mercado de créditos (Alemania, Francia, Japón, Corea, etc.). Jacobs (1982:30), teniendo como referencia un estudio empírico sobre la evolución de los G.P.N., sostiene:

“el crecimiento industrial y la actividad bancaria local no parecen estar articulados, en el sentido que la actividad bancaria sería considerada como un negocio rentable más. Esta apreciación tentativa se basa en el hecho de que no pudimos encontrar diferencias importantes en las formas de financiamiento entre los grupos con banco y los que no lo

⁸⁴ De acuerdo con Jacobs (1982), el grueso de las medidas de aliento a los Grupos Privados Nacionales se encontró bajo dos leyes ya existentes, que fueron: a) la ley que declara de utilidad nacional el establecimiento y ampliación de empresas y, b) el decreto que establece los estímulos, ayudas y facilidades que se otorgaban a las empresas industriales para propiciar la descentralización industrial y el desarrollo regional.

⁸⁵ En 1979 existían 39 *holdings* entre las 500 mayores empresas y en 1980 aumentaron a 90. (Jacobs 1982:29)

⁸⁶ Tello (1984) encontró tres modalidades de actuación. Unas empresas crearon sus propios bancos (SERFIN, COMERMEX y BANPAÍS) y operaron como un todo estructurado; un segundo tipo de relación se caracterizó por ser menos formal y estrecho, y aunque no hubo una empresa *holding* existió un grupo que operó con bastante unidad (ATLÁNTICO y CREMI); y, finalmente, existió una práctica donde la banca compró mediante adquisición de un porcentaje de capital social un grupo de empresas, y en este tipo de relación los intereses bancarios predominaron sobre los demás (BANCOMER Y BANAMEX).

tienen y a su vez, entre el comportamiento financiero de los G.P.N. y el conjunto de la industria”

Es más, estos grupos realizaron el fondeo de su inversión con base en créditos externos, al igual que las empresas estatales y los organismos descentralizados, lo cual provocó que las devaluaciones de 1982 debilitaran fuertemente su posición, y debieron ser rescatados en 1983 por el Fideicomiso de Riesgo Cambiario (FICORCA). La tercera y última política estatal relevante a considerar fue el impulso a los grupos financieros⁸⁷ mediante su introducción a la legislación bancaria, con el fin de facilitar la creación de lazos entre las instituciones del mercado de dinero y de capitales (bancos de depósitos, hipotecarios, financieras, compañías de seguros, etc) hasta la creación de la banca múltiple⁸⁸, generando con ello una reforma a la legislación bancaria en 1974 y que entró en vigor el 18 de marzo de 1976. Este cambio institucional respondió a los cambios del orden monetario mundial que se encaminaba a imponer un sistema financiero globalizado. Esta política fue más eficiente que las demás. En 1978 empezaron a predominar los bancos múltiples y a desaparecer la banca especializada. Debemos recordar que la banca múltiple tuvo sus orígenes en el sistema financiero alemán, aunque el modelo impuesto en México (y, en general, en todos los países) distó mucho del original, porque se aglutinó a todas las funciones de la banca especializada (de depósitos, de inversión, etc) y todos los sectores (hipotecarios, industriales, comerciales, agrícola, etc..) sin diferenciar la reglamentación de requisitos de protección entre créditos de corto y largo plazo⁸⁹. El objetivo de la banca múltiple fue ofrecer créditos con diversos plazos que estuvieran protegidos con la captación de recursos del público, también con distintos plazos, para así restituir el fondo “revolvente” y reducir la inestabilidad inherente al crecimiento económico. Esta política, a diferencia de las anterio-

⁸⁷ Los grupos financieros se definieron como “asociaciones, una veces formal y otras solo informal, de instituciones de crédito de igual o diferente naturaleza”, y su legislación tuvo como objetivo imponer “la obligación de seguir una política financiera coordinada y de establecer un sistema de garantías recíproca en caso de pérdida de sus capitales pagados” FINASA “La Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares,” citado en Tello 1984:30.

⁸⁸ Se definió a la banca múltiple como “personas morales que de acuerdo con su concesión puedan realizar todas las operaciones crediticias, o sea, las de depósito, financieras, hipotecarias, de ahorro y fiduciarias, así como los servicios bancarios complementarios y operar con todo tipo de inversiones y plazos”, en FINASA, citada en Tello 1984:31.

⁸⁹ Una de las medidas para promover la creación de la banca múltiple fue imponer una sola tasa de encaje legal, desapareciendo la diferencia de encaje entre los instrumentos y las regiones, y la absoluta con la marginal.

res, logró efectivamente modificar el sistema financiero mexicano, y nos resta determinar si tuvo la eficacia esperada: ampliar el financiamiento hacia la inversión con bases estables, o sea, generar instrumentos de fondeo. Por consiguiente, este último elemento será central en el análisis empírico, porque tuvo la intención de acuerdo a Bazdresch, Petricciolli etc., de asegurar un financiamiento de mayor plazo a la industria y una captación más eficiente y diversificada de los recursos generados por la actividad productiva.

2. Fuentes de financiamiento

A nivel general podemos sostener que se mantuvieron las características del sistema financiero del periodo anterior, o sea, imperó el mercado de créditos con los correspondientes mecanismos compensatorios y se mantuvo la predominancia de los recursos internos en el financiamiento de la inversión, no obstante las reformas institucionales anteriormente comentadas.

2.1 Financiamiento de la inversión total

A pesar de que se mantuvieron los mecanismos de financiamiento del periodo anterior, existieron fuertes vaivenes en cuanto al orden de magnitudes de las variables que intervinieron en el financiamiento de la inversión. No obstante, que las fuentes internas de financiamiento fueron las de mayor magnitud en relación con la FBKF, la participación de las fuentes de financiamiento externas a la empresa aumentaron considerablemente, duplicándose los créditos y el financiamiento externo y se triplicó el monto de los valores (cuadro 3, A.E.). Si analizamos las tasas de crecimiento medias anuales de las anteriores variables nos percatamos que, por orden ascendente, tuvieron mayor crecimiento: los flujos de valores (33%), los flujos de crédito (26%), el saldo de la cuenta de capitales (21%); el consumo de capital fijo (7%) y el excedente neto de operaciones (5.2%) -cuadro 3.1, A.E..

Con base en lo anterior debe resaltarse que estos años, en comparación con todo el periodo, las fuentes internas de financiamiento de la empresa se caracterizaron por tener una reducción significativa con respecto a la inversión (ver gráfica VI.2), lo cual indicaría que tendrían una mayor importancia las fuentes externas de financiamiento a la empresa, especialmente los créditos bancarios nacionales. Lo anterior no implica que el excedente

neto de explotación dejara de ocupar su primer lugar en las fuentes de financiamiento de la inversión.

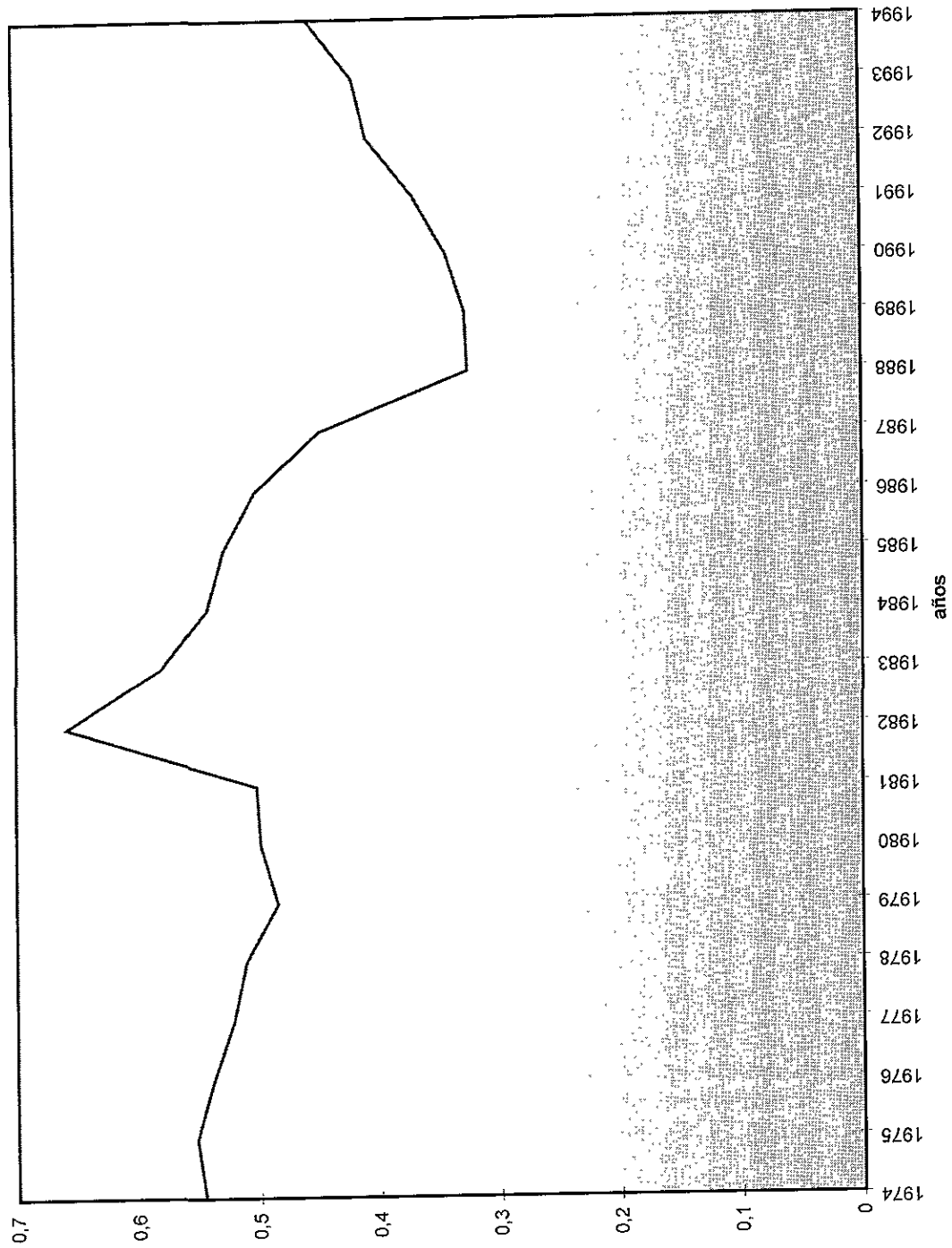
Los rasgos generales de esta fuente de financiamiento, durante el periodo, fueron: a) crecimiento acelerado de los créditos públicos, aumentando considerablemente la participación de éstos en el crédito total (paso de 12% a 54% entre los periodos 1961/71 y 1972/82, cuadro 4.1, A.E.), llegando a representar casi la mitad de los créditos otorgados -cuadro 4, A.E.; aumentó la proporción de créditos de corto plazo (los créditos menores a 180 días en 1961/71 tuvieron una participación de 24% y entre 1972/78⁹⁰ lograron el 35%, (cuadro 4.2, A.E.) y los bancos de desarrollo fueron las instituciones que otorgaron la mayor parte de los créditos, reduciéndose la participación de la banca privada y mixta en alrededor de 20 puntos -cuadro 4.3, A.E. Entonces, la etapa de mayor crecimiento económico en México, desde la posguerra, estuvo asociada con un aumento en los créditos, concentrados en el corto plazo, con un crecimiento en la demanda de los créditos gubernamentales y mayor disposición de éstos por parte de las propias instituciones financieras estatales. De manera general, el aumento de la participación de los créditos se confirma con el análisis del comportamiento de la tasa de apalancamiento de las mayores empresas de la economía -ver gráfica VII-1. Nótese que el mayor volumen de este coeficiente efectivamente ocurrió entre 1979/82, que es cuando el crecimiento económico tuvo su fase más acelerada del periodo, lo cual podría explicarse por el boom petrolero y la vigorosa intervención estatal en la economía.

Con respecto a la emisión de valores, ésta se debe fundamentalmente a la colocación de la deuda interna, que hasta 1977 se hacen en las instituciones bancarias y posteriormente aparecen los títulos de renta fija que pueden ser adquiridos por el público (v.g., CETES, PETROBONOS, etc.), lo cual será en el próximo periodo, uno de los factores fundamentales en la desregulación financiera. Finalmente, podemos señalar que el financiamiento externo siguió dominado por el endeudamiento público y se redujo la participación de la inversión extranjera directa. Cabe mencionar que la banca privada pudo reducir su participación en la emisión de créditos totales, sin sufrir pérdidas, porque recibieron crecientes

⁹⁰ Únicamente se conoce hasta 1978 la estructura crediticia por plazos. Con posterioridad a esa fecha no se dispone de esta información.

GRAFICA VII.1

Comportamiento de la tasa de Apalancamiento de las empresas más grandes



rendimientos a cambio del encaje legal. Resumiendo, en el periodo de mayor crecimiento económico del modelo de sustitución de importaciones aumentó la participación de las variables que conforman el financiamiento externo a la empresa, especialmente los valores y los créditos, que se caracterizaron por ser de corto plazo y públicos, las cuales fueron una de las fuentes de explicación de la de inestabilidad financiera.

2.2. Financiamiento de las empresas públicas

Recuérdese que durante estos años la intervención gubernamental en la economía alcanzó su mayor participación. En términos de inversión, la pública logró su participación más alta en la total, destacándose el dinamismo en la porción de las empresas del gobierno federal y de los organismos descentralizados, que tuvo una tasa crecimiento media anual que triplicó la FBKF total (cuadro 2, A.E.). La estructura de financiamiento de las empresas públicas se modificó, reduciéndose casi a la mitad la participación de los ingresos propios y triplicándose la participación del financiamiento externo a la empresa, específicamente el internacional, lo cual explica el aumento de las deudas públicas (corto y largo plazo) en el saldo de la cuenta de capitales (cuadro 7, A.E.). No obstante el incremento de los créditos públicos y la emisión de valores gubernamentales con respecto a la inversión total, el financiamiento bancario nacional y de valores con relación a la inversión en empresas públicas, se mantuvo relativamente constante, pasando de 14 a 16% entre ambos periodos (cuadro 7, A.E.). A partir de lo anterior se puede suponer nuevamente que dichos recursos fueron utilizados para financiar el gasto público. Resumiendo, a nivel de los agentes públicos que intervienen en la producción, se repite el fenómeno descrito para la inversión total: reducción en la participación de los ingresos propios en el financiamiento de la inversión y aumento de los créditos, con la particularidad que en este caso adquieren preponderancia los externos a la economía.

2.3 Financiamiento privado: las empresas y los agentes privados.

El análisis de la relación entre las fuentes de financiamiento y la inversión privada se debe realizar en dos etapas. Una que comprende los años 1972/77 y otra que abarca 1978/82, debido a que las estadísticas nacionales, en este periodo, modificaron su presentación. Particularmente, a partir de 1978 podemos conocer el monto de créditos privados y se dejó de publicar las estadísticas relativas a las empresas. También debe señalarse que no es

posible descomponer, a nivel privado y público, el consumo de capital fijo ni el excedente neto de operación. Consecuentemente, cuando se analiza la inversión privada omitimos el análisis de las fuentes internas. A nivel del total de las empresas, entre 1972/77, encontramos que sube la participación de los créditos y el financiamiento externo con respecto a la FBKF de las empresas con relación al periodo anterior (cuadro 8, A.E.). Entre 1978/82, la relación entre fuentes de financiamiento externas a la empresa e inversión privada muestra que los créditos ostentan el primer lugar, seguidos por el financiamiento externo en un alejado segundo lugar, y los valores tienen una relación insignificante (cuadro 9, A.E.). A partir de lo señalado se deben destacar tres elementos. Primero, la principal fuente de financiamiento de las empresas, tanto en el ámbito público como privado, es el financiamiento interno, aunque mostró un importante declive (gráfica VI.2); sigue en importancia, los créditos, y en último término se encuentra el financiamiento externo; los valores prácticamente no inciden como fuente de financiamiento de la inversión productiva. Segundo, a medida que aumenta la tasa de crecimiento de la inversión, incrementa la oferta de créditos internos y el financiamiento externo a la economía, el cual es captado fundamentalmente por la inversión pública. Tercero, la estructura financiera es altamente vulnerable, dado que los créditos son principalmente de corto plazo y la economía se caracteriza por tener importantes fugas de capital (cuadro 1, y 1.1, A.E.).

3. Captación de recursos

En este apartado, nos interesa examinar cómo se realizó la captación de los recursos por las distintas instituciones bancarias, para determinar si el sistema fue estable o no, es decir, si se restituyó el fondo “revolvente”.

Estos años se asemejaron al periodo anterior por el mantenimiento de la libre convertibilidad de la moneda mexicana -que únicamente se interrumpió por algunos meses en 1982- y se diferenció por la generación de la inestabilidad financiera y cambiaria, provocado por el rompimiento del SBW. Los factores que destacaron en este periodo fueron: a) el surgimiento de la banca múltiple, que se generó a partir de la conformación de grupos financieros; b) el aumento de la especulación del mercado internacional, que elevó las tasas de interés, la inflación, y modificó el régimen de la tasa de cambio, de fijo a flotante, en los países desarrollados; c) la internacionalización de la banca privada; d) el aumento de la li-

quidez mundial; y d) el aumento del riesgo cambiario, que generó desintermediación financiera y fuga de capitales.

Particularmente, las transformaciones del mercado internacional en el contexto de agotamiento del modelo de acumulación a nivel nacional y ausencia de políticas de fondeo a la inversión, engendraron en la economía nacional, un fuerte riesgo cambiario, que provocó una aguda desintermediación financiera y un fuerte endeudamiento externo. El gobierno intentó contener la inestabilidad del sistema financiero nacional con revisiones semanales de la tasa de interés con el fin (no logrado) de impedir la salida de capitales.

Sostendremos que, dadas las condiciones de inestabilidad financiera externa y la percepción del sector privado sobre el agotamiento del modelo de acumulación dominante, se modificó la estructura y plazos de captación, provocando un aumento en la vulnerabilidad del sistema financiero, que fue la otra fuente de explicación de la crisis de 1982.

3.1 Estructura del sistema bancario

Recordemos que a partir de 1977 dominó la banca múltiple en la estructura bancaria. Es decir, un solo tipo de banca aceptó depósitos de distintos tipos y plazos, a los cuales se les aplicó una sola tasa de encaje legal y reservas. La proliferación de la banca múltiple generó un agudo proceso de oligopolización al interior de la estructura bancaria, que dominó el mercado financiero, y con base en ello reforzó su carácter dominante, e impuso sus condiciones en la valorización de capital.

Específicamente, a partir de la imposición de la banca múltiple se redujo el número de instituciones en manos del sector privado⁹¹, generándose una oligopolización⁹² en la estructura bancaria que, incluso, fue superior a las normas internacionales⁹³.

Esto es relevante porque aumentó el poder de estas instituciones para negociar los términos de la política de encaje legal que presuponía, por un lado, la tasa de rendimiento que debía pagar el Estado a estas instituciones y, por otro, las condiciones de captación de los recursos generados por el crecimiento, que debían restituir su fondo “revolvente”.

⁹¹ En 1972 existían 241 bancos privados, en 1977, 198; y en 1982 se redujo a 58 instituciones, de los cuales 34 fueron instituciones de banca múltiple.

⁹² Mayores referencias sobre el tema en Gonzáles, Méndez, H., “Economías de escala y concentración bancaria. el caso de México” en Revista MONETARIA, N°4.

⁹³ Tello (1984:32-33) apuntó que, para 1980, en México, los cinco bancos más grandes tenían cerca del 75% del total de los activos de la banca del país, en Brasil el 62%, en Francia el 69%, y en Estados Unidos el 52%.

En segundo término se debe señalar que cambió la estructura del sector bursátil (a través de la cual adquirió su autonomía de acción). Se dinamizó con el propósito de crear una opción alternativa de fondeo, la cual, sin embargo, cedió su espacio a la especulación del sector bancario, que hizo rotar las acciones con créditos bancarios subsidiados, generando únicamente beneficios para los banqueros y provocó el crac bursátil de 1978. En consecuencia, esta estructura no se consolidó como una opción alternativa de captación de ahorros y fondeo de la inversión. Por el contrario, estas instituciones se ligaron a la banca múltiple⁹⁴ y fueron dominados por los intereses de ésta, generando una fuerte especulación que tuvo como resultado el crac bursátil de 1978. Finalmente, en este contexto se debe entender los primeros pasos de la internacionalización de la banca privada (1974), permitiéndole abrir sucursales en el exterior, para invertir en valores del mercado financiero internacional y captar parte de los capitales fugados por mexicanos al exterior, así como del trato preferencial que gozaron. En palabras de Tello (1984:32):

“con frecuencia se daba el caso que un banco de gobierno obtenía un préstamo del exterior en el que participaban bancos privados mexicanos. Los recursos así obtenidos por el banco gubernamental -que implicaban una obligación en moneda extranjera frente a un banco privado mexicano que había originalmente utilizado pesos para comprar dólares en el Banco de México y así participar en la operación crediticia- iban a dar eventualmente a la banca privada que se beneficiaba por partida triple: el interés del préstamo en moneda extranjera; las posibilidades para una mayor actividad que el aumento de depósitos permitía y, finalmente, el beneficio de tener un préstamo en dólares financiado con pesos. Y todo sin un riesgo”.

Resumiendo, la oligopolización del sector bancario permitió obtener mayores rendimientos de la actividad bancaria con menores riesgos.

3.2 Captación de Recursos: aumento de moneda extranjera

Un aspecto novedoso del sistema bancario fue la nueva forma de operar, aumentando las obligaciones en moneda extranjera, y particularmente a nivel de la banca de desarrollo; la banca privada y mixta mantuvo su liderazgo en la captación, especialmente en moneda nacional, (ver cuadro VII.1.).

⁹⁴ Al respecto, Tello (1984) presentó un cuadro donde relaciona la actividad de la banca privada y mixta con los almacenes generales de depósitos, operaciones fiduciarias, arrendadoras, aseguradoras, casas de bolsa, operaciones financieras y otras instituciones de crédito, a través de lo cual demostró, mediante el porcentaje de acciones que tienen la banca en estas instituciones, su alto grado de integración. Esta información se encuentra en Tello, cuadro 3, pag. 35.

CUADRO VII.1
PARTICIPACIÓN DE LOS PASIVOS POR BANCOS Y MONEDA
(en %, flujos con base en precios constantes 1980=100)

	1961/71	1972/78	1978/82
Obligaciones Totales*	100	100	100
Moneda Nacional	88	67	64
Moneda Extranjera	12	32	36
Banca Comercial	61	39	43
Moneda Nacional	59	31	30
Moneda Extranjera	1	8	13
Banca de Desarrollo	27	33	31
Moneda nacional	17	9	10
Moneda Extranjera	11	23	21

* No incluye el Banco de México lo cual implica que a nivel de instituciones las obligaciones no sumen 100

Fuente: Cuadro 11.1 y 11.2 AE

Las implicaciones de este orden financiero, para la banca comercial, fueron retener una posición de fuerza ante el Estado, expresándose en: 1) exigir altos rendimientos por fondear el gasto público, 2) anular las reformas destinados a promover de manera efectiva el mercado de valores. Mientras, a la banca de desarrollo le tocó asumir los riesgos de las variaciones del tipo de cambio al concentrar sus obligaciones en moneda extranjera.

3.3 Liquidez de los recursos: predominan instrumentos de corto plazo

Producto de la dolarización y la incertidumbre, a lo largo de estos años aumentó la liquidez de la economía, predominando los instrumentos de corto plazo.

De manera particular desaparecieron los bonos financieros de largo plazo, como son los certificados financieros superiores a dos años y los depósitos fijos de once y doce años.

A nivel de instituciones bancarias, la banca privada y mixta tuvo el mayor volumen de pasivos (39% y 43%, entre 1972/78 y 1978/82, respectivamente (ver cuadro 11.1 y 11.2, A.E.), aunque se redujeron drásticamente con respecto a 1961/71.

A nivel de los instrumentos bancarios, durante 1972/82, los billetes, monedas y cuenta de cheques representaron 32% de los agregados monetarios, logrando con ello la mayor participación a lo largo de todo el periodo y los instrumentos bancarios nacionales líquidos explicaron el 58% del total de los agregados monetarios. Los instrumentos no ban-

carios, que aparecieron en 1978, ocuparon un 5%; y los instrumentos financieros a largo plazo ocuparon sólo un 5 % (ver cuadro 10, A.E.).

Si se analiza la liquidez del sistema financiero a través de los pasivos de la banca, entre 1978/82 -periodo de mayor crecimiento económico-, encontramos que los instrumentos líquidos y los de plazo menor a un año representaron 17% y 59%, respectivamente (ver cuadro 12, A.E.). O sea, mientras aumentaba la cantidad de créditos, se mantenía reducido el plazo de las obligaciones bancarias, lo que debilitó la estructura bancaria, impidiendo reconstituir su fondo "revolvente".

Si se analiza más de cerca la liquidez bancaria por instituciones crediticias y por instrumentos de acuerdo a su vencimiento (ver cuadro VII.2) es posible observar que entre 1978/82 fue aumentando la liquidez de los instrumentos financieros, teniendo en 1982 los instrumentos con vencimiento menor a un año una participación de 98% con respecto al total.

CUADRO VII.2
INSTRUMENTOS NO LÍQUIDOS
(flujos con base en precios constantes al productor, 1980=100)
(%)

	1978	1979	1980	1981	1982
Sist. Bancario Consolidado					
Instrumentos no líquidos	100	100	100	100	100
menos de un año	-48	74	79	101	98
un año	148	26	-36	2	1
más de un año	--	--	57	-4	1
Banca Nacional					
Instrumentos no líquidos	10	8	17	10	9
menos de un año	-5	5	7	9	2
un año	15	-3	-3	2	--
más de un año	--	--	14	-1	
Banca Comercial					
Instrumentos no líquidos	90	92	83	90	91
menos de un año	-43	69	72	92	89
un año	133	23	-33	1	1
más de un año	--	--	--	--	--

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, "Indicadores Monetarios", varios años.

La combinación de alta liquidez con altos montos de créditos estaba destinada a generar una fuerte crisis financiera, tal cual sucedió en 1982, debido a que el ahorro generado por el crecimiento se depositaba en plazos muy cortos.

Entonces, desde el punto de vista de la captación, una primera aproximación para explicar la inestabilidad del sistema financiero es que la banca múltiple no captó recursos de largo plazo para fondear sus créditos, y los fondos destinados al gobierno -encaje legal-, lo que constituyó una presión para la política monetaria. En segundo lugar, la banca de desarrollo, no obstante haber prestado la mitad de los créditos totales, apenas incrementó su captación en 3 puntos.

Otro asunto a resaltar es que, mediante estos arreglos institucionales de préstamos y captación de recursos, la banca nacional asumió todos los riesgos inherentes a la actividad bancaria, que son prestar al sector productivo y tomar prestado en moneda extranjera a tasas de interés flotantes; y la banca privada se limitó a comprar las emisiones de bonos gubernamentales y captar recursos del público.

4. Ruptura del sistema financiero

Las devaluaciones (1976 y 1982), el aumento de la liquidez de los instrumentos financieros nacionales, la dolarización de la captación financiera, la imposibilidad del gobierno mexicano en afrontar el pago de la deuda externa, fueron las expresiones de la fuerte inestabilidad que desencadenó la ruptura del sistema financiero nacional en 1982. Las causas de esta inestabilidad fueron diversas.

A nivel general podemos sostener que el desorden financiero nacional fue producto -entre otras causas- de la libre convertibilidad de la moneda, que en un ambiente de fuerte movilidad del capital e incertidumbre, bloqueó el tradicional mecanismo de fondeo del gasto público, lo cual fue especialmente nocivo en un contexto de crecimiento del crédito.

El Estado siguió con el esquema de fondeo utilizado en la década anterior, financiándose mediante la emisión de bonos gubernamentales, que debían ser comprados por la banca privada, para lo cual aumentó y desreguló la tasa de encaje legal, e impuso tasas marginales; tornándose inestable por el aumento de la liquidez de los instrumentos financieros y las fugas de los ahorros al exterior.

Específicamente, el sector privado bancario presionó por mayores tasas de interés, generó instrumentos de ahorro con menores plazos, lo cual provocó una desintermediación financiera, que el Estado intentó neutralizar mediante la creación de instrumentos de ahorro atados al movimiento del precio de las divisas (v.g., cuenta de cheque en dólares).

Así apareció el círculo vicioso que fue desde mayor gasto público hacia mayores tasas de interés y de inflación, menor plazo en la captación, mayor dolarización de la economía, endeudamiento externo que generó el riesgo cambiario. La primera expresión del fracaso de este círculo se manifestó en 1976, a través de la devaluación del peso y, posteriormente, en la crisis de 1982.

Debe resaltarse que esta política financiera no implicó mayores riesgos para el sector privado, porque el sector productivo fue subsidiado (de manera directa a través de menores precios de los bienes públicos, bajos impuestos y exenciones fiscales, y mayor protección al mercado interno) y al sector bancario se le aseguró sus rendimientos mediante los altos rendimientos al encaje legal.

Específicamente, el gobierno, a cambio de elevar las tasas de encaje legal absolutas y marginales, permitió: la aparición de instrumentos de ahorro en moneda extranjera que ligaron su rendimiento al mercado eurodólar, endeudándose en moneda extranjera, a pesar de que las divisas no ingresaron al país; accedió a la internacionalización del sector bancario privado -apertura de sucursales en el exterior- con la perspectiva de negociar valores en el mercado financiero internacional y captar los recursos que se fugaron al exterior.

En consecuencia, no obstante el Estado generó ahorros, mediante el gasto público en inversión, su reciclamiento al sector financiero fue deficiente, debido a que por un lado, el multiplicador tuvo fuertes fugas (salida de capital al exterior, incremento de bienes suntuarios, etc) y, por otro, se redujeron los plazos de la captación bancaria y se dolarizaron, provocando riesgo cambiario que generó la devaluación de 1982.

Un segundo elemento a considerar es el desorden del sistema monetario mundial que, a lo largo de los setenta, prestó abundantes recursos, revirtiéndose en 1982 con la reducción del volumen del crédito a altas tasas de interés. Así fue como los bancos nacionales, las empresas estatales y organismos desincorporados y los Grupos Privados Nacionales entraron en insolvencia.

Específicamente, el rompimiento del Sistema Bretton Woods aumentó de manera riesgosa los flujos de capital especulativo, lo cual ha permanecido como una constante en las sucesivas crisis, sin que el sistema financiero nacional haya logrado neutralizar sus efectos.

Esto es particularmente relevante porque entre 1978/81 tuvo lugar el auge petrolero, que permitió a México obtener cuantiosos recursos externos que no estuvieron atados a ninguna condición; los cuales, sin embargo, no se destinaron mayoritariamente al fondeo de la inversión ni redujeron el endeudamiento externo del país. Por el contrario, esta gran disponibilidad de divisas fomentó la especulación financiera y agrandó las fugas del multiplicador del ingreso, provocando crecientes déficits en la cuenta comercial y de capitales.

Un último elemento fue la intervención estatal masiva que no priorizó por sectores, con una política de precios subsidiado que generó un déficit fiscal creciente y externo.

CONCLUSIONES

Durante el periodo 1972/82 se mantuvieron los mecanismos clásicos de financiamiento del periodo de sustitución de importaciones, incrementándose el fondeo a través de créditos externos.

El sector gubernamental utilizó dos vías para fondearse. El gasto público fue fondeado a través del encaje legal y la inversión en las empresas públicas mediante los créditos externos. El sector privado empleó como fuente de financiamiento a los recursos internos de la empresa, aunque éstos mostraron una tendencia a disminuir durante el periodo. Los G.P.N., aumentaron su tasa de apalancamiento, sin lograr una articulación funcional con las instituciones financieras nacionales, lo cual incrementó la participación de los créditos internacionales en su endeudamiento, explicado por las diferenciales de tasas de interés.

Durante este periodo el Estado continuó asumiendo las funciones de intervenir directamente y de manera creciente en la producción y financiar al sector empresarial, con la particularidad que incrementó la participación de los créditos externos en el fondeo, lo cual implicó asumir dos riesgos. El primero se ubicó dentro del sector productivo. El acelerado crecimiento de la inversión pública (v.g., infraestructura y empresas estatales) irremediablemente enfrentaría problemas por su política de precios subsidiados y la baja recaudación

fiscal, lo cual provocó mayor endeudamiento fiscal y externo con el consecuente riesgo cambiario. Y el segundo, radicó en asumir directamente los riesgos por los préstamos externos, que se caracterizaron por tener tasas de interés fluctuantes y ser de corto plazo.

Por su parte, la banca múltiple, con relación al periodo anterior, redujo proporcionalmente la emisión de sus créditos y los plazos de éstos, aunque incrementó su participación en la captación financiera, que se concentró en instrumentos de corto plazo. No obstante lo anterior, retuvo la función de fondear el gasto gubernamental, al conservar la tarea de captar el ahorro nacional, por lo cual exigió mayores tasas de rendimiento por el encaje legal y crecientes espacios que se tradujeron en el inicio de la apertura financiera y en la oligopolización del sector bancario, lo cual le permitió integrarse con los otros segmentos del mercado financiero y productivo en situaciones ventajosas.

A pesar de todos los estímulos dirigidos al sector privado, el Estado no logró realizar una reforma impositiva que redujera el déficit público, ni pudo frenar la fuga de capitales y la desintermediación financiera. Por el contrario, se generó un círculo vicioso de altas tasas de interés, inflación, riesgo cambiario y devaluaciones.

Es decir, no obstante el Estado generó mayores ahorros, mediante el incremento del gasto público, hubo inestabilidad financiera porque, por un lado, crecieron las fugas del multiplicador del ingreso (se aceleró la salida de capital, incrementó el gasto en bienes improductivos) y, por otro, subieron los rendimientos del encaje legal provocando un incremento en el costo del fondeo que se tradujo en una presión al déficit público, el cual fue acompañado de un creciente déficit externo, tornando inviables las condiciones macroeconómicas de crecimiento.

El mercado monetario internacional tuvo un papel central en la explicación de la inestabilidad financiera del periodo. Redujo los plazos de sus créditos e incrementó los rendimientos a sus instrumentos de captación, lo cual atrajo los recursos financieros de los países en desarrollo. En consecuencia, el mayor endeudamiento externo estatal, que generó un mayor ahorro interno, no se recicló al sector financiero y fue acompañado de fugas de capital junto con una desintermediación financiera que evidenció a través de alta liquidez en los instrumentos de depósitos y la dolarización de éstos. En otras palabras, la crisis del mo-

delo de sustitución de importaciones no se debió a la generación de ahorros, sino a la recolección de éstos.

Por consiguiente, la inestabilidad financiera apareció porque el entorno internacional debilitó las políticas estatales tendientes a generar el fondeo del gasto del gasto público y privado. Por un lado, se redujeron los plazos de los créditos externos e interno y, por otro, se debilitó la captación financiera, lo cual dificultó el cumplimiento de los compromisos financieros y los mecanismos compensatorios no lograron crear lazos fuertes entre el sector productivo y el sector financiero nacional.

La crisis de 1982 no fue producto de la intervención estatal en la economía, sino de la falta de adecuación de los mecanismos compensatorios al nuevo entorno internacional. Podemos concluir este capítulo sosteniendo que la crisis financiera no fue resultado de la represión financiera, como lo han planteado sus críticos (Aspe, McKinnon, etc.) por el contrario, fue inducida por la desregulación del sistema monetario mundial, que presionó al sistema financiero nacional a realizar adecuaciones disfuncionales al crecimiento.

CAPITULO VIII

RECESIÓN ECONÓMICA E INESTABILIDAD FINANCIERA: 1983/1987

La nacionalización de la banca, que tuvo lugar el 1° de septiembre de 1982, junto con la inconvertibilidad de la moneda, generó un dilema en la política económica, abriendo dos opciones.

La primera fue que el Estado, a través del control de la banca comercial que anteriormente fue privada, canalizara directamente la creación de dinero (créditos) hacia el sector productivo, mediatizándose con ello -en un contexto de intervención estatal directa en la economía- especulaciones financieras por parte del sector bancario.

Por primera vez se estaba ante la posibilidad que la política industrial basada en la intervención estatal en la economía, se beneficiara directamente de la capacidad de creación dineraria, lo cual generaría crecimiento económico, que podría ser estable, si los ahorros se reciclaran al sistema financiero, en un ambiente de control de cambios y una política de industrialización que diera prioridad a sectores que financiaran el desarrollo, los cuales se constituirían en el pivote del crecimiento.

Pese a que dicha opción tendría lugar en un contexto de restricción de divisas internacionales, era viable, debido a que la deuda externa pudo tener una salida política por su generalización en América Latina, y porque la misma potencia acreedora (EE.UU.), apenas tres décadas antes había prestado recursos “frescos” a algunos países europeos (Plan Marshall). En consecuencia, la nacionalización de la banca, junto con la restricción de la convertibilidad de la moneda, abrió la posibilidad de construir un sistema financiero funcional que generaría crecimiento económico con desarrollo, a pesar del problema político de la deuda externa.

La segunda opción fue dar marcha atrás en la nacionalización de la banca y recomponer las alianzas con el sector privado, lo cual implicaba regresar la intermediación financiera al sector de la clase dominante afectado por dicha nacionalización, y garantizar la convertibilidad de la moneda. Considerando el contexto en que ello sucedía, esta salida suponía renunciar a cualquier política de desarrollo y priorizar por el pago de la deuda externa y combate a la inflación, es decir, someterse a los lineamientos del Fondo Monetario Internacional.

Los hechos ocurridos en los sexenios de Miguel de la Madrid y de Salinas de Gortari indican claramente que se optó por la segunda opción y se renunció a la posibilidad de aplicar una genuina política estatal intervencionista sosteniéndose que ésta no estaba acorde con el nuevo entorno internacional⁹⁵.

Con base en lo anterior, nuestras hipótesis para este periodo serán: el Estado impuso un nuevo modelo de acumulación que modificó las relaciones en la esfera económica y financiera; se redujo la participación del Estado en la economía, provocando que la inversión se volviera una variable procíclica, eliminando los mecanismos compensatorios tradicionales sin ser reemplazados por otros, lo que junto con la reducción de la entrada de capital externo, el compromiso de pagar la deuda externa y de controlar a la inflación, generaron expectativas negativas en los agentes económicos. El conjunto de estos factores redujeron drásticamente la tasa de crecimiento de la inversión fija y alentaron la especulación; también aumentó la liquidez y la dolarización de la captación financiera. Sobre la base de estos planteamientos, sostendremos que el bajo crecimiento económico y la inestabilidad financiera fue producto de las modificaciones institucionales que ocurrieron a lo largo del periodo y de las restricciones externas sobre el financiamiento.

Para abarcar cada uno de los puntos mencionados se dividirá este capítulo en cinco apartados. En el primero expondremos las reformas financieras; en el segundo analizaremos el comportamiento de la inversión; en el tercero determinaremos las fuentes de financiamiento de acuerdo a los agentes y los sectores institucionales; en el cuarto describiremos las características de la captación financiera, analizando su liquidez, y en el quinto determinaremos los factores que originaron la inestabilidad financiera.

⁹⁵ Las palabras del que sería presidente de la república entre 1989/1994, y que a la sazón era Secretario de Hacienda, son elocuentes: "Nuestras generaciones fueron educadas en un ambiente en que se asociaba más Estado con más justicia. Durante muchos años, cuando fue necesario promover las grandes organizaciones sociales e impulsar la industrialización del país, el Estado generó dependencias y organismos públicos para canalizar recursos y estímulos, construir infraestructura y servicios. Desplegó una política proteccionista y de subsidios para defender los pequeños y grandes esfuerzos iniciales. ... Lo cierto es que se inscribían en una concepción general del que hacer público propio de la época. Nadie puede negar que, en conjunto, fue una política que logró éxitos muy considerables en comparación con muchos países del mundo. Pero las circunstancias cambiaron, México se transformó, el mundo se hizo diferente, lo que antaño fue una garantía de crecimiento y de expansión para el bienestar, se tornó en su obstáculo directo", 1er. Informe presidencial de Carlos Salinas de Gortari, 1988: 12/13.

1. Reformas financieras

Las modificaciones provocados por el nuevo modelo de acumulación tuvieron lugar al inicio del sexenio de De la Madrid. Los cambios más destacados fueron las reformas financieras, la privatización de la economía, la apertura comercial y una nueva política monetaria basada en la flexibilidad de la tasa de cambio y altas tasas de interés.

En el ámbito financiero hubo dos momentos claves, entre 1983/87, que sentaron las bases del nuevo orden, y fueron determinantes en la regeneración de las alianzas rotas entre el Estado y las clases dominantes.

El primero tuvo lugar en 1983 y estuvo destinado a mediatizar los efectos de la nacionalización bancaria. Las medidas más relevantes fueron: permitir a los particulares la posibilidad de participar hasta en un 34% de las acciones de la banca nacionalizada; invitación a los anteriores funcionarios de la banca privada -que según Tello habían desestabilizado al sistema- a contribuir a la administración del sistema financiero; otorgar una generosa indemnización a los ex-banqueros (a través de Bonos de Indemnización Bancaria⁹⁶); y devolver las acciones de las empresas no bancarias.

El segundo momento ocurrió en 1984 y estuvo contenido en la reforma financiera de dicho año, que prohibió la intervención de la banca en el mercado bursátil, cediendo ese espacio a los ex-banqueros que se agruparon en el sector bursátil.

Los efectos de la desregulación financiera se expresaron en varias políticas. Primero se suprimió de manera paulatina la tasa de encaje legal, empezando el proceso en 1985, con la reducción del 50% al 10% de la tasa de encaje legal, que fue sucedida por un acuerdo con los bancos comerciales de destinar el 35% de sus recursos financieros al gobierno federal. En 1986 se desincorporaron las aceptaciones bancarias de la base de los recursos financieros destinadas al gobierno federal, limitando con ello el monto del encaje legal.

En segundo lugar, se incrementó la colocación de la deuda interna (como sustitución del encaje legal), con lo cual el sector privado retuvo la posibilidad de limitar la acción del Estado, presionando al aumento de las tasas de interés en los activos sin riesgo (CETES).

⁹⁶ En 1983, la emisión de bonos de indemnización bancaria representó el 10% de la colocación neta de la deuda gubernamental, ver Cuadro 6, Anexo 3.

Tercero, la disociación entre el sector bursátil (reservado al sector privado) y el bancario (dominado por el Estado) provocó un retroceso en la incipiente integración generada entre el sector productivo y financiero.

Por otro lado, el cambio de modelo acumulación tuvo varios efectos en el sector productivo. Primero se rechazó el liderazgo del Estado en la economía, lo cual se expresó a través de la privatización de numerosas empresas de control estatal, desincorporándose 741 empresas y se extinguieron 137, reduciéndose a la mitad el número de empresas públicas⁹⁷. Otro elemento importante de la privatización económica fue la reducción de la inversión pública.

El objetivo de la privatización económica, según sus defensores, fue reducir el gasto público para eliminar los déficits, y lograr finanzas públicas equilibradas con el fin de erradicar la inflación. El problema que surgió, empero, fue que el sector privado no pudo dinamizar la economía. El aumento de su gasto en inversión no contrarrestó la reducción del gasto público, provocando un estancamiento en la actividad productiva.

En segundo lugar se inició un proceso de liberalización comercial, que inicialmente se basó en la reducción unilateral de aranceles y permisos previos y después se expresó en la decisión de México de ingresar al GATT (1985). Cabe llamar la atención que el proceso de apertura económica fue anterior a la liberalización financiera, orden inverso al propuesto por los teóricos pertenecientes a la escuela neoliberal.

En tercer lugar debe destacarse que en estos años se implantó una política monetaria que se basó en altas tasas de interés y se combinó con tasas de cambio subvaluadas para reducir las importaciones e impulsar las exportaciones y así eliminar el déficit de la cuenta corriente. O sea, se “ancló” la tasa de interés a un nivel alto para controlar la inflación y recolectar el ahorro interno, que se transfirió al exterior para cumplir con el compromiso de la deuda externa, convirtiendo a la tasa de cambio en la variable “equilibradora” del modelo, cuyo objetivo fue lograr un equilibrio en el saldo de la cuenta comercial, generándose una subvaluación permanente de ésta.

En consecuencia, durante este periodo se impusieron políticas ortodoxas que debían contener la inflación e iniciar el crecimiento. De manera específica, la apertura comercial

tuvo como objetivo volver más competitiva la economía, aumentar la productividad de las empresas, reducir los precios internos y atraer recursos externos, lo cual fue acompañado de altas tasas de interés y tasas de cambio subvaluadas, que redujeron la disposición de los créditos e incrementaron su costo, generando un fuerte proceso inflacionario. El retiro del Estado de la economía, que debería lograr finanzas públicas equilibradas y eliminaría los procesos inflacionarios, redujo la actividad económica sin lograr cumplir con los anteriores objetivos.

De manera específica, las condiciones macroeconómicas se caracterizaron por un estancamiento del producto interno bruto (con una tasa de crecimiento media anual de 0.2%), acompañada de una fuerte inflación (oscilando entre el 60% y 120% anual), con un aumento en la tasa de cambio de casi nueve veces su valor, y una triplicación en la tasa de interés nominal, superando el 100% en los años 1986 y 1987, mientras que la tasa de interés real, debido a la fuerte inflación, fue negativa en 1983/84 y 1987 (véase cuadro 1, AE).

Con relación al sector externo se debe asentar que la entrada de divisas, con respecto al PIB, fue sumamente reducida, y que incluso en 1985 fue negativa y la fuga de capitales fue alta. Específicamente, la transferencia de capital al exterior con respecto al PIB, a lo largo de todo el periodo, fue de 3% (ver cuadro 1.1 AE)

Con base en lo anterior podemos advertir que no se cumplieron los objetivos gubernamentales. Las crecientes devaluaciones (para mantener subvaluado el peso) generaron mayor inflación, por los mayores costos de los insumos y bienes internacionales. Y para evitar la salida de capitales y recolectar el ahorro interno se aumentaron las tasas de interés, que encarecieron los créditos e incrementaron los rendimientos de los instrumentos del mercado bursátil. Esto indujo a los agentes privados a dirigir su ingreso excedente al sector financiero, descapitalizando al sector productivo y generando especulación. O sea, se desarrolló un círculo vicioso que prohió recesión económica, inflación, devaluación, sin reducir la deuda externa.

La combinación de la desregulación del sistema financiero con la apertura económica -que debería contener la inflación- y la reducción de la participación del Estado en la economía, atentaron en contra de la demanda de la inversión, generando especulación.

⁹⁷ En 1982 hubo 1155 empresas bajo control estatal y en 1988, 427 empresas (Gasca, 1989).

Todo ello impidió el crecimiento en la economía mexicana, cuya combinación con los desequilibrios financieros internacionales dieron como resultado el crac bursátil de 1987.

Nuestra hipótesis es que el Estado, al dismantelar los mecanismos compensatorios y priorizar por las leyes del mercado, como la base del crecimiento económico, generó una reducción en la actividad económica, agudizándose con la combinación de restricción monetaria con tasas de cambio subvaluadas. La respuesta del sector privado fue desviar sus recursos al sector bursátil, creando una fuerte especulación que desestabilizó al sistema financiero, lo cual tuvo efectos perversos sobre la economía, ya que sólo se crearon alternativas especulativas para el ahorro.

2. *Comportamiento de la inversión*

La principal característica del periodo fue que la FBKF prácticamente no creció, debido al fuerte descenso de la inversión pública, que por primera vez en la historia moderna mexicana tuvo tasas de crecimiento negativas; y no obstante que el sector privado aumentó su gasto en inversión no pudo remontar la reducción del gasto público en la inversión (ver cuadro 2,A.E y gráfica VI.1).

Si comparamos las estadísticas de 1987 con las de 1982 encontramos una reducción absoluta de la inversión⁹⁸. Las cifras sobre el comportamiento de la inversión, que se indican en el cuadro VIII.1, son bastante elocuentes, especialmente al compararse con periodos anteriores.

CUADRO VIII.1
TASA DE CRECIMIENTO Y COEFICIENTES DE LA INVERSIÓN
(%, variables deflactadas con el índice de precios de la FBKF)

	1960/71*	1972/82*	1983/87*
<i>Tasas de crecimiento</i>			
Inversión fija total	8.2	6.9	1.6
Inversión fija privada	9.2	4.5	7.8
Inversión fija pública	5.8	10.8	-8.4
<i>Coefficientes de inversión</i>			
inversión fija total/PIB	20	22	18
inversión fija privada/PIB	13	13	11
inversión fija pública/PIB	7	9	6

⁹⁸ En 1987, la formación bruta de capital fijo a precios de 1980 fue menor en 294 mil millones de pesos, en comparación a 1982. Mientras que la inversión pública tuvo una reducción de 235 mil millones y la privada cayó en 60 mil millones de pesos.

* Tasas de crecimiento medias geométricas anuales.

PIB: Producto interno bruto

Fuente: Cuadro 2, A.E

Las anteriores cifras confirman el planteamiento de que en este periodo, además de la privatización de la economía, el gasto de la inversión pública cayó, con lo cual el gobierno cumplió su compromiso de dejar en manos del sector privado el crecimiento económico, y permitir que las leyes del mercado realizarán el papel de distribución del ingreso entre los factores de producción.

3. Fuentes de financiamiento

El resultado del conjunto de políticas expuestas en el primer apartado no modificó substancialmente la relación entre las fuentes de financiamiento y la inversión, aunque incrementó notablemente la participación de los créditos con respecto la FBKF, y se redujo la relación entre saldo de la cuenta corriente y la FBKF.

En el orden de magnitudes, el excedente neto de operación volvió a ocupar el primer lugar, seguido por los flujos de los créditos bancarios, el consumo de capital fijo, valores bursátiles y el financiamiento externo (ver cuadro 3, AE).

Con base en los anteriores resultado se deben resaltar dos aspectos. Primero, el aumento significativo de los créditos bancarios que, sin embargo, no se destinaron a la inversión productiva; y, segundo, aumentó la importancia de las fuentes de financiamiento interno a la empresa, distinguiéndose por estar acompañada de un fuerte proceso inflacionario.

Nuestra hipótesis es que a lo largo de este periodo se reforzó el financiamiento interno, el cual es obtenido mediante incremento de las utilidades con base en un mayor nivel de precios, en vez de mayor volumen de producción. Específicamente, durante estos años la inflación osciló entre el 50% y 100% anual (ver cuadro 1. A.E.); y el flujo de créditos bancarios, así como de recursos externos a la economía, fueron absorbidos por el gobierno, que redujo considerablemente la tasa de crecimiento de la inversión pública, indicando con ello que dichos recursos no se destinaron a la inversión productiva. De hecho, en este periodo se observó el mayor descenso de la tasa de apalancamiento de las grandes empresas (gráfica VII.1)

Para corroborar lo anterior, analizaremos por separado cada uno de los mercados señalados, para después resaltar las características más importantes del financiamiento público y privado.

3.1 Financiamiento bancario

Pese a que los créditos bancarios sobrepasan en su monto a la FBKF (cuadro 3,A.E.), tienen una tasa de crecimiento menor que en el periodo anterior (cuadro 3.1, A.E.) y son absorbidos principalmente por el sector público (72% del total - cuadro 4, A.E.).

En consecuencia, es posible aseverar que dichos recursos no fueron destinados al fondeo de la inversión pública, sino al pago de la deuda externa, idea que se refuerza al revisar el comportamiento del nivel de apalancamiento de las empresas más grandes. Efectivamente, se observa en la gráfica VII-1 que entre 1983 y 1988 hubo un descenso constante de la tasa de apalancamiento, logrando caer por debajo de los niveles alcanzados en los años anteriores, lo cual indicaría que a pesar de que aumentaron los créditos, éstos no fueron utilizados para fondear la inversión productiva en dicho periodo.

Recapitulando, el gobierno captó casi las tres cuartas partes de los créditos totales, y dada la reducción en la inversión pública es posible suponer que utilizó dichos recursos para pagar el servicio de la deuda pública interna y externa. Segundo, es posible presumir que el restante 30% de los créditos que fueron demandados por el sector privado no se dirigieron mayoritariamente a la inversión fija, debido a las altas tasas de interés y la fuerte inflación que sirvió como fuente de financiamiento para la inversión privada. Consecuentemente, los agentes privados utilizaron estos recursos para solventar gastos de capital de trabajo, consumo duradero y especulación financiera.

3.2 Financiamiento bursátil

El mercado bursátil vuelve a ser dinamizado por el Estado (al igual que en el periodo 1977/78). Específicamente fue estimulado por: a) el aumento de la colocación de deuda interna en el mercado de valores, explicado por la paulatina reducción del encaje legal y por las necesidades financieras provocadas por las fuertes transferencias de recursos al exterior para el pago del servicio de la deuda externa; b) la prohibición a las instituciones nacionales de crédito (banca nacionalizada) para operar directamente en el mercado de

valores y participar patrimonialmente en las casas de bolsa; y c) el impulso de las sociedades de inversión.

No obstante todos los apoyo anteriores, este sector no aumentó la tasa de crecimiento de los valores, lo cual puede ser explicado por la recesión económica y la gran captación de recursos que realizó el sector público para enfrentar los pagos de la deuda externa. Asimismo, debe resaltarse que la participación del sector público, en el total, siguió siendo abrumadora.

Se debe señalar que el mercado bursátil continuó caracterizándose por tener poca “robustez”, explicado por la disfuncionalidad del sistema financiero, lo cual se debió a varias razones. Primero, el sector bancario adquirió en promedio, entre 1983/87, casi la mitad de los instrumentos gubernamentales, que no fueron reciclados a la actividad productiva. O sea, los recursos bancarios fueron empleados en adquirir títulos de deuda pública, en vez de constituir una base para el otorgamiento de préstamos, lo cual fue redituable para los bancos por las altas tasas de interés de los CETES, a fuer de ser instrumentos con bajo riesgo. Esto es importante, porque pese a que el gobierno redujo de manera drástica su gasto, especialmente el relacionado a la inversión pública, siguió colocando instrumentos a altas tasas de interés (aumentando el déficit financiero por concepto de intereses), lo cual no fue utilizado para fondar la inversión, sino que fue adquirido por la banca, que recibió altos rendimientos por ellos.

Segundo, este sector tuvo una alta especulación. En 1987, cuando el mercado accionario de renta variable empezó a tener una fuerte participación, explicando las acciones por sí solas el 8% de las colocaciones netas, y el valor de las operaciones totales del mercado variable con respecto al valor de capitalización de las acciones de renta variable representó el 83%. Es decir, la mayor circulación de las acciones generó un aumento del índice de precios y cotizaciones, sin inducir a incrementos significativos de emisión de títulos en el mercado primario. O sea, el índice incrementó debido a la especulación.

Tercero, el mercado bursátil estuvo dominado principalmente por instrumentos de corto plazo del mercado de dinero⁹⁹, y el mercado de capitales¹⁰⁰ - instrumentos de largo plazo - tuvo una participación exigua, según lo muestra el cuadro VIII.2.

CUADRO VIII.2
ESTRUCTURA DEL MERCADO PRIMARIO

	Mercado de dinero		Mercado de capitales
	Total	CETES	
1984	67%	39%	33%
1985	87%	65%	13%
1986	95%	74%	5%
1987	90%	80%	10%

Fuente: Indicadores Bursátiles, enero, 1989

Podemos finalizar sosteniendo que el mercado bursátil fue dinamizado por el gobierno, con títulos de corto plazo que tuvieron como objetivo financiar el gasto corriente, especialmente el pago de intereses. Además, los títulos fueron adquiridos mayoritariamente por los bancos que obtuvieron altas tasas de interés con títulos de bajos riesgos; y los instrumentos bursátiles privados tuvieron una participación pequeña. O sea, el sector bursátil no fue funcional para el fondeo de la inversión privada ni pública y fue extremadamente especulativo y poco “profundo”.

3.3 *Financiamiento Externo*

Entre 1983/87, el total de recursos externos con relación a la FBKF fue de sólo 12%, el más bajo de todo el periodo (cuadro 3, A.E.), y a partir de estos años puede identificarse los préstamos al sector financiero y al productivo. El cuadro VIII-3 es bastante elocuente.

⁹⁹ Se consideró los CETES, bonos de desarrollo del gobierno federal, Pagars de la Tesorería de la Federación, papel comercial y aceptaciones bancarias.

¹⁰⁰ Se consideró las acciones, certificados de aportación patrimonial, obligaciones, PETROBONOS, bonos bancarios de desarrollo, colocaciones y obligaciones subordinadas.

CUADRO VIII.3
ESTRUCTURA DEL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE
(%, con respecto al total)

	1994/83	1987/83	1994/88
Total	100	100	100
Bancario	74	32	75
Público	7	39	7
Privado	13	-7	13
Cartera	54	-	55
Productivo	28	92	27
Público	-4	87	-6
Privado	5	-39	6
I.E.D.	28	43	27
Redoc.	-2	-23	-2

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos

Los anteriores datos indican que casi la totalidad de los recursos fueron absorbidos por el sector público, captando una parte importante su sector bancario. En este caso, también puede presumirse que el monto destinado al sector público productivo fue utilizado para pagar la deuda externa y no para fondear la inversión productiva, por la baja actividad de este sector.

Por tanto, estos años se caracterizaron por una reducción en la captación de ahorro externo, y la mayor parte de los recursos que entraron fueron captados por el sector público, y no fueron utilizados para incrementar el acervo fijo, sino para pagar deudas y enfrentar los pagos del gasto corriente. De hecho, en estos años, hubo un ahorro externo negativo (salieron más recursos de los que entraron), generándose una fuga de recursos que atentaron en contra del crecimiento económico.

3.4 Características del financiamiento de la inversión pública

Entre 1983/87 la tasa de crecimiento media anual de la inversión en empresas públicas fue negativa (-8%), así como todas las fuentes de financiamiento externas de las empresas públicas (ver cuadro 7, AE). Se destaca la tasa de crecimiento positiva de los ingresos internos que, también, fueron resultado de un incremento de precios.

Si se analiza la composición del financiamiento se observa que los ingresos internos son superiores al monto de la inversión y que los recursos externos a la economía tienen un signo negativo, indicando con ello un desendeudamiento.

Cabe señalar que la principal característica de la política del gobierno federal, durante los años 1983/87, fue reducir el gasto público, generando con ello un superávit económico primario (no incluye intereses), el cual, empero, fue acompañado de un balance financiero negativo, según se muestra en el cuadro VIII.4.

CUADRO VIII.4
RELACIÓN DEL BALANCE PRIMARIO Y ECONÓMICO

	Balance Financiero		Balance Económico	
	MMP	% PIB	MMP	% PIB
1972/82	-2001	-6.4	-1261	-4.0
1983/87	-52266	-14.2	16996	4.6

MMP: miles de millones de pesos

Fuente: C.S.G.: Sexto Informe Presidencial.

Esta paradoja se explica por el aumento sin precedente de los intereses originados por la política gubernamental de pagar la deuda externa, contener la inflación y permitir la libre convertibilidad de la moneda.

Incluso, entre 1984 y 1987, la variación de depósitos netos del gobierno federal (pasivos menos créditos al sector público no financiero) en el Banco de México fue positiva y representó, con respecto a la colocación neta de la deuda interna, un 28 y 57%, respectivamente. Es decir, parte de la colocación neta de la deuda interna fue depositada en el Banco Central (gráfica VIII.1) para combatir la inflación, elevar la tasa de interés y atraer ahorro interno y externo.

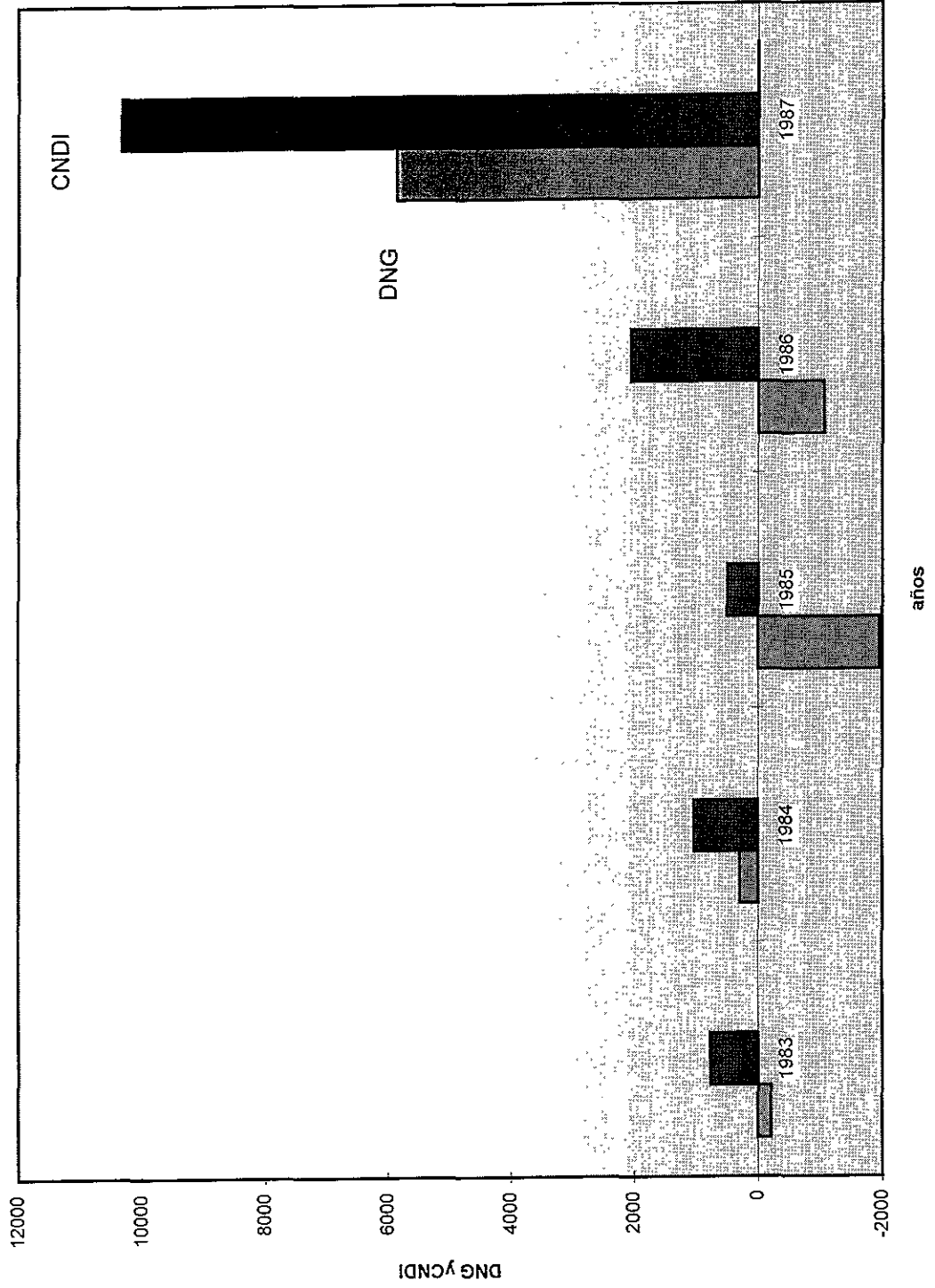
3.5 Financiamiento de la inversión privada

Las fuentes de financiamiento con respecto a la inversión privada no se modificaron substancialmente con respecto al periodo anterior, aunque el flujo de los valores muestra un ligero incremento con relación a la FBKF privada (ver cuadro 9, AE).

Lo anterior indicaría que las fuentes de financiamiento externas a la empresa privada, efectivamente, no tuvieron mucha relación con su gasto de inversión, lo cual puede explicarse por el cambio estructural que sufrió el modelo de acumulación a lo largo de ese periodo y la gran absorción de recursos financieros que realizó el Estado en esos años para pagar la deuda externa. Consecuentemente se puede suponer, al igual que en la inversión pública, que el incremento de precios acaecido en esos años, fue también la fuente de financiamiento de estos agentes.

GRAFICA VIII-1

Relación depósitos netos del gobierno en el Banco de México y colocación neta de la deuda interna (miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de México: Indicadores Económicos.
 DNG: Depósitos netos de Gobierno en el Banco de México.
 CNDI: Colocación neta de la deuda interna

4. Captación de los recursos

El advenimiento del nuevo modelo de acumulación, además de iniciar la liberalización del sistema financiero, generó cambios estructurales al interior de su organización.

4.1 Nueva Estructura financiera: Dinamización del mercado de valores

La nacionalización de la banca provocó una mayor concentración en este mercado. En 1982 existían 34 bancos múltiples, que descendieron a 29 en 1983, y en 1987 sólo había 19 instituciones bancarias, las cuales, sin embargo, se mantuvieron en manos del Estado, por la nacionalización de la banca ocurrida en 1982.

La contrapartida de este cambio fue un aumento en las instituciones del mercado bursátil. Aunque se mantuvo constante el número de casas de bolsa, aumentó el número de sucursales de 90 en 1982 a 246 en 1987. Las sociedades de inversión pasaron de 12 a 70, las cuales se dividen en sociedades de renta fija y variable (éstas últimas aparecen desde 1984), lo cual permitió una reducción en la concentración de casas de bolsas.

Entre 1983/77, la actividad en las casas de bolsa y sociedades de inversión fueron mucho mayores que en las instituciones de crédito tradicionales, lo cual se debió a las reformas financieras de 1984. Particularmente, las sociedades de inversión tuvieron un fuerte dinamismo, incrementando sus activos en casi 250%, en especial los activos de renta fija, que se convirtieron en una opción adicional de inversión para el público en general, y su monto de ingreso incrementó en 300%. Mientras que las instituciones bancarias tradicionales, que en dicho periodo financiaron el gasto público del gobierno federal, únicamente incrementaron sus pasivos en 20%. Las cifras se encuentran detalladas en el cuadro VIII.5.

CUADRO VIII.5
COMPARACIÓN ENTRE ACTIVIDAD DE CASAS DE BOLSA, SOCIEDADES DE
INVERSIÓN E INSTITUCIONES BANCARIAS
(miles de millones de pesos, a precios de 1980)*

	1983	1987	T.C.M.
Casas de Bolsas			
activos en custodia	228	726	34%
número de cuentas	84476	390611	47%
Sociedad de Inversión			
activos	1.8	264	249%
renta variable	1.5	83.8	172%
renta fija	0.2	80.1	416%
número de cuentas**	60901	444922	170%
renta fija	48330	288324	144%
renta variable	12571	156608	253%
monto de ingresos	88.8	22408	299%
Pasivos Bancarios	3062	4922	13%

* Deflactado por el índice de precio al productor, 1980=100

** Se considera únicamente entre 1985 y 1987

Fuente: Elaboración propia con base en BMV "El mercado accionario 1983/88 y Banco de México "Indicadores Económicos".

La dinamización de las sociedades de inversión puede explicarse en el contexto de la recomposición de las alianzas rotas entre el Estado y el sector privado, recomposición derivada de la nacionalización de la banca. Específicamente, se otorgó a los ex-banqueros el control del mercado bursátil, generándose un espacio alternativo para la circulación de los valores, que fue promovida con rendimientos muy atractivos, incluso mayores al sector bancario, según se puede observar en el cuadro VIII.6

CUADRO VIII.6
ESTRUCTURA DE RENDIMIENTOS DE DIVERSOS INSTRUMENTOS
FINANCIEROS

	Tasas de interés	Cetes	IP y C		IP y C	
	90-170 días	90 días	nominales	rend.	reales	rend
1983	54.7	53.9	2451.9	224.4	42.7	100.4
1984	44.9	49.3	4213.7	71.9	44.2	3.5
1985	70.4	74.8	11444.5	171.6	74.8	69.2
1986	95.3	106.0	47101.0	311.6	153.0	104.4
1987	112.8	131.0	105670.0	124.3	132.7	-13.8

I.P y C N: Índice de precios y cotizaciones en términos nominales

I.P y C R: Índice de precios y cotizaciones en términos reales, con base 1978.

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos y López Teresa (1993)

4.2 Captación de los recursos: alta liquidez y dolarización

Otro elemento importante de la transformación estructural del sistema financiero, producto del impulso del mercado bursátil, fue la modificación en la captación de activos totales. Por una parte aumentaron los activos no bancarios de corto plazo (M3-M2) y los activos financieros de largo plazo, especialmente los no bancarios y los recursos de FICORCA (parte de M4-M3) (Ver cuadro 10, A.E). En este mismo sentido se vio favorecida la penetración financiera (m4/PIB), especialmente del sector bursátil, tal como se muestra el cuadro VIII.7.

CUADRO VIII.7
PENETRACIÓN FINANCIERA

	Sector Bursátil	Sector Bancario	Sistema Financiero
1983	3.0	27.3	30.3
1984	3.7	27.7	31.5
1985	4.6	25.0	29.7
1986	8.3	29.0	37.2
1987	10.7	29.7	40.3

Fuente: Bolsa mexicana de Valores (1992)

También se debe llamar la atención sobre el aumento en la diversidad de los instrumentos bursátiles, que se caracterizaron por tener mayor liquidez y menor riesgo, como fueron los Futuros de Acciones, Bonos de Indemnización Bancarios (1983), Sociedades de Inversión de Renta Fija (1984), Sociedades de Inversión de Capitales, Bonos Bancarios de Desarrollo (1985), Bonos de Renovación Urbana, Pagaré Empresarial Bursátil, Pagarés de la Tesorería de la Federación (1986), Certificados de Aportación Patrimonial, Obligaciones subordinadas convertibles, Certificados de Participación Inmobiliaria, Bonos de Desarrollo y Certificados Plata (1987).

La contrapartida del auge del sector bursátil fue la segregación del sector bancario, reduciendo de manera significativa su participación en la captación de recursos. Concretamente, la tasa de crecimiento de los pasivos bancarios, entre 1983/87, se reduce a la mitad con respecto al periodo anterior, pasando de 45% a 20% (ver cuadro 11.2, A.E). Otro rasgo significativo fue que aumentó la participación de la moneda extranjera en los pasivos, logrando su mayor nivel desde que la banca múltiple dominó el sector bancario (1978/94, ver cuadro 11.2 A.E).

Finalmente debe resaltarse que se redujo el monto de los instrumentos líquidos con respecto a los pasivos bancarios totales y, en contraposición, aumentaron los instrumentos no líquidos, concentrándose en pasivos con una duración entre 30 y 365 días, o sea, se mantuvo una alta liquidez de los pasivos bancarios (ver cuadro 12).

Lo anterior indica que, a pesar de las reformas estructurales y de la imposición de las reglas de mercado como mecanismos de regulación económica, los agentes productivos mantuvieron una alta incertidumbre sobre las perspectivas económicas, manifestándose en la dolarización de los activos financieros y la alta liquidez de los pasivos no monetarios.

En consecuencia, desde la óptica de la captación de los recursos se ofrece una explicación adicional para la inestabilidad económica reinante durante el periodo, que es la predominancia del sector bursátil en la recolección del ahorro, no obstante el reducido papel que este mercado tuvo en el otorgamiento de financiamiento hacia la inversión productiva.

5. Inestabilidad del sistema financiero

La inestabilidad del sistema financiero provino de varias fuentes. En primer lugar se debe mencionar la falta de demanda provocada por el cambio del modelo de acumulación.

De manera específica, la privatización de la economía, que implicó la venta de empresas estatales (controladas directa e indirectamente) y, especialmente, la reducción (en términos absolutos) de la inversión pública, que no fue contrarrestada por el dinamismo del sector privado.

En segundo lugar, si se añade la política de altas tasas de interés y tasas de cambio subvaluadas que encarecieron el proceso de producción (mayores costos de los préstamos y de insumos importados) se comprende que apareciera una nueva modalidad de generar financiamiento interno: incremento de precios en vez de incremento en la producción, lo que aminoró el crecimiento.

Tercero, las políticas dirigidas al sector financiero privilegiaron el desarrollo del mercado bursátil, debido a la intención de desaparecer el encaje legal (que durante este periodo sólo se logró liberalizar) y recomponer las alianzas rotas de la clase dominante con el Estado. De manera particular, esto provocó, por un lado, la liberalización de recursos bancarios que, sin embargo, fueron absorbidos por el propio Estado, y además aumentó la colocación de títulos gubernamentales que no se utilizaron para fondar la inversión; lo cual

incrementó la liquidez del sector financiero e impidió la colocación, a tasas redituables, de acciones para el fondeo del sector privado.

Consecuentemente, el mercado bursátil -bajo este nuevo arreglo institucional- no pudo ser utilizado para fondear la inversión ni del sector público ni del privado. El primero, a pesar de que dinamizó el mercado con títulos gubernamentales, redujo en valores absolutos su gasto de inversión, lo que permite suponer que utilizó los recursos obtenidos de este mercado en otros fines, como fueron el pago por el servicio de la deuda externa y los crecientes intereses de la deuda interna.

Cuarto, la captación de recursos continuó caracterizándose por tener una alta liquidez y una elevada proporción de dólares en sus obligaciones, lo que impidió ofrecer instrumentos de largo plazo y financiamiento hacia proyectos productivos de largo plazo.

Finalmente debe considerarse la política de libertad cambiaria que, dadas las altas tasas de inflación, generó un riesgo cambiario latente, provocando con ello constantes y crecientes devaluaciones, profundizadas por la persistente fuga de capitales y la restricción de créditos externos.

Por consiguiente, la inestabilidad financiera fue producto de la combinación de reducción del gasto de la inversión pública, el impulso al mercado bursátil sin el propósito de utilizarlo como mecanismo de fondeo y la restricción de créditos internos y de recursos externos a la economía.

O sea, la especulación financiera se debió a la reducida demanda para la inversión y al incremento de fondos prestables que no tuvieron el objetivo de utilizarse en el sector productivo, en un contexto de dinamización del mercado bursátil con títulos gubernamentales con altas tasas de interés, sin opción de que estas pudiesen ingresar al circuito productivo.

CONCLUSIONES

A partir de este periodo cambiaron las formas de fondeo doméstico de la inversión. Se reemplazan las políticas estatales y, en general los mecanismos compensatorios, destinados a generar y recolectar el ahorro, por instrumentos de mercado que debían dinamizar la inversión y crear instrumentos de fondeo. Particularmente, a los agentes privados se les asignó la tarea de invertir, a las instituciones financieras bancarias la creación de créditos

de corto plazo, y a las instituciones financieras no bancarias, el fondeo. Es decir, se iniciaba el tránsito hacia una estructura de mercado de capitales.

No obstante que estos años se caracterizan como un periodo de transición del modelo neoliberal, donde no se despliegan todas las características de los mecanismos de mercado, se presentan los orígenes de la crisis financieras inherentes a este modelo.

Por el lado de la generación de ahorro, la dinamicidad del agente público en la inversión no es asumido por el sector privado y desaparecen los mecanismos compensatorios destinados a crear un mínimo de inversión productiva que garantice el crecimiento económico; y por el lado, de la captación de ahorros, no obstante que aumentó la profundización financiera, especialmente del sector bursátil, ésta fue realizada en instrumentos de corto plazo, altamente volátiles, lo cual impidió a este mercado realizar la tarea de fondear la inversión productiva. Los recursos financieros captados por este sector fueron destinados a la especulación financiera.

Finalmente, el mercado internacional también incidió sobre la inestabilidad financiera que tuvo lugar a lo largo de estos años. La reducción de créditos externos y el pago de la deuda externa, transfirió ahorro interno al resto mundo, teniendo el efecto de una fuga al multiplicador del ingreso, en tanto el ahorro generado por la inversión no fue captado por el sistema financiero nacional, impidiendo con ello a la inversión productiva fondearse. Otro efecto negativo generado por el mercado internacional fue la entrada masiva de bienes finales, intermedios y de capital que destruyó una parte importante de la planta productiva, incrementando el coeficiente de importaciones en el ingreso.

En consecuencia, la privatización junto con la apertura comercial redujo la actividad de la inversión y la liberación financiera redujo el financiamiento de corto plazo hacia la inversión productiva, estimulando la inversión riesgosa, lo cual fue acompañado de un mercado bursátil dominado por instrumentos de corto plazo que impidió la generación de instrumentos financieros de largo plazo.

Podemos finalizar sosteniendo que el primer intento de transitar hacia un mercado de capitales generó una atonía en la inversión e inestabilidad financiera.

CAPITULO IX

DESREGULACIÓN FINANCIERA Y CRISIS: 1988-1994

Este periodo tuvo una característica común con el anterior: estar antecedido por una crisis devaluatoria (1987); pero a diferencia de aquél no se modificó el rumbo económico, con excepción de la política monetaria, que “congeló” el tipo de cambio, impidiendo la libre determinación de este precio. O sea, ambos periodos compartieron los fundamentos del libre mercado, ampliándose durante estos años, la libertad de movimiento de las mercancías y del capital.

En este subperiodo se profundizó la liberalización financiera mediante la desregulación y reprivatización de la banca comercial, así como la autonomía de la banca central; se continuó con la apertura económica y privatización de la economía; y se implementaron nuevas políticas económicas destinadas a controlar la inflación.

Dada la magnitud de las reformas, expondremos cuáles fueron, para posteriormente discutir (siguiendo el orden establecido), la estructura del financiamiento de la inversión, de la captación financiera y las razones que originaron inestabilidad del mismo sistema financiero, responsable éste de una de las crisis más severas y profundas de la economía mexicana.

1. Reformas financieras y nuevas políticas económicas

En estos años se logró desregular el sistema financiero, restituyendo a la banca su característica de universal; se terminó de liberalizar la tasa de interés; se suprimió la política de encaje legal, para finalmente privatizar el sistema bancario. Se otorgó autonomía al Banco de México, con el fin de asegurar la continuidad de la política económica, independientemente de los cambios políticos que después pudiesen ocurrir; se continuó con la venta de las empresas paraestatales o con participación del Estado; se firmó el Tratado del Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). La política monetaria se basó en la fijación de la tasa de cambio, acompañada de una tasa de interés flexible, considerada como la variable “equilibradora” de la entrada y salida de capitales; y se renegó la deuda externa.

Se supuso que las reformas financieras, conjuntamente con las adecuaciones de la política monetaria, debían ser la base de un crecimiento económico que, por estar determinado por mecanismos de mercado, tendría la característica de ser estable, lo que no sucedió. Dada la importancia de cada una de las reformas, las expondremos dividiendo esta sección en cinco partes.

CAPITULO IX

DESREGULACIÓN FINANCIERA Y CRISIS: 1988-1994

Este periodo tuvo una característica común con el anterior: estar antecedido por una crisis devaluatoria (1987); pero a diferencia de aquél no se modificó el rumbo económico, con excepción de la política monetaria, que “congeló” el tipo de cambio, impidiendo la libre determinación de este precio. O sea, ambos periodos compartieron los fundamentos del libre mercado, ampliándose durante estos años, la libertad de movimiento de las mercancías y del capital.

En este subperiodo se profundizó la liberalización financiera mediante la desregulación y reprivatización de la banca comercial, así como la autonomía de la banca central; se continuó con la apertura económica y privatización de la economía; y se implementaron nuevas políticas económicas destinadas a controlar la inflación.

Dada la magnitud de las reformas, expondremos cuáles fueron, para posteriormente discutir (siguiendo el orden establecido), la estructura del financiamiento de la inversión, de la captación financiera y las razones que originaron inestabilidad del mismo sistema financiero, responsable éste de una de las crisis más severas y profundas de la economía mexicana.

1. Reformas financieras y nuevas políticas económicas

En estos años se logró desregular el sistema financiero, restituyendo a la banca su característica de universal; se terminó de liberalizar la tasa de interés; se suprimió la política de encaje legal, para finalmente privatizar el sistema bancario. Se otorgó autonomía al Banco de México, con el fin de asegurar la continuidad de la política económica, independientemente de los cambios políticos que después pudiesen ocurrir; se continuó con la venta de las empresas paraestatales o con participación del Estado; se firmó el Tratado del Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). La política monetaria se basó en la fijación de la tasa de cambio, acompañada de una tasa de interés flexible, considerada como la variable “equilibradora” de la entrada y salida de capitales; y se renegóció la deuda externa.

Se supuso que las reformas financieras, conjuntamente con las adecuaciones de la política monetaria, debían ser la base de un crecimiento económico que, por estar determi-

nado por mecanismos de mercado, tendría la característica de ser estable, lo que no sucedió. Dada la importancia de cada una de las reformas, las expondremos dividiendo esta sección en cinco partes.

1.1 Desregulación financiera y privatización bancaria

La desregulación financiera consistió en culminar el proceso de liberalización de la tasa de interés, eliminar el encaje legal y permitir la participación de inversionistas no residentes en el mercado financiero.

En 1988 se eliminaron los toques de las tasas de interés de las instituciones bancarias, con la pretensión de que fueran fijadas por la oferta y la demanda, o sea, el precio debía ser determinado por las condiciones de mercado. Con respecto al encaje legal, éste se eliminó por completo en 1991, previo a la desincorporación de la banca comercial del sector público.

La historia de la desaparición del encaje legal como política de fondeo del gasto público fue larga. Empezó en 1985 (ver capítulo VIII) lográndose una reducción considerable en la canalización obligatoria de recursos de los bancos al gobierno; en 1990 se eliminaron los controles a la tasa de interés y a la canalización de los créditos y se estableció un coeficiente de liquidez de 10% en moneda nacional que, en 1991, se eliminó por completo.

La supresión de la tasa de encaje legal aumentó la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado, y se complementó con el otorgamiento de una mayor autonomía de gestión a las instituciones bancarias. Es decir, los bancos comerciales, al no tener que destinar parte de su captación al financiamiento del gasto gubernamental, pudieron ampliar su disponibilidad de créditos y valores para financiar al sector privado.

Asimismo, se restituyó a la banca comercial la función de banca de inversión (incluyendo fuertes divisiones bursátiles que realizaron el manejo de recursos de terceros, predominantemente a través del mercado de dinero en la bolsa de valores), relegando la actividad bancaria tradicional de emitir activos financieros. Esto modificó el orden de prioridades de la banca comercial, pasando la intermediación bursátil a representar la actividad principal de ésta.

Otras reformas importantes fueron las nuevas directrices para la conglomeración financiera. A finales de 1989 se reconoció legalmente la conformación de grupos financieros

y se autorizó la constitución de agrupaciones con diversos tipos de intermediarios (casas de bolsas, casas de cambio, aseguradoras y agencias de factoraje). En 1990 se permitió la inclusión de bancos comerciales, impidiéndoles fusionarse con empresas no financieras, aunque podían realizar operaciones de factura en su representación.

La desregulación de la actividad bancaria con la vinculación de los intereses bursátiles y bancarios restituyó a la banca su característica de universal y fueron las políticas que “pavimentaron el camino” para la reprivatización de la banca comercial, que inició en 1991 y fue vendida a los principales grupos bursátiles¹⁰¹.

1.2 Reformas al mercado de valores

Una de las modificaciones inmediatas después del crac bursátil de 1987 fue establecer un fondo para apoyar a las casas de bolsa y a las instituciones que pudiesen estar en problemas, es decir, se trató de evitar crisis bursátiles.

Se establecieron mecanismos de autorregulación para evitar la especulación ocurrida en el periodo anterior, y se disminuyó la interferencia de las autoridades en la operación del mercado, transfiriendo algunas facultades regulatorias de la Secretaria de Hacienda a la Comisión Nacional de Valores. Asimismo, surgió la figura del especialista bursátil para nivelar las cotizaciones, y una reglamentación más precisa en materia de información privilegiada.

Finalmente, la modificación más importante del mercado bursátil fue la *internacionalización* de sus operaciones, lo cual permitió a las empresas mexicanas emitir acciones que podían ser compradas por no residentes¹⁰²; y se autorizó la colocación de títulos de

¹⁰¹ A continuación se presenta un cuadro dónde se indica los compradores de algunos bancos:

NOMBRE DEL BANCO	POSTOR GANADOR
MULTIBANCO MERCANTIL COMERMEX	Grupo Financiero Probusa
BANPAÍS	Grupo Financiero MEXIVAL
Banca Cremi	Empresarios de Jalisco
Banca Confia	ABACO, Grupo Financiero
Banco de Oriente	Grupo Financiero MARGEN
BANCRESER	Grupo encabezado por R. Alcántara
BANAMEX	Grupo Financiero BANAMEX-ACCIVAL
BANCOMER	Grupo Financiero MONTERREY
BCH	Grupo del SURESTE

Fuente: Informe Anual 1991 del Banco de México, p. 229

¹⁰² Los no residentes pueden comprar las acciones mediante fideicomisos que no dieran derechos patrimoniales sobre las empresas pero se permite obtener dividendos y realizar ganancias con las acciones.

empresas mexicanas en el exterior, apareciendo los fondos de inversión mexicanos en otras monedas.

Las reformas del mercado bursátil tuvieron como objetivo atraer capitales, especialmente foráneos, pero ello se realizó en un ambiente de connivencia con el sector bancario, permitiendo a éste asegurar sus utilidades independientemente de realizar préstamos, porque podían comprar valores gubernamentales con tasas de rendimientos sustancialmente mayores que los depósitos bancarios, lo cual nuevamente impidió que se desarrollara el mercado de capitales de largo plazo y, especialmente, de fondeo para el sector privado.

1.3 Autonomía de la banca central

La autonomía de la banca central entró en vigor en 1994 y, de acuerdo a las autoridades, tuvo como objetivo limitar el financiamiento público para evitar que el Estado incurriera en déficits (supuestamente generadores de inflación), y mantener una tasa de cambio estable¹⁰³. En palabras más sencillas, esta medida implicó que el Banco de México estuviera en posibilidades de expandir la base monetaria sólo en concordancia con el objetivo de la estabilidad de precios.

Dado que el tipo de cambio influye de manera determinante sobre el nivel de precios, el control de éstos debe estar acompañado por políticas de reservas internacionales, para lo cual es necesario tener una estructura adecuada de tasas de interés.

Entonces, en condiciones de escasez de divisas, el crédito interno debe adecuarse a las variaciones de las reservas internacionales, lo cual se logra, en un mercado competitivo, mediante variaciones de la tasa de interés interbancaria -TIIB (tasa de interés de las reservas del banco central), que debe ser mayor que la tasa de interés sobre depósitos bancarios (TBD) y ésta, a su vez, mayor que la tasa de interés de los activos sin riesgo, para así elevar el ahorro interno y su canalización institucional. En consecuencia, la relación entre las tasas de interés debería ser de la siguiente manera: $TIIB > TBD > TCETE$ (Mántey: 1996a).

Específicamente, ante una baja no deseada de divisas, el banco central, debería contraer su crédito, lo cual presionaría a un alza de la TIIB. El mayor precio de las reservas

¹⁰³ En palabras de las autoridades del Banco de México (Informe Anual, 1994:50), la banca central “tiene como principal objetivo procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional ... (otorgándole) la facultad de manejar autónomamente su propio crédito, la cual puede definirse como la capacidad para determinar la política monetaria”.

monetarias debería presionar a los bancos comerciales a vender parte de sus carteras gubernamentales de corto plazo (reduciéndose TCETE) y a elevar las tasas de interés que ofrezcan a sus depositantes (TBD). De esta manera la TIIB determinaría a la TBD y al resto de la tasa de interés de mercado.

La autonomía del Banco de México no logró imponer la anterior estructura de tasas de interés, debido al carácter oligopólico del sector bancario y la autonomía “protegida” del Banco de México. Lo primero implicó que las tasas de interés sobre depósitos se mantuvieron artificialmente bajas; y lo segundo que la autoridad monetaria impusiera una tasa de interés sobre activos sin riesgo, con base en sus necesidades de reservas internacionales. Consecuentemente, el Banco de México primero definió el monto de reservas internacionales y, con base en ello, establecía el monto necesario de deuda pública para mantener su objetivo de estabilidad de precios, con lo cual se determinaba la tasa de interés de los activos gubernamentales sin riesgo, que regían a las demás tasas de interés (especialmente a la TBD).

Ello provocó que se ampliara el diferencial entre las tasas de interés de los CETES y los depósitos bancarios y se redujera entre la tasa de interés interbancaria y los CETES. O sea, la estructura de la tasa de interés permitió que se obtuvieran mayores rendimientos de los instrumentos sin riesgo con relación a los depósitos bancarios, situación que se mantuvo del periodo anterior.

Entonces, una reducción no deseada de las reservas internacionales generaba un aumento de la colocación de la deuda interna que disminuía el crédito interno, aumentando la tasa de los CETES, en vez de aumentar la tasa de interés sobre los depósitos bancarios, para atraer un mayor volumen de recursos al sistema financiero, tanto del mercado interno como externo. Debido a lo anterior se señala por Mántey (1996a) que en México se desarrolló una autonomía *protegida* del banco central, que generó cuasirentas o ingresos monopólicos para la banca comercial, que están definidas como la diferencial entre la tasa de valores gubernamentales (TCETES) y la tasa de depósitos bancarios.

La distorsión de la autonomía de la banca central, aunada a la oligopolización del sistema bancario, provocó que la liberalización de la tasa de interés tuviera efectos contradictorios:

“Si bien es cierto que los altos rendimientos ofrecidos por los valores gubernamentales trajeron importantes volúmenes de recursos externos; por otro lado, la liberalización de las tasas de interés sobre depósitos en los bancos dio a estas instituciones la oportunidad no sólo de mantener sino de incrementar su diferencial con los activos sin riesgos. ... La especulación financiera, cuando se aplica a un sistema bancario oligopólico y un banco central protegido, representa una fuerte carga para el erario nacional, pues la colocación de valores gubernamentales a tasas de interés atractivas constituye la base de la estabilidad macroeconómica. El sector bancario, que resulta el más beneficiado con la desregulación, ya que puede expandir el crédito con mayor liberalidad, lejos de contribuir a atraer recursos externos y fomentar la canalización institucional de los ahorros internos -ofreciendo tasas de interés competitivas sobre los depósitos- aprovecha su poder monopólico para reducir las tasas de interés pasivas y ampliar las cuasi rentas a costa del presupuesto público” (Mántey, 1996a:7)

El efecto sobre el fondeo de la inversión de este tipo de políticas fue que la tasa de interés de los depósitos bancarios resultara muy baja, reduciendo la captación bancaria y generando un alto margen de intermediación (diferencial entre TCETES y TBD). Consecuentemente, los préstamos bancarios debieron ser de corto plazo, y a los bancos, al igual que a los demás agentes económicos, se le abrió una opción adicional de obtener utilidades, que eran comprar bonos gubernamentales, desviándose dichos recursos de instrumentos que fondearan el gasto productivo. El efecto de esta política fue generar un sobreendeudamiento público sin gasto público, afectando el erario nacional, lo cual conllevó a la inestabilidad financiera.

Esta conjunción de situaciones atentó en contra de la propia filosofía de la política neoclásica de transformar al mercado en un eficiente captador y distribuidor de capitales.

1.4 Desregulación comercial y privatización de la economía

El gobierno, con el afán de reforzar las bases del modelo de acumulación impuesto en el subperiodo anterior, continuó con la privatización de la economía, vendiendo las empresas más grandes y que causaban mayor controversia¹⁰⁴. Ello generó una fuerte reducción del flujo de ingresos del sector público, aunque obtuvo cuantiosos recursos por sus ventas.

Asimismo, se continuó con la apertura comercial que culminó con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, firmado en 1993. Uno de los objetivos de esta política

¹⁰⁴ Entre 1988 y 1994 se vendieron 403 empresas, encontrándose TELMEX, CANANEA, la banca nacional, etc., o sea las de mayor envergadura, con excepción de PEMEX.

fue reducir la inflación y dinamizar la inversión productiva. Se creyó que la apertura comercial generaría una competencia entre los bienes transables internos y externos, imponiéndose la “ley de un sólo precio”, lo cual posteriormente afectaría a los bienes no transables. Eliminada la inflación, la entrada de recursos se dirigiría hacia el sector productivo, aumentando el volumen de la inversión y asegurándose su realización debido a la apertura comercial.

En síntesis, los defensores de estas medidas, sostuvieron que su fin era sanear las cuentas públicas y abatir la inflación, atraer recursos externos que deberían reciclarse al sector productivo, lo cual cerraría, de manera virtuosa, el círculo: apertura financiera, apertura comercial, privatización de la economía y crecimiento económico. En otras palabras, la privatización de la economía eliminaría el déficit fiscal y la apertura comercial controlaría la inflación, equiparando la tasa de rendimiento de la inversión fija mexicana con los demás países, fomentándose el crecimiento económico.

1.5 Nueva política de inflación y renegociación de la deuda externa

A raíz del crac bursátil de 1987, y el estancamiento económico ocurrido en el periodo 1983/87, se consideró que la inflación era originada por las constantes devaluaciones que mantenían equilibrado el saldo de la cuenta comercial, y la imposición de altas tasas de interés nominales cuya función era atraer ahorro interno a la estructura financiera y pagar la deuda externa.

Aspe (1993:19) señaló: “debe corregirse el fuerte componente inercial y los desequilibrios del sector real”, es decir, deben cambiarse las expectativas de los agentes económicos, para lo cual es necesario estabilizar la moneda, lo que en México se hizo convirtiendo a la tasa de cambio en el “ancla” básica de los precios. O sea, esta nueva visión sostuvo que no se podía combatir la inflación únicamente mediante el control de las finanzas públicas y de la creación de dinero, sino que era necesario recuperar la confianza del poder adquisitivo.

La tasa de interés sería la variable equilibradora del modelo, para lo cual se impuso “una reforma monetaria sustentada en la paridad cambiaria nominal fija (con un posterior deslizamiento en menor proporción al diferencial de precios entre México y EE.UU.), para

que conjuntamente con la apertura comercial externa disminuyera la presión sobre los precios y las finanzas públicas” (Huerta 1994:63/64).

Específicamente, se impusieron acuerdos a través de la política de los “pactos”, con base en el movimiento de la tasa de cambio para controlar los precios en sectores líderes y abatir los precios de insumos primarios. También se llevó a cabo una contención salarial.

La mecánica fue especificar un deslizamiento diario de la tasa de cambio e imponerle una banda de fluctuación, que sería establecida por el movimiento de las reservas internacionales. La tasa de interés fue determinada por la colocación de deuda interna necesaria para mantener un monto adecuado de reservas internacionales. Si entraba mucho capital externo se reduciría la colocación de la deuda interna y bajaría la tasa de interés de los bonos gubernamentales y viceversa.

Finalmente, se realizó una renegociación de la deuda externa con el fin de abatir las transferencias al exterior, que entre 1983/87 fueron considerables (ver cuadro 1.1, A.E.), y fomentar la entrada de ahorro externo, señalado como un pilar de la política de financiamiento de 1988/94.

En síntesis, la política económica imperante en este periodo puede ser resumida en los “pactos”, los cuales indicaron de manera global los requisitos que debían lograrse para garantizar un crecimiento económico estable. En palabras de Aspe (1993:29-30):

- Corregir en forma permanente las finanzas públicas, reduciendo el tamaño del sector público y privatizando las empresas no estratégicas (sin aclarar cuáles son éstas).
- Aplicar una política monetaria restrictiva. Una vez que se establecieron los objetivos de la inflación y de reservas monetarias internacionales, la expansión crediticia tendría lugar al momento que se consolidaran las expectativas y la reactivación del crecimiento.
- Corregir la inercia salarial. Los acuerdos de los trabajadores se centraron en el abandono de los contratos de corto plazo con indexación “ex-post” completa y la adopción de contratos de más largo plazo, definidos en términos de una inflación anticipada (indexación “ex-ante”).
- Definir acuerdos sobre precios en sectores líderes. Una política pragmática de coordinación de precios no puede incluir todos los bienes. La deflación se logra con la fijación de precios de insumos primarios y de los precios en los sectores líderes. La competencia interna y el control de la demanda agregada contribuiría a reducir la inflación de los bienes no comerciables
- Apertura comercial: La “ley de un sólo precio” debería comenzar a funcionar (aunque lentamente) para fijar un límite superior a los precios de los bienes comerciables y contribuir al abatimiento de los costos de los bienes intermedios.

- Optar por el control de la inflación y la negociación de los precios líderes en lugar de la congelación total de los precios
- Adoptar controles de precios negociados para evitar especulación y acumulación de inventarios.

1.6 Consideraciones críticas

Los resultados de las reformas financieras y los cambios en la política monetaria parecían dar buenas señales. El producto interno bruto y la formación bruta de capital fijo tuvieron un crecimiento positivo, aunque la participación de la FBKF en el PIB se mantuvo relativamente baja; la inflación bajó drásticamente; y se revirtió la transferencia de ahorro al exterior (ver cuadro 1, 1.1, 2, A.E). En este periodo nuevamente la FBKF fue encabezada por el sector privado. O sea, efectivamente la economía prosiguió con el proceso de privatización

Sin embargo, con base en las mismas estadísticas fue posible detectar tres puntos críticos de esta nueva política económica. Primero, las tasas de interés tuvieron un movimiento errático (en 1988 y 1991 fueron negativas, incrementándose posteriormente de manera sostenida), lo cual fue una señal preocupante, porque indicaba que el gobierno se endeudaba de manera creciente para atraer las reservas internacionales.

Segundo, entre 1988/94 entró mucho capital extranjero (capital “golondrino” que fue producto de las privatizaciones y de las inversiones en cartera), sin embargo, éste tuvo las características de ser de corto plazo y “enquistarse” en el sector especulativo, lo que aunado al aumento peligroso del déficit de la cuenta corriente (producto de la apertura comercial) generó riesgo cambiario.

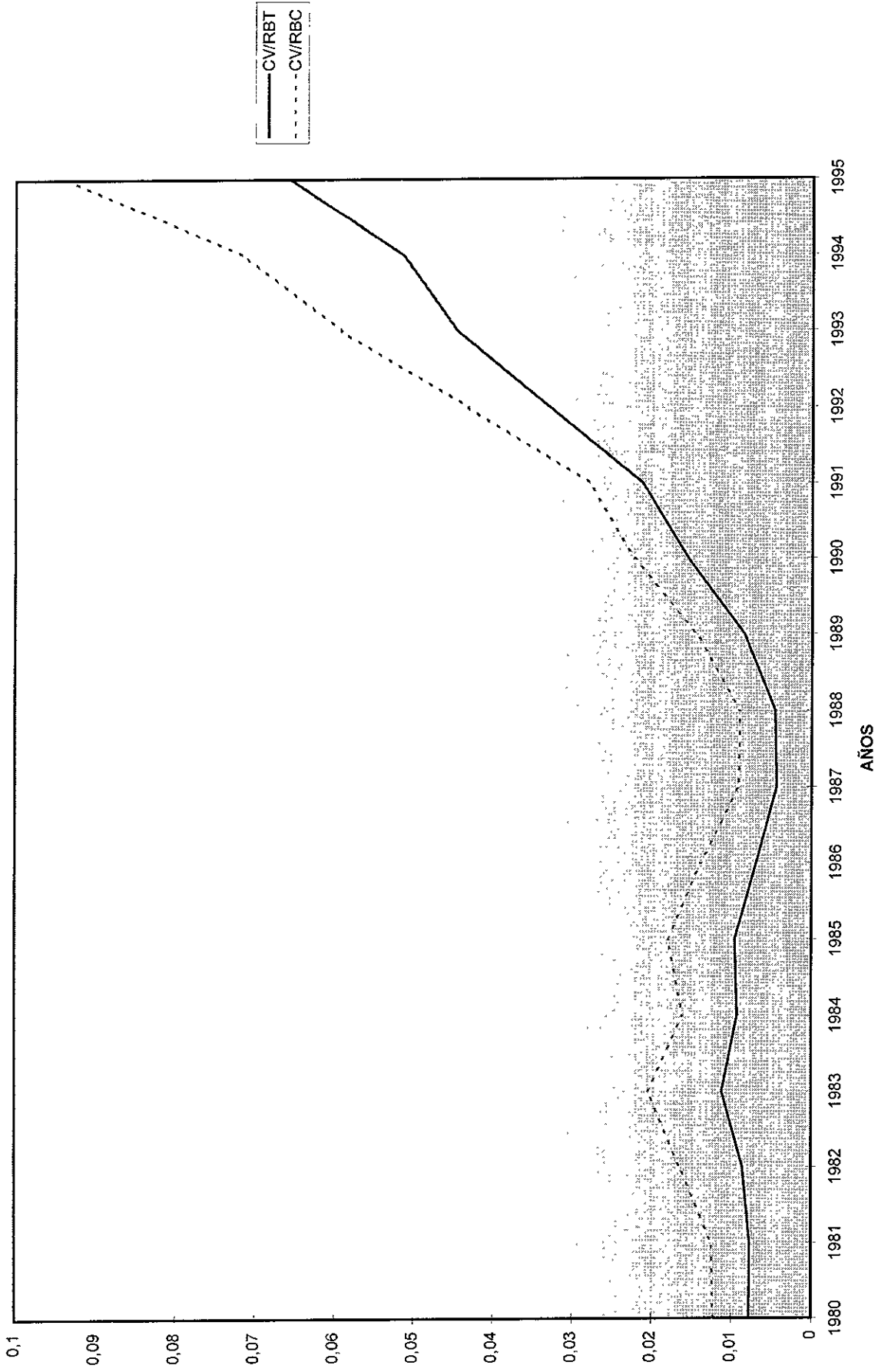
Tercero, aumentó de manera explosiva la relación carteras vencidas a recursos bancarios totales -ver gráfica IX-1. o sea, pese a que aumentó la tasa de crecimiento de la inversión, la banca no recuperó los préstamos que realizaba, y consecuentemente no pudo reconstituir su fondo “revolvente”, lo cual engendró la futura crisis bancaria.

2. Fuentes de financiamiento de la inversión

En este subperiodo, la relación entre magnitudes de financiamiento y gasto de inversión se distinguió, con respecto al anterior, en dos elementos. Primero, incrementaron los créditos al sector privado, aunque el volumen de créditos se redujo substancialmente con respecto a la FBKF y, segundo, creció la entrada de recursos externos por la liberalización

GRAFICA IX.1

COMPORTAMIENTO DE LA CARTERA VENCIDA CON RESPECTO A RECURSOS BANCARIOS



CV: Cartera Vencida, RBT: Recursos Bancarios totales; RBC: Recursos de la Banca Comercial
 Fuente: González, Cynthia "Determinantes de la cartera vencida en México (1980.1-1995.4)

financiera aunque, como veremos más adelante, el sector productivo captó una proporción menor.

Específicamente, el orden de las magnitudes de las fuentes de financiamiento con respecto a la FBKF, en promedio, fue: excedente neto de operación (267%), asignación por consumo de capital fijo (51%), flujo de los créditos bancarios (40%), recursos externos (30%), y variación de valores bancarios (22%) (ver cuadro 3, A.E).

Debe señalarse que las fuentes de financiamiento interno con respecto a la inversión mantuvieron la importancia del subperiodo anterior, pero a diferencia de aquel, no se generó un proceso inflacionario, lo cual se debió a la contención de los precios básicos de la economía (salarios, tasas de cambio, e insumos básicos).

Revisemos de manera más detallada la participación de cada una de las fuentes de financiamiento.

2.1 Financiamiento crediticio

Aunque se redujo la tasa de crecimiento media anual de los flujos crediticios, teniendo el menor valor de todos los periodos, debe resaltarse la modificación en la composición de los flujos de créditos. Prácticamente todo el volumen de créditos fue destinado al sector privado, (ver cuadro 4 y 4.1, A.E), lo cual muestra que efectivamente la liberalización cumplió su propósito de canalizar los recursos a dicho sector, con el objetivo que se utilizará para financiar la inversión productiva.

Cabe mencionar que la mayor parte de dichos recursos fueron otorgados por la banca comercial (privatizada durante el periodo -ver cuadro 4.4, A.E) desplazándose la participación de la banca de desarrollo, eliminándose la dirección de créditos hacia sectores estratégicos del crecimiento.

Si se revisa la tasa de apalancamiento de las principales empresas emisoras de la bolsa de valores (gráfica VII-1.), notamos que, en efecto, ésta se recuperó notablemente, aunque no alcanzó los niveles de la década de los setenta.

Lo preocupante de la nueva situación financiera fue el incremento de la cartera vencida con respecto a los recursos bancarios (gráfica IX-1). Específicamente, a partir de 1988, cuando comenzó a incrementar la participación de los créditos privados en el total, la relación carteras vencidas a recursos bancarios totales empezó a subir de manera explosiva,

advirtiendo con ello la inexistencia de un proceso de fondeo eficiente y funcional (i.e., instrumentos crediticios de largo plazo), lo cual impidió reconstituir el fondo “revolvente” de los bancos. Apareció lo que los nuevos keynesianos denominaron “selección adversa” y el “riesgo moral”, que, conjuntamente con la especulación financiera, provocaron un racionamiento de créditos hacia la inversión productiva y una mala distribución de éstos.

2.2 *Financiamiento bursátil*

Pese a la profundización de la liberalización del mercado financiero, los instrumentos bursátiles mantuvieron su lugar en el orden de magnitudes con respecto a la inversión.

Durante este subperiodo, se deben resaltar dos características de este sector. Primero, incrementó el índice de precios y cotizaciones y de Inversión México, según se muestra en el cuadro IX.1. La liberalización financiera atrajo recursos hacia este mercado, lo cual permitió el incremento de sus precios, que debería tener un efecto positivo sobre la inversión.

CUADRO IX.1
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS COTIZACIONES
(en nuevos pesos)

IPyC e INMEX	
1989	418.92
1990	628.79
1991	1431.36
1992	1759.44
1993	2062.63
1994	2375.66

Fuente: Elaboración propia con base Bolsa Mexicana de Valores “Indicadores Bursátiles”, varios años.

En segundo lugar, se debe mencionar que la estructura interna del financiamiento bursátil gubernamental tuvo constantes sustituciones entre instrumentos, reflejando la política de “profundización” financiera. En 1989, los PETROBONOS dejaron de aparecer; en 1988 surgieron los BONDES con el propósito de reducir gradualmente la emisión de CETES y así generar una sustitución en favor de bonos a largo plazo, lo cual no se logró; y en 1989 se crearon los TESOBONOS y AJUSTABONOS, que tuvieron la característica de estar ligados a la tasa de cambio y al índice de precios, respectivamente. Los

TESOBONOS, en efecto, lograron captar una alta proporción del financiamiento bursátil, especialmente entre 1993 y 1994, con el objetivo de retener el capital especulativo o “golondrino” y contrarrestar el incremento del riesgo cambiario y financiar el creciente déficit de la cuenta corriente y la especulación.

Recapitulando, no obstante que desde la perspectiva neoclásica el mercado estaba generando buenas señales, nuevamente se originó una crisis, y ello se debió a la reducida vinculación del mercado de valores con el sector productivo. O sea, se mantuvo la dominación del sector gubernamental, utilizando instrumentos de corto plazo, con el agravante de que uno de los principales instrumentos de captación estuvo ligado a la tasa de cambio, provocando un ambiente altamente especulativo que no fue funcional al fondeo de la inversión bruta fija.

2.3 Financiamiento externo

Este periodo, a diferencia del anterior, se caracterizó por tener una considerable afluencia de capital externo (ver cuadro 6, A.E.), debiéndose entre otras razones a la re-negociación de la deuda externa, la apertura financiera, las crecientes privatizaciones (que atrajeron el capital fugado de México con anterioridad), y a la mayor liquidez mundial, especialmente desde principios de los noventa.

Un aspecto relevante de la estructura de los recursos externos durante 1988/94 fue la baja captación del sector productivo (25%) con relación al sector financiero (para el bursátil, 55%, y para el bancario, 20%; mientras que en los años 1983/87 el sector productivo absorbió 69% y el sector bancario 32%¹⁰⁵, respectivamente (ver cuadro 6.1, A.E.).

Los recursos externos canalizados al sector productivo provinieron principalmente de la inversión extranjera directa y de las deudas privadas, mientras que el endeudamiento público de instituciones no financieras tuvo una participación negativa (cuadro 6.1, A.E.).

En suma, no obstante el aumento de flujo externos hacia México, encontramos que en este periodo el sector externo no jugó un papel importante en el financiamiento productivo.

¹⁰⁵ En dicho periodo el mercado de capitales no captaba recursos externos.

2.4 Inversión Pública: crédito interno negativo

Una de las principales características de la estructura financiera de la inversión pública fue que, además de tener una baja tasa de crecimiento, se financió principalmente con ingresos propios. Todas las fuentes de financiamiento externas a la empresa tuvieron una participación negativa en la inversión de las empresas públicas (ver cuadro 7, A.E.)

De lo anterior se puede deducir que la colocación neta de la deuda interna no fue utilizada para fondar el gasto de la inversión, sino que se destinó a depósitos netos del gobierno federal en el Banco de México (ver gráfica IX.2). Específicamente, entre 1991/93 los depósitos netos fueron superiores a la colocación neta de la deuda interna, generándose créditos netos negativos del banco central al gobierno federal

Otro dato relevante (mencionado anteriormente) fue la drástica reducción del endeudamiento externo público y ello se debió a que el gobierno, durante esos años, pagó créditos contratados con anterioridad.

GRAFICA IX-2

Relación entre los depósitos netos del gobierno federal y la colocación de la deuda interna



DNG: Depósitos netos de gobierno en el Banco de México

CNDI: Colocación neta de la deuda interna

Fuente: Banco de México: Indicadores Económicos

Podríamos concluir sosteniendo que la inversión pública se financió preferentemente con recursos propios y, nuevamente, el financiamiento público (créditos y valores) tuvo una reducida participación en el fondeo, provocando con ello que en algunos años fuera negativo el crédito neto interno al gobierno federal.

2.5 Inversión privada: mayores créditos bancarios

En este periodo se observa una alta tasa de crecimiento de la inversión privada, lo cual se refleja en su alta composición en el total de dicho gasto, así como el mayor coeficiente de inversión privada con respecto al PIB (ver cuadro 2, A.E.).

La relación entre magnitudes de financiamiento externas a la empresa y gasto de la inversión privada muestra que los créditos tienen el primer lugar (57%), seguidos por el financiamiento externo (39%) y en último lugar se mantuvieron los valores no bancarios (ver cuadro 9, A.E.).

Debe resaltarse que el incremento de los créditos bancarios fue acompañado de un incremento explosivo en las carteras vencidas, indicándose con ello que la liberalización financiera generó inestabilidad, lo cual es posible explicar con base en dos factores.

Primero, es posible presumir que no todo el crédito privado fue utilizado para financiar la inversión. Una parte fue utilizado para dinamizar la demanda de bienes de consumo, lo que provocó fugas al multiplicador del ingreso por el alto componente importado de estos productos, y otra se destinó a la inversión especulativa, que no produce ahorro sino distribuye rendimientos entre los tenedores de capital.

Segundo, no hubo instrumentos de fondeo para la FBKF privada, debido a que el mercado de capitales fue altamente especulativo, por tanto, no existieron mecanismos que empataran las deudas con las utilidades, impidiendo con ello a los inversionistas saldar los créditos de corto plazo, lo que conjuntamente con un crecimiento en el ingreso menor al esperado, imposibilitó a los prestatarios pagar sus deudas bancarias.

En consecuencia, las reformas financieras tuvieron un efecto contrario al esperado, en vez de crear instrumentos de fondeo a la inversión privada, desestabilizaron al conjunto de la economía.

3. Estructura financiera y captación de recursos

Como vimos en el primer apartado, durante este periodo ocurrieron fuertes cambios institucionales que, aunque no modificaron la estructura del sistema financiero, alteraron la captación de recursos, creando mayor volatilidad.

3.1 Estructura financiera: privatización de la banca comercial

A un nivel general podemos sostener que el sector financiero no modificó drásticamente su estructura, a pesar de la reprivatización de la banca comercial que se realizó en 1991.

El cambio de propiedad de la banca aumentó el número de matrices, reduciendo la concentración del sector financiero. Previo a la privatización bancaria existían 19 sociedades nacionales de crédito, 18 en 1992, 20 en 1993, 34 en 1994, y 38 en 1995. Dadas la reformas en materia de conglomeración financiera, entre 1987 y 1990 aumentaron las matrices de los almacenes de depósitos de 21 a 37; así como en las uniones de crédito (117 en 1987 y 143 en 1990).

Consecuentemente, la reprivatización bancaria no generó cambios estructurales al sistema financiero, debido a que estos se realizaron en el periodo anterior, que fue utilizado como preparación para la venta de los bancos.

3.2 Liquidez de la economía

Durante este periodo la tasa de crecimiento de los agregados monetarios se redujo con relación a las etapas anteriores y hubo un cambio en su composición, reduciéndose la participación de los instrumentos bancarios de corto plazo, aumentando nuevamente los no bancarios de corto plazo y los bancarios y no bancarios de largo plazo, lo cual da cuenta de las políticas que favorecieron al mercado de valores, (ver cuadro 10, A.E.).

Al analizar la relación agregados monetarios al PIB, encontramos que se mantiene la tendencia del periodo pasado de incrementar la cantidad de recursos monetarios con respecto al volumen de producción, así como la participación de los instrumentos bursátiles; con la particularidad que durante estos años aumentó la cantidad de instrumentos en moneda extranjera con respecto al PIB (ver cuadro 10.1, A.E.), especialmente en los instrumentos bancarios y no bancarios de largo plazo, lo cual refleja la alta incertidumbre de los agentes que, en parte explico, el riesgo cambiario.

Con relación a las obligaciones bancarias, la banca comercial privada es la entidad que tiene la mayor participación, recuperando su función histórica, con un fuerte componente en moneda extranjera (ver cuadro 11.2, A.E.), lo cual explica, en parte, la quiebra de los bancos a consecuencia de la devaluación de la moneda en diciembre de 1994. Estos instrumentos fueron de corto plazo

En consecuencia, la captación de los ahorros por parte de las instituciones financieras refleja la alta incertidumbre generada durante el periodo. Es decir, se volvió a cometer el error de la década de los setenta al emitirse instrumentos de ahorro de corto plazo y ligados al movimiento de la tasa de cambio que, dada la convertibilidad de la moneda, ante cualquier eventualidad emigrarían de la economía nacional, provocando una crisis de gran proporción.

4. Inestabilidad del sistema financiero

El incremento de instrumentos ligados a la tasa de cambio fue uno de los principales signos de inestabilidad en este periodo que, aunado al creciente déficit de la cuenta corriente y la desindustrialización de la economía, generó una situación sumamente explosiva. Es decir, en México se presentaron nuevamente las condiciones de insolvencia de pagos, pero en un contexto mucho más peligroso. Esta vez estalló la crisis con una industria debilitada por la brusca apertura externa (TLCAN) y la larga sobrevaluación del peso.

La segunda señal de inestabilidad fue el incremento de la cartera vencida que empezó a crecer desde 1988 (ver gráfica IX.1), cuando inició el segundo periodo de la liberalización financiera, que incrementó los recursos crediticios, los cuales, empero, no fueron utilizadas en su totalidad para dinamizar la inversión productiva ni fueron acompañadas de instrumentos de fondeo de la inversión, lo que impidió liquidar los créditos y restituir el fondo "revolvente".

La crisis ocurrida en 1994 fue producto de las reformas económicas impuestas desde 1983, con el nuevo elemento de "anclar" la tasa de cambio. No obstante la apertura del sector productivo a la competencia internacional y la inserción del sector financiero nacional a la globalización mundial, en diciembre de 1994 la economía mexicana entró en una de sus más profundas crisis, iniciándose con la devaluación del 19 diciembre de dicho

año; y en ésta, a diferencia de las anteriores crisis, no incidió ningún choque proveniente de la economía internacional (v.g., drásticos aumentos de las tasas de interés, reducción en el flujo de préstamos, desplome de las bolsas de valores internacionales, disminución del precio del petróleo, etc..).

Específicamente, los mecanismos de mercado no pudieron suplir la intervención estatal para garantizar un volumen mínimo de inversión que generara un crecimiento sostenible; y los coeficientes de la inversión se mantuvieron en niveles reducidos. El planteamiento de Grabel (1995) se confirmó: el capital tiene múltiples opciones para valorizarse y, en un contexto de globalización financiera, con expectativas inciertas sobre la inversión fija, hacen menos atractiva dicha actividad, aumentando la especulación. Por tanto, la liberalización del mercado financiero incentivó la especulación en detrimento de la formación bruta de capital fija.

Segundo, la política monetaria de “anclar” la tasa de cambio y sobrevaluar la moneda sólo controló temporalmente la inflación y generó una inestabilidad creciente. Las críticas de Huerta (1994) sobre el mayor riesgo de dicha política monetaria resultaron ciertas. Esta medida sólo garantizó la entrada de capital “golondrino” que no fue absorbido por la esfera productiva y fue una de las bases para el incremento del riesgo cambiario.

Tercero, la liberalización de las tasas de interés y la autonomía del banco central, en vez de aumentar la tasa de interés sobre depósitos, generaron un efecto contrario: permitió que el sector bancario se apoderara de mayor tasa de intermediación que redujo la captación de ahorro y propició un mercado de valores especulativo, que presionó sobre el déficit financiero. Mántey acertó en señalar que la liberalización financiera, en un contexto, estructura bancaria oligopolizada y autonomía “protegida” del banco central, atentan en contra del crecimiento económico y la estabilidad.

Finalmente, y con base en lo anterior, el sector bursátil no cumplió el papel de fondar la inversión, porque estuvo dominado por los instrumentos públicos que no tenían como objetivo fondar el gasto público, sino mantener un nivel adecuado de reservas internacionales. Los instrumentos bursátiles tuvieron una participación sumamente reducida que ni siquiera puede ser correlacionada con los movimientos de la FBKF privada.

CONCLUSIONES

Durante este periodo se desplegaron todos los mecanismos de la nueva institucionalidad, suprimiéndose las políticas bloqueadoras del movimiento de capitales y mercancías, así como las destinadas a fondear el gasto público. También se continuó con el proceso de privatización de la economía. En otras palabras, estuvieron presentes todas las condiciones para que el sector privado dinamizará el papel de realizar la inversión, que sería financiada por los bancos y fondeada por el mercado de valores.

El Estado redujo drásticamente su gasto de inversión e incrementaron los créditos bancarios al sector privado. Aún cuando, no se modificó la estructura de financiamiento de la inversión total, el incremento en el crédito canalizado al sector privado y a la reducción de los plazos de los instrumentos financieros, generaron inestabilidad financiera que desembocó en una fuerte recesión económica.

En consecuencia, la crisis se debió a la imposibilidad de un mercado desregulado a generar instrumentos de fondeo, que permitieran anular los créditos de corto plazo y reponer el fondo “revolvente” de los bancos.

Los mecanismos compensatorios propios de la estructura financiera basada en el mercado de créditos no pudieron ser reemplazados por los instrumentos directos al fondeo de la inversión. No obstante las profundas reformas financieras que tuvieron como objetivo crear un mercado de valores y “robusto”, éste continuó siendo altamente especulativo.

Las razones de este fracaso no se deben a la mala implantación de las políticas económicas del nuevo modelo de acumulación sino a su disfuncionalidad. Una economía que necesita de altos montos de inversión para “alcanzar” el desarrollo, y que sufre de atrasos estructurales, no puede descansar en los mecanismos de mercado, que se han debilitado a raíz del incremento de la especulación mundial. En condiciones de inestabilidad internacional, los mercados financieros deben ser regulados y deben imponerse condiciones macroeconómicas sustentables para el crecimiento.

CAPITULO X

CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo se resaltó que el fondeo de la inversión es un importante elemento estabilizador del crecimiento económico. Este instrumento financiero ha tenido diversas expresiones institucionales que, en las últimas dos décadas se ha diluido en una sola expresión, el mercado de capitales, el cual, empero, en el contexto de la liberalización y globalización financiera, no ha cumplido de manera eficiente la función del fondeo.

El supuesto central del análisis teórico ha sido que los agentes económicos actúan con incertidumbre, a partir de lo cual surge la función del valor del dinero, que tiene la característica de agilizar o detener el volumen de la producción, o sea, el dinero deja de ser neutral, y las relaciones de producción se vuelven eminentemente monetarias.

Con base en el planteamiento anterior, se especificó que el ahorro no se encuentra como variable explicativa de la inversión, por el contrario, la inversión genera su propio ahorro, y su principal limitante es el financiamiento, que debe ir acompañado de fondeo para garantizar la estabilidad del crecimiento.

Las instituciones tienen un papel central en el financiamiento y fondeo de la inversión. Las bancarias crean el financiamiento de corto plazo, el cual es limitado por las reservas, y éstas deben ser repuestas constantemente, a fin de no generar crisis bancarias.

La anulación de las deudas bancarias, se hace mediante la emisión, por parte de las empresas, de títulos de propiedad sobre rendimientos futuros, que son vendidos por las instituciones financieras a los agentes económicos, los cuales pueden solventarlos con el ahorro generado, vía el multiplicador, por el incremento del ingreso proveniente del mayor gasto de la inversión.

Entonces, el fondeo recolecta el ahorro proveniente del gasto de la inversión, antes que se genere la totalidad de los rendimientos, y empata las deudas con las utilidades de la inversión. En consecuencia, el fondeo convierte el ahorro involuntario (generado por los créditos bancarios) en voluntario, lo cual permite reponer el fondo "revolvente" de los bancos para que estos continúen satisfaciendo la demanda de créditos de los agentes productivos.

Por consiguiente, la primera conclusión de este trabajo es que el fondeo resulta fundamental para garantizar la estabilidad de la inversión, es independiente de la generación de ahorros y es creado por instituciones financieras.

Hay dos vías para realizar el fondeo de la inversión. Una, la descrita por Keynes, realizada en el mercado de valores y, otra, asentada en el mercado de créditos, con la particularidad de estar acompañada por mecanismos compensatorios que bloquean las fuerzas del mercado y requiere de intervención estatal en diferentes grados.

Particularmente, los países que han iniciado el despegue económico y los que se encuentran en desarrollo se han caracterizado por tener un mercado de valores “delgado” y poco desarrollado, provocando que la función del fondeo sea asumida por las instituciones crediticias. O sea, los bancos se encargan de crear créditos (dinero nuevo) y recolectar el ahorro originado por la inversión, a fin de empatar las deudas con las utilidades, a través de la emisión de créditos de largo plazo y la generación de depósitos de largo plazo.

Los mecanismos compensatorios tienen como función, en los países de desarrollo tardío, encauzar los créditos hacia el sistema productivo, captar el ahorro en instrumentos financieros y fondear el gasto público, para lo cual se han creado instituciones bancarias de desarrollo, políticas de “encajonamiento” de créditos, de encaje legal, de impedimento a las salidas de capital, etc. La función específica de los mecanismos compensatorios es generar lazos entre el sector productivo y el financiero.

La segunda conclusión de este trabajo es que los países en desarrollo, con mercados de capitales débiles, implantaron el mercado de créditos, donde las instituciones bancarias asumieron el papel de financiar y fondear a la inversión, para lo cual se crearon créditos de largo plazo y mecanismos compensatorios. Estos últimos tuvieron como objetivo bloquear las fuerzas de mercado para garantizar el crecimiento del ahorro y la canalización de éste hacia el sistema bancario.

La ruptura del Sistema Bretton Woods suscitó cambios fundamentales en el sistema financiero que debilitaron a los mecanismos e instituciones dedicadas a fondear la inversión.

En primer lugar, la especulación financiera modificó la determinación de la tasa de interés y el tipo de cambio, limitándose con ello la creación de instrumentos financieros de

largo plazo, lo cual tuvo como contrapartida un crecimiento excesivo de los créditos a corto plazo, desestimulando la inversión productiva. En otras palabras, a partir del rompimiento del Sistema Bretton Woods, la inversión especulativa se volvió más redituable que la productiva.

Este nuevo entorno internacional favoreció la demanda de instrumentos financieros de corto plazo, altamente riesgosos, en detrimento de los activos fijos, acciones y títulos, que representan utilidades futuras (Grabel 1995) y generó racionamiento de créditos al sector productivo y selección adversa de prestatarios, privilegiándose las inversiones riesgosas de carácter financiero (Stiglitz).

Así, la tercera conclusión indica que el nuevo orden monetario mundial modificó los determinantes del tipo de cambio y de la tasa de interés, provocando un aumento de los títulos financieros de corto plazo, debilitándose la función del fondeo de los mercados de valores, lo cual deprimió la actividad productiva y favoreció la inversión financiera. En otras palabras, las transformaciones institucionales generadas por el incremento en el movimiento de capital volatilizaron los instrumentos financieros e impidieron que las deudas se empataran con las utilidades.

No obstante que el movimiento de capitales debilitó la función de fondeo en el mercado de valores, la teoría económica dominante, junto con las instituciones financieras mundiales (FMI y Banco Mundial), han presionado a las naciones, especialmente a las denominadas en desarrollo, a liberalizar sus sistemas financieros (y económicos) para posteriormente globalizarlos, lo cual derrumbó las barreras al movimiento del capital. En otras palabras, la liberalización y globalización del sistema financiero originó, en los países en desarrollo, la desaparición de los créditos bancarios de largo plazo y las políticas estatales tendientes a crear ahorro y canalizarlo a instrumentos de largo plazo (i.e, se anularon los mecanismos compensatorios).

La política de profundización financiera que se caracterizó por desarrollar una amplia variedad de instrumentos de corto plazo, altamente volátiles, adquirió connotaciones notoriamente desestabilizadoras en los países en desarrollo, porque dichos mercados se distinguieron por ser “delgados”, es decir, eran dominados por pocos instrumentos y

agentes (entre los que se destaca al gobierno), lo cual incrementó la volatilidad de los instrumentos financieros, imposibilitando el fondeo de la inversión.

Consecuentemente, la cuarta conclusión de este trabajo fue que la liberalización y globalización financiera debilitó la función del fondeo del mercado de capitales, lo cual se agravó en los países en desarrollo, porque han tenido mercados de capitales débiles y la función de los mecanismos compensatorios no fue asumida por las fuerzas del mercado.

El análisis empírico del sistema financiero mexicano, a partir de la década de los sesenta, indica que sólo hubo estabilidad económica en el periodo 1960/71, donde la movilidad del capital internacional fue regulada por el orden monetario internacional. Ello permitió que el mercado de créditos y los mecanismos compensatorios ejercieran de manera funcional su tarea de financiamiento y fondeo de la inversión. Particularmente, a través del gasto público de la inversión, El Estado garantizó un mínimo de crecimiento, el cual se fondeó a través del encaje efectivo. Es decir, el ahorro generado por la inversión se recicló al sistema financiero, debido a que la economía nacional tuvo condiciones atractivas de rentabilidad.

Entre 1972/82, el rompimiento del Sistema Bretton Woods provocó una creciente inestabilidad en el sistema financiero mexicano, que debilitó el sistema de fondeo de la inversión. A nivel internacional, se amplió la disponibilidad de créditos privados de corto plazo y se atrajo recursos financieros de los países en desarrollo, lo cual amplió la tasa de crecimiento de la inversión en países como México. Es decir, se expandió el ritmo de crecimiento de la generación de ahorros, en un contexto de volatilidad del capital internacional, que implicó la reducción de la recolección de los ahorros.

La inestabilidad financiera de este periodo se expresó a través la desintermediación financiera que redujo los plazos y dolarizó los instrumentos de depósito, impidiendo con ello la creación de instrumentos crediticios de largo plazo. Este conjunto de factores explica la devaluación de 1976 y la crisis de deuda y devaluaciones de 1982.

El periodo neoliberal abrió una etapa de inestabilidad financiera con bajas tasas de crecimiento económico, porque, por un lado, se destruyeron los mecanismos compensatorios que enlazaron al capital financiero con el productivo, provocándose un bajo nivel de crecimiento de la inversión y, por otro, la imposición del mercado de capitales, en

un contexto de alta movilidad de capital internacional, impidió la creación de instrumentos financieros de largo plazo.

En suma, los mecanismos de mercado han mostrado ser ineficientes en la creación de ahorro y su recolección en instrumentos de largo plazo. Consecuentemente, los periodos de crecimiento económico moderados inevitablemente son seguidos por crisis bancarias, debido a que la ausencia del fondeo impide recomponer los fondos “revolventes” de los bancos, generando carteras vencidas que pueden desembocar en crisis de deudas como la ocurrida en diciembre de 1994.

La principal conclusión del análisis empírico de este trabajo es que las economías en desarrollo requieren un sistema financiero que promueva crecimiento con estabilidad, lo cual implica construir estructuras financieras que garanticen, la disponibilidad de financiamiento de corto plazo para la inversión productiva, así como, recolecten el ahorro generado por ésta en instrumentos de largo plazo.

La desregulación bancaria, efectivamente, ha dirigido los créditos al sector privado, más no productivo. Estos han sido desviados hacia inversiones especulativas de corto plazo, altamente riesgosas, en detrimento de la inversión productiva, lo cual, a su vez impide crear instrumentos de largo plazo. Por consiguiente, los mecanismos de mercados no han sido funcionales en países que requieren altas tasas de crecimiento, especialmente en un contexto de alta movilidad del capital internacional. En consecuencia, deben crearse mecanismos compensatorios que enlacen los intereses del sector financiero y productivo, a fin de que la inversión tenga financiamiento de largo plazo y, para ello, debe limitarse la movilidad del capital financiero.

CUADRO 1
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS
 (deflactados con el índice de precios al productor)

PERIODOS	PIB	FBKF	FBKF/PIB	Activos error. y omisiones	
	T.C.M.	T.C.M.		T.C.M. (ABS)	total/PIB*
1960/94	6,2%	6,6%	19,6%	7,9%	-1,2%
1960/71	8,0%	8,4%	18,3%	1,6%	0,2%
1972/82	6,2%	7,9%	22,2%	25,7%	-1,8%
1983/87	0,2%	1,8%	18,4%	29,8%	-1,9%
1988/94	8,5%	9,3%	18,6%	11,3%	-1,0%

T.C.M.: tasa de crecimiento media

*Participación en el PIB

ANOS	PIB	FBKF	FBKF/PIB	Activos error. y omisiones		Tipo de cambio	Inflación		T.i. pasiva real	
	1960=100			total	total/PIB		México	E.U.A.	México	E.U.A.
1960	100%	100%	17%	100%	1,6%	12,5	5%	2%	4%	1%
1961	107%	99%	16%	2%	0,0%	12,5	2%	1%	7%	1%
1962	114%	104%	16%	4%	0,0%	12,5	1%	1%	7%	2%
1963	126%	124%	17%	7%	0,1%	12,5	1%	1%	8%	2%
1964	142%	144%	17%	-82%	-0,9%	12,5	2%	1%	6%	2%
1965	152%	158%	18%	69%	0,7%	12,5	4%	2%	5%	2%
1966	167%	177%	18%	3%	0,0%	12,5	4%	3%	4%	2%
1967	178%	203%	20%	-73%	-0,7%	12,5	3%	3%	6%	1%
1968	193%	220%	20%	33%	0,3%	12,5	2%	4%	7%	1%
1969	208%	238%	20%	8%	0,1%	12,5	3%	5%	7%	1%
1970	219%	254%	20%	137%	1,0%	12,5	6%	6%	4%	1%
1971	233%	243%	18%	84%	0,6%	12,5	3%	4%	6%	0%
1972	262%	288%	19%	176%	1,1%	12,5	6%	3%	2%	1%
1973	276%	310%	19%	-267%	-1,5%	12,5	17%	6%	-6%	1%
1974	293%	339%	20%	-266%	-1,4%	12,5	33%	11%	-17%	-3%
1975	325%	470%	25%	-243%	-1,2%	12,5	14%	9%	-3%	-3%
1976	331%	405%	21%	-737%	-3,5%	15,4	14%	6%	-3%	-1%
1977	316%	361%	20%	-231%	-1,2%	22,6	32%	7%	-16%	-1%
1978	345%	423%	21%	-127%	-0,6%	22,8	18%	8%	-7%	0%
1979	383%	522%	23%	-194%	-0,8%	22,8	23%	11%	-6%	-1%
1980	429%	603%	24%	-409%	-1,5%	23,0	21%	13%	1%	-2%
1981	470%	702%	26%	-265%	-0,9%	24,5	28%	10%	2%	3%
1982	478%	619%	22%	-1741%	-5,8%	57,2	59%	6%	-8%	4%
1983	437%	440%	17%	-1099%	-4,0%	150,3	102%	3%	-21%	5%
1984	448%	467%	18%	-512%	-1,8%	185,2	65%	4%	-10%	5%
1985	475%	527%	19%	-760%	-2,5%	310,3	58%	4%	3%	4%
1986	444%	501%	19%	-39%	-0,1%	637,9	86%	2%	10%	4%
1987	441%	472%	18%	-267%	-1,0%	1405,8	132%	4%	-12%	2%
1988	476%	512%	19%	-692%	-2,3%	2281,0	114%	4%	-24%	3%
1989	556%	558%	17%	359%	1,0%	2641,0	20%	4%	21%	4%
1990	610%	634%	18%	-996%	-2,6%	2945,0	27%	4%	7%	3%
1991	658%	713%	19%	-31%	-0,1%	3071,0	23%	4%	-2%	2%
1992	697%	793%	20%	556%	1,3%	3115,0	16%	3%	0%	1%
1993	730%	787%	19%	-764%	-1,7%	3105,0	10%	2%	5%	1%
1994	775%	872%	19%	-1314%	-2,7%	5325,0	6%	2%	8%	2%

Ti: Tasa de interés

CUADRO 1.1
TRANSFERENCIAS AL EXTERIOR
(deflactados con el índice de precios al productor)

Años	Transferencias al Ext.	PIB	Transf/PIB
1970	4970	2179936	0,2%
1975	91667	3238584	2,8%
1976	92148	3297499	2,8%
1978	76671	3440654	2,2%
1980	29690	4276490	0,7%
1981	-139679	4680785	-3,0%
1982	72139	4763323	1,5%
1983	-250356	4349580	-5,8%
1984	-242572	4458575	-5,4%
1985	-308171	4734436	-6,5%
1986	-252317	4426760	-5,7%
1987	-131643	4393091	-3,0%
1988	-267268	4739520	-5,6%
1989	-276797	5541333	-5,0%
1990	50628	6077759	0,8%
1991	-91445	6555928	-1,4%
1992	-164181	6937943	-2,4%
1993	-91907	7268008	-1,3%
1994	-143260	7724807	-1,9%

Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables

Transferencias al exterior: Se define como la diferencia entre desembolsos y servicios de la deuda

CUADRO 2
TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN SEGÚN AGENTES
(deflactados con el índice de precios de la FBKF)

PERIODOS	FBKF (1)	FBKF (1) PRIVADA	FBKF (1) PÚBLICA	FBKF GOB. FED	FBKF OD y EGF *	FBKF (2) EMPRESAS
1961/94	5,9%	6,5%	4,3%	3,8%	4,5%	6,1%
1961/71	8,2%	9,2%	5,8%	9,6%	3,3%	8,0%
1972/82	6,9%	4,5%	10,8%	3,5%	16,4%	7,5%
1983/87	1,6%	7,8%	-8,4%	-11,1%	-7,7%	2,7%
1988/94	8,1%	9,1%	4,5%	14,2%	2,0%	7,8%

COMPOSICIÓN DE LA INVERSIÓN SEGÚN AGENTES
(deflactados con el índice de precios de la FBKF)

PERIODOS	FBKF INEGI	FBKF (1) PRIVADA	FBKF (1) PÚBLICA	FBKF GOB. FED	FBKF OD y EGF	FBKF (2) EMPRESAS
1961/94	100%	66,5%	33,5%	12,3%	21,2%	87,7%
1961/71	100%	65,4%	34,6%	16,7%	17,9%	83,3%
1972/82	100%	57,8%	42,2%	18,8%	23,4%	81,2%
1983/87	100%	63,5%	36,5%	8,1%	28,3%	91,9%
1988/94	100%	78,5%	21,5%	4,9%	16,7%	95,1%

* OD y EGF: Organismos descentralizados y empresas del gobierno federal

1) Está ajustada a la reportada por el Banco de México (1960/69)

2) Es la sumatoria de la FBKF privado y de OD y EGF

COEFICIENTE DE LA INVERSIÓN SEGÚN AGENTES
(deflactados con el índice de precios de la FBKF)

PERIODOS	FBKF INEGI (1)	FBKF PRIVADA (1)	FBKF PÚBLICA (1)
1961/94	19%	12,8%	6,4%
1961/71	20%	12,9%	6,8%
1972/82	22%	12,8%	9,4%
1983/87	18%	11,2%	6,5%
1988/94	17%	13,4%	3,7%

CUADRO 3
RELACIÓN ENTRE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO Y LA FBKF
(variables deflactadas con el índice de precios del productor)

PERIODO	TOTAL	ENE	C.C.F.	Créditos	Valores	Finext
1961/94	375%	240%	39%	56%	20%	23%
1961/71	352%	280%	28%	26%	6%	13%
1972/82	318%	202%	25%	46%	21%	24%
1983/87	441%	231%	54%	120%	25%	12%
1988/94	410%	267%	51%	48%	22%	30%

ANOS	TOTAL	ENE	C.C.F.	Créditos	Valores	Finext
1961	420%	345,1%	32,6%	27,1%	1,2%	14,4%
1962	404%	329,6%	32,7%	29,0%	1,6%	11,0%
1963	377%	313,8%	30,3%	19,8%	1,3%	11,4%
1964	387%	307,6%	27,6%	23,1%	9,5%	19,2%
1965	360%	297,0%	27,8%	11,9%	15,9%	7,0%
1966	356%	285,1%	27,3%	25,0%	7,7%	11,0%
1967	338%	266,6%	26,1%	25,5%	4,2%	15,9%
1968	322%	256,2%	26,3%	21,7%	4,6%	13,2%
1969	332%	255,6%	26,7%	32,3%	5,4%	11,7%
1970	318%	244,3%	26,8%	30,4%	3,7%	12,6%
1971	352%	274,2%	29,0%	30,2%	6,0%	12,3%
1972	321%	250,7%	27,8%	24,6%	9,0%	8,7%
1973	338%	253,0%	26,5%	24,7%	10,5%	23,4%
1974	337%	242,7%	26,1%	26,1%	12,0%	30,0%
1975	268%	182,3%	21,8%	27,8%	10,5%	25,8%
1976	329%	206,2%	26,3%	48,6%	17,0%	31,2%
1977	334%	222,9%	29,4%	49,1%	13,1%	19,9%
1978	297%	211,5%	27,5%	28,0%	12,7%	17,2%
1979	280%	187,4%	24,8%	31,6%	16,3%	20,0%
1980	281%	184,6%	22,9%	35,1%	14,6%	23,7%
1981	292%	168,8%	21,7%	47,3%	22,0%	32,1%
1982	433%	193,1%	25,2%	117,6%	70,5%	26,6%
1983	460%	284,5%	33,4%	86,5%	31,1%	24,4%
1984	428%	281,6%	32,8%	72,2%	34,0%	7,0%
1985	386%	206,8%	58,9%	112,8%	3,8%	3,6%
1986	453%	187,3%	70,5%	164,4%	20,3%	10,5%
1987	487%	204,8%	70,9%	158,8%	38,0%	14,2%
1988	455%	271,4%	61,9%	43,9%	76,3%	1,7%
1989	431%	300,0%	58,2%	37,9%	22,9%	12,1%
1990	426%	292,5%	51,5%	36,2%	8,2%	37,6%
1991	399%	274,0%	48,0%	35,1%	4,2%	37,6%
1992	384%	250,1%	45,4%	49,8%	9,0%	29,7%
1993	421%	256,1%	48,6%	36,4%	32,0%	48,2%
1994	380%	242,9%	47,1%	83,4%	15,5%	33,0%

CUADRO 3.1
TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN FIJA TOTAL Y
SUS FUENTES DE FINANCIAMIENTO
(deflactadas con el índice a precios del productor)

PERIODOS	FBKF	ENE	C.C.F.	Créditos	Valores	Finext
1961/94	6,8%	5,7%	8,0%	10,5%	15,4%	9,5%
1961/71	9,4%	6,9%	8,1%	10,6%	28,6%	7,7%
1972/82	7,9%	5,2%	6,9%	26,2%	32,6%	20,7%
1983/87	1,8%	-6,3%	22,8%	18,4%	7,0%	-11,1%
1988/94	9,3%	7,3%	4,4%	21,6%	-16,2%	78,3%

AÑOS	(1960=100)			Créditos	Valores	Finext
	FBKF	ENE	C.C.F.			
1960	100%	100%	100%			100%
1961	99%	110%	106%	100%	100%	151%
1962	104%	110%	111%	113%	139%	121%
1963	124%	124%	122%	91%	133%	149%
1964	144%	142%	129%	124%	1158%	293%
1965	158%	150%	143%	70%	2116%	117%
1966	177%	162%	158%	165%	1151%	206%
1967	203%	173%	173%	192%	724%	343%
1968	220%	181%	188%	177%	843%	307%
1969	238%	195%	206%	285%	1086%	296%
1970	254%	199%	222%	287%	801%	338%
1971	243%	214%	230%	273%	1238%	316%
1972	288%	232%	262%	264%	2181%	266%
1973	310%	251%	268%	285%	2736%	768%
1974	339%	264%	289%	329%	3420%	1079%
1975	470%	274%	334%	485%	4145%	1285%
1976	405%	267%	347%	732%	5792%	1337%
1977	361%	258%	346%	660%	3984%	761%
1978	423%	286%	380%	440%	4513%	772%
1979	522%	313%	422%	614%	7165%	1105%
1980	603%	356%	450%	786%	7414%	1513%
1981	702%	379%	497%	1235%	12990%	2385%
1982	619%	383%	508%	2709%	36766%	1744%
1983	440%	401%	479%	1416%	11523%	1138%
1984	467%	421%	499%	1255%	13388%	345%
1985	527%	349%	1013%	2212%	1706%	204%
1986	501%	300%	1151%	3060%	8542%	559%
1987	472%	309%	1091%	2786%	15104%	711%
1988	512%	445%	1033%	836%	32917%	95%
1989	558%	536%	1058%	786%	10758%	716%
1990	634%	594%	1064%	853%	4392%	2525%
1991	713%	626%	1115%	932%	2548%	2838%
1992	793%	635%	1175%	1468%	6043%	2495%
1993	787%	646%	1248%	1065%	21216%	4018%
1994	872%	678%	1340%	2707%	11370%	3047%

CUADRO 4			
COMPOSICIÓN DE LOS CRÉDITOS SEGÚN DESTINATARIOS			
(deflactados con el índice de precios al productor)			
PERIODOS	CRÉDITOS		
	TOTAL	PRIVADOS	PÚBLICOS
1961/94	100%	55%	45%
1961/71	100%	92%	8%
1972/82	100%	56%	44%
1983/87	100%	28%	72%
1988/94	100%	79%	21,0%

AÑOS	CRÉDITOS		
	TOTAL	PRIVADOS	PÚBLICOS
1961	100%	88%	12%
1962	100%	90%	10%
1963	100%	63%	37%
1964	100%	91%	9%
1965	100%	97%	3%
1966	100%	90%	10%
1967	100%	93%	7%
1968	100%	90%	10%
1969	100%	99%	1%
1970	100%	101%	-1%
1971	100%	86%	14%
1972	100%	88%	12%
1973	100%	88%	12%
1974	100%	98%	2%
1975	100%	92%	8%
1976	100%	88%	12%
1977	100%	89%	11%
1978	100%	86%	14%
1979	100%	67%	33%
1980	100%	67%	33%
1981	100%	47%	53%
1982	100%	14%	86%
1983	100%	28%	72%
1984	100%	53%	47%
1985	100%	24%	76%
1986	100%	19%	81%
1987	100%	31%	69%
1988	100%	68%	32%
1989	100%	113%	-13%
1990	100%	113%	-13%
1991	100%	129%	-29%
1992	100%	98%	2%
1993	100%	101%	-1%
1994	100%	26%	74%

CUADRO 4.1

TASA DE CRECIMIENTO DE LOS FLUJOS DE CRÉDITOS
(deflactados con el índice de precios al productor)

PERIODOS	CRÉDITOS		
	TOTAL	PRIVADOS	PÚBLICOS
1961/94	10,5%	6,5%	16,7%
1961/71	10,6%	10,4%	11,8%
1972/82	26,2%	5,4%	53,7%
1983/87	18,4%	21,1%	17,3%
1988/94	21,6%	3,8%	39,9%

AÑOS	CRÉDITOS			CRÉDITOS		
	TOTAL	PRIVADOS	PÚBLICOS	TOTAL	PRIVADOS	PÚBLICOS
	(1961=100)			tasas de crecimientos anuales		
1961	100%	100%	100%			
1962	113%	115%	92%	13%	15%	-8%
1963	91%	65%	277%	-19%	-44%	202%
1964	124%	128%	93%	37%	97%	-66%
1965	70%	77%	18%	-44%	-40%	-80%
1966	165%	168%	142%	137%	119%	680%
1967	192%	204%	107%	16%	21%	-25%
1968	177%	181%	153%	-8%	-11%	43%
1969	285%	322%	22%	61%	78%	-86%
1970	287%	328%	-14%	0%	2%	-165%
1971	273%	268%	306%	-5%	-18%	-2246%
1972	264%	265%	259%	-3%	-1%	-15%
1973	285%	284%	292%	8%	7%	12%
1974	329%	367%	51%	16%	29%	-83%
1975	485%	507%	328%	47%	38%	546%
1976	732%	736%	698%	51%	45%	113%
1977	660%	670%	584%	-10%	-9%	-16%
1978	440%	429%	519%	-33%	-36%	-11%
1979	614%	471%	1649%	39%	10%	218%
1980	786%	600%	2128%	28%	28%	29%
1981	1235%	657%	5418%	57%	9%	155%
1982	2709%	447%	19091%	119%	-32%	252%
1983	1416%	456%	8367%	-48%	2%	-56%
1984	1255%	758%	4856%	-11%	66%	-42%
1985	2212%	608%	13827%	76%	-20%	185%
1986	3060%	658%	20453%	38%	8%	48%
1987	2786%	980%	15863%	-9%	49%	-22%
1988	836%	647%	2198%	-70%	-34%	-86%
1989	786%	1015%	-866%	-6%	57%	-139%
1990	853%	1097%	-916%	8%	8%	6%
1991	932%	1367%	-2216%	9%	25%	142%
1992	1468%	1633%	274%	57%	19%	-112%
1993	1065%	1220%	-59%	-28%	-25%	-122%
1994	2707%	808%	16453%	154%	-34	-27804

CUADRO 4.2
TASA DE CRECIMIENTO DE LOS CRÉDITOS, SEGÚN PLAZOS
 (deflactados con el índice de precios del productor, 1980=100)
 (1961/78)

ANOS	TOTAL	Créditos a Empresas y Particulares						F.C.	
		GOB. FED.	360 días	Total	30 días	90 días	180 días		360 días
1961/78	9,1%	21,8%	8,8%	-200,4%	-219,9%	14,2%	-216,6%	8,1%	-0,1184171
1961/71	10,6%	20,7%	10,4%	20,7%	20,4%	12,9%	17,3%	10,7%	-1
1972/78	8,9%	26,1%	7,6%	-28,5%	196,7%	28,2%	-5,3%	24,9%	

COMPOSICION DE LOS CREDITOS SEGUN PLAZOS

ANOS	TOTAL	Créditos a Empresas y Particulares						F.C.	
		GOB. FED.	360 días	Total	30 días	90 días	180 días		360 días
1961/78	100,0%	-0,4%	100,4%	0,1%	8,8%	22,1%	22,8%	45,7%	0,00529157
1961/71	100,0%	0,3%	99,7%	0,3%	5,0%	18,6%	23,5%	51,6%	0,00914158
1972/78	100,0%	-0,9%	100,9%	0,0%	11,0%	24,0%	22,4%	42,2%	0,00305497

F.C.: Fondos Comunales

CUADRO 4.3				
TASA DE CRECIMIENTO DE LOS CRÉDITOS SEGÚN EMISORES				
(deflactados con el índice de precios al productor)				
PERIODOS	TOTAL	Banco de México	Instituciones Nac. de Cred.	Bancos Privados y Mixtos
1961/78	9,2%	-2,4%	6,8%	15,2%
1961/71	10,6%	-12,7%	12,0%	17,7%
1972/78	8,9%	6,3%	3,8%	8,7%

COMPOSICION DE LOS CREDITOS SEGUN EMISORES				
(deflactados con el índice de precios al productor)				
PERIODOS	TOTAL	Banco de México	Instituciones Nac. de Cred.	Bancos Privados y Mixtos
1961/78	100,0%	6,0%	49,5%	49,8%
1961/71	100,0%	-1,7%	37,0%	64,7%
1972/78	100,0%	2,0%	56,9%	41,1%

CUADRO 4.4
TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS CRÉDITOS SEGÚN EMISORES
(deflactado con el índice de precios al productor, base 1980=100)
(1978/94)

PERIODOS	BANCO DE MEXICO			BANCA DE DESARROLLO			BANCA COMERCIAL		
	Total	SPuNB	SPrNB	Total	SPuNB	SPrNB	Total	SPuNB	SPrNB
1978/94	11%	7%	10%	14%	24%	5%	11%	8%	11%
1978/82	57%	-29%	29%	111%	228%	-20%	30%	135%	1%
1983/87	18%	8%	-2%	32%	34%	19%	21%	20%	22%
1988/94	22%	-29%	13%	26%	40%	6%	34%	-7%	26%

COMPOSICION DE LOS CRÉDITOS SEGÚN EMISORES
(deflactado con el índice de precios al productor, base 1980=100)
(1978/94)

PERIODOS	BANCO DE MEXICO			BANCA DE DESARROLLO			BANCA COMERCIAL		
	Total	SPuNB	SPrNB	Total	SPuNB	SPrNB	Total	SPuNB	SPrNB
1978/94	100%	2%	0%	39%	33%	6%	59%	12%	47%
1978/82	100%	1%	0%	50%	46%	5%	48%	14%	34%
1983/87	100%	5%	0%	52%	44%	7%	43%	22%	21%
1988/94	100%	-1%	0%	15%	9%	6%	86%	-1%	88%

CUADRO 5			
TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS INVERSIONES EN VALORES			
(deflactados con el índice de precios al productor)			
(1961/78)			
PERIODOS	TOTAL	G.F.	EMPRESAS
1961/78	26%	26%	25%
1961/71	29%	34%	-2%
1972/78	24%	19%	47%

COMPOSICIÓN DE LOS VALORES SEGUN AGENTES			
(deflactados con el índice de precios al productor)			
(1961/78)			
PERIODOS	TOTAL	G.F.	EMPRESAS
1961/78	100%	92%	8%
1961/71	100%	94%	6%
1972/78	100%	92%	8%

CUADRO 5.1			
TASA DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES			
(deflactados con el índice de precios al productor)			
(1978/94)			
PERIODOS	TOTAL	SPuNB	SPriNB
1978/94	1,8%	0,2%	9,6%
1978/82	60,5%	63,6%	7,3%
1983/87	11,5%	11,3%	28,9%
1988/94	-8,8%	-13,2%	20,6%

COMPOSICION DE LOS VALORES SEGUN AGENTES			
(deflactados con el índice de precios al productor)			
(1978/94)			
PERIODOS	TOTAL	SPuNB	SPriNB
1978/94	100,0%	92,6%	7,4%
1978/82	100,0%	95,8%	4,2%
1983/87	100,0%	99,4%	0,6%
1988/94	100,0%	64,3%	35,7%

G.F.:Gobierno Federal

CUADRO 6					
TASAS DE CRECIMIENTO DEL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE*					
(deflactados con el índice de precios del productor, 1980=100)					
PERIODOS	TOTAL	Endeud. público	Endeud. Privado	IED	Redocument.
1960/94	11%	3%	15%	16%	
1960/71	11%	2%	14%	-225%	
1972/82	21%	37%	10%	7%	
1983/87	-11%	11%	-11%	2%	
1988/94	78%	1%	145%	47%	

COMPOSICIÓN DEL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE*					
(deflactados con el índice de precios del productor, 1980=100)					
PERIODOS	TOTAL	Endeud. público	Endeud. Privado	IED	Redocument.
1960/94	100%	41%	36%	24%	-1%
1960/71	100%	53%	17%	29%	0%
1972/82	100%	68%	19%	13%	0%
1983/87	100%	105%	-57%	44%	8%
1988/94	100%	4%	71%	28%	-3%

*Se excluye el incremento de activos

CUADRO 6.1			
ESTRUCTURA DEL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE			
(en %, con respecto al total)			
	1994/83	1987/83	1994/88
TOTAL	100	100	100
FINANCIERO	74	32	75
Público	7	39	7
Privado	13	-7	13
Cartera	54	-	55
PRODUCTIVO	28	92	27
Público	-4	87	-6
Privado	5	-39	6
I.E.D.	28	43	27
Redoc.	-2	-23	-2

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos

CUADRO 7 TASA DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN FIJA DE EMPRESAS DE CONTROL ESTATAL Y SUS FUENTES DE FINANCIAMIENTO (variables deflactadas con el índice de precios al productor)					
PERIODOS	Inversión	Ingresos Interno (1)	Financ. Interno (1)	Financ. Ext. (2)*	Otros Finac.
1965/94	11%	9%	-28%	-4%	7%
1965/71	11%	3%	12%	-5%	-14%
1972/82	14%	16%	3%	33%	34%
1983/87	-8%	-6%	-16%	-20%	-12%
1988/94	2%	2%	-75%	3%	3%

ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS DE CONTROL ESTATAL					
PERIODOS	TOTAL FINAC.	Ingresos Interno (1)	Financ. Interno (1)	Financ. Ext. (2)	Otros Finac.(3)
1965/94	100%	90%	13%	15%	-19%
1965/71	100%	82%	14%	11%	-7%
1972/82	100%	49%	16%	37%	-1%
1983/87	100%	162%	22%	-14%	-70%
1988/94**	100%	126%	-3%	-6%	-18%

ANOS	Inversión	Ingresos Propios(1)	Financ. Interno (2)	Financ Extern (2)	Otros Finac (3)
1965	100%	186%	-31%	0%	-55%
1966	100%	107%	15%	0%	-23%
1967	100%	72%	13%	20%	-5%
1968	100%	77%	12%	11%	-1%
1969	100%	87%	9%	9%	-5%
1970	100%	83%	1%	20%	-4%
1971	100%	59%	37%	5%	-1%
1972	100%	70%	29%	3%	-2%
1973	100%	48%	8%	49%	-5%
1974	100%	49%	29%	22%	1%
1975	100%	26%	38%	36%	-1%
1976	100%	43%	31%	21%	5%
1977	100%	55%	10%	34%	1%
1978	100%	49%	6%	44%	1%
1979	100%	60%	4%	41%	-4%
1980	100%	44%	22%	32%	2%
1981	100%	20%	9%	73%	-2%
1982	100%	85%	10%	13%	-8%
1983	100%	100%	64%	-20%	-44%
1984	100%	124%	7%	-15%	-16%
1985	100%	133%	-2%	-17%	-14%
1986	100%	373%	-5%	-3%	-265%
1987	100%	105%	43%	-12%	-36%
1988	100%	120%	4%	-2%	-22%
1989	100%	118%	-9%	0%	-9%
1990	100%	170%	-12%	-46%	-12%
1991	100%	96%	0%	0%	4%
1992	100%	103%	4%	11%	-18%
1993	100%	121%	-3%	2%	-19%
1994	100%	121%	0%	2%	-24%

* A partir de 1967 aparece el financiamiento externo

** Se excluye de la participación en el año de 1990 debido a que no se encontró la separación entre endeudamiento interno y externo

(1) Se considera el ahorro en cuenta corriente y los ingresos por concepto de capital

(2) Se refiere a financiamiento externo por lo tanto se excluye amortizaciones

(3) Incluye Déficit (+) o superávit (-)

CUADRO 8						
TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN FIJA DE EMPRESAS Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO						
(deflactados con el índice de precios al productor 1980=100)						
(1961/77)						
PERIODOS	TOTAL	ENO	CCF	Créditos	Valores	Finex Ext.
1961/77	8%	5%	8%	12%	25%	15%
1961/71	4%	7%	8%	10%	-2%	13%
1972/77	10%	2%	6%	18%	-267%	25%

RELACIÓN ENTRE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO Y LA FBKF DE LAS EMPRESAS*						
(deflactados con el índice de precios al productor 1980=100)						
(1961/77)						
PERIODOS	TOTAL	ENO	CCF	Créditos	Valores	Finex Ext.
1961/77	600%	465%	50%	57%	1%	28%
1961/71	660%	535%	53%	49%	1%	22%
1972/77	549%	404%	47%	63%	2%	33%

AÑOS	FBKF	E.N.O.	CCF	Créditos	Valores	Finex Ext.
1961	622%	518%	49%	40%	1%	14%
1962	620%	504%	50%	44%	1%	21%
1963	540%	460%	44%	21%	1%	14%
1964	529%	434%	39%	42%	0%	13%
1965	861%	726%	68%	24%	2%	42%
1966	763%	634%	61%	53%	2%	14%
1967	618%	502%	49%	48%	1%	18%
1968	616%	496%	51%	41%	0%	28%
1969	622%	486%	51%	63%	0%	23%
1970	660%	516%	57%	65%	0%	22%
1971	886%	703%	74%	76%	0%	32%
1972	678%	542%	60%	54%	-1%	22%
1973	572%	464%	49%	46%	1%	13%
1974	579%	447%	48%	52%	1%	32%
1975	459%	333%	40%	50%	0%	36%
1976	537%	357%	46%	90%	2%	42%
1977	549%	373%	49%	78%	7%	41%

* Se considera las empresas privadas y los organismos descentralizados y empresas del gobierno federal

CUADRO 9
TASAS DE CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN PRIVADA Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO
 (deflactados con el índice de precios al productor, 1980=100)
 (1978/94)

PERIODOS	FBKF	ENE	Créditos	Valores	Fin. Ext.*
1978/94	7%	6%	11%	16%	18%
1978/82	9%	8%	0%	-32%	19%
1983/87	8%	-6%	21%	82%	-37%
1988/94	10%	7%	23%	-28%	67%

RELACION ENTRE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO Y LA FBKF PRIVADA
 (deflactados con el índice de precios al productor, 1980=100)
 (1978/94)

PERIODOS	TOTAL	ENE	Créditos	Valores	Fin. Ext.*
1978/94	428%	345%	52%	6%	25%
1978/82	397%	340%	39%	1%	17%
1983/87	424%	363%	53%	10%	-2%
1988/94	443%	340%	57%	7%	39%

ANOS	FBKF	ENE	Créditos	Valores	Fin. Ext (1)
1978	430%	377%	44%	0%	10%
1979	388%	333%	38%	0%	17%
1980	406%	335%	43%	1%	26%
1981	369%	311%	41%	2%	16%
1982	403%	357%	32%	0%	14%
1983	548%	507%	44%	1%	-4%
1984	546%	484%	66%	7%	-11%
1985	365%	317%	42%	7%	-1%
1986	352%	282%	47%	22%	1%
1987	368%	288%	69%	10%	0%
1988	453%	356%	39%	55%	4%
1989	465%	397%	57%	-1%	13%
1990	451%	384%	54%	-17%	30%
1991	456%	350%	58%	3%	45%
1992	423%	310%	60%	9%	44%
1993	442%	321%	46%	8%	66%
1994	427%	301%	76%	4%	45%

*Financiamiento Externo incluye los préstamos otorgados al sistema bancario y los recursos captados por el sector financiero no bancario

CUADRO 10
TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS
 (variables deflactadas con el índice de precios al productor)

PERIODOS	Agregados Monetarios			Billetes moneda y cuentas de cheques			Instrum. bancarios de C.P. más aceptaciones bancarias			Instrum. no bancarios corto plazo			Instrum. banc y no banc de largo plazo		
	Totales			cuentas de cheques			aceptaciones bancarias			corto plazo			de largo plazo		
	Total	MN	ME	Total	MN	ME	Total	M.N.	M.E.	Total	M.N.	M.E.	Total	M.N.	M.E.
1961/94	11%	1%	24%	5%	1%	-209%	10%	9%	14%						
1961/71	16%	17%	18%	13%	11%	-3%	17%	18%	3%						
1972/82	19%	20%	45%	13%	14%	22%	19%	21%	36%						
1983/87	17%	13%	139%	14%	11%	83%	12%	8%	51%	53%	49%		20%	16%	44%
1988/94	6%	-34%	27%	-17%	-33%	76%	13%	7%	38%	-1%	24%	23%	38%	34%	59%

COMPOSICIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

PERIODOS	Agregados Monetarios			Billetes moneda y cuentas de cheques			Instrum. bancarios de C.P. más aceptaciones bancarias			Instrum. no bancarios corto plazo			Instrum. banc. y no banc. de largo plazo		
	Totales			cuentas de cheques			aceptaciones bancarias			corto plazo			de largo plazo		
	Total	MN	ME	Total	MN	ME	Total	M.N.	M.E.	Total	M.N.	M.E.	Total	M.N.	M.E.
1961/94	100%	86%	14%	23%	22%	1%	52%	46%	6%	12%	7%	5%	12%	11%	2%
1961/71	100%	99%	1%	28%	26%	0%	74%	73%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
1972/82	100%	90%	10%	32%	31%	1%	58%	50%	8%	5%	5%	0%	5%	4%	1%
1983/87	100%	93%	7%	18%	16%	1%	58%	56%	3%	11%	11%	1%	13%	10%	2%
1988/94	100%	75%	25%	22%	21%	1%	38%	31%	8%	20%	7%	13%	20%	17%	3%

AÑOS	Agregados Monetarios			Billetes moneda y cuentas de cheques			Instrum. bancarios de C.P. más aceptaciones bancarias			Instrum. no bancarios corto plazo			Instrum. banc y no banc. de largo plazo		
	Totales			cuentas de cheques			aceptaciones bancarias			corto plazo			de largo plazo		
	Total	MN	ME	Total	MN	ME	Total	M.N.	M.E.	Total	M.N.	M.E.	Total	M.N.	M.E.
1961	100%	97%	3%	24%	30%	-5%	76%	68%	8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1962	100%	93%	7%	42%	39%	3%	58%	54%	3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1963	100%	96%	4%	44%	44%	0%	56%	52%	4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1964	100%	100%	0%	45%	43%	2%	55%	57%	-2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1965	100%	102%	-2%	21%	22%	-1%	79%	80%	-1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1966	100%	99%	1%	26%	25%	1%	74%	74%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1967	100%	95%	5%	18%	18%	0%	82%	77%	5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1968	100%	97%	3%	30%	30%	1%	70%	67%	3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1969	100%	100%	0%	21%	21%	0%	79%	79%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1970	100%	99%	1%	21%	20%	0%	79%	79%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1971	100%	103%	-3%	19%	20%	-1%	81%	84%	-2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1972	100%	102%	-2%	38%	36%	1%	62%	65%	-3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1973	100%	90%	10%	62%	55%	7%	38%	35%	3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1974	100%	101%	-1%	40%	42%	-2%	60%	59%	0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1975	100%	95%	5%	29%	28%	1%	71%	66%	5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1976	100%	36%	64%	89%	74%	15%	11%	-38%	49%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1977	100%	76%	25%	35%	32%	2%	45%	23%	22%	0,0%	0,0%	0,0%	20,8%	20,0%	0,9%
1978	100%	92%	8%	36%	35%	1%	43%	36%	7%	1,2%	1,2%	0,0%	19,4%	19,5%	-0,2%
1979	100%	80%	20%	35%	32%	3%	49%	32%	16%	5,6%	5,6%	0,0%	10,9%	10,1%	0,9%
1980	100%	85%	15%	29%	27%	2%	61%	48%	12%	5,1%	5,1%	0,0%	5,4%	4,5%	0,8%
1981	100%	75%	25%	24%	22%	2%	73%	51%	22%	4,3%	4,3%	0,0%	-1,9%	-2,6%	0,7%
1982	100%	112%	-12%	23%	24%	-2%	64%	75%	-12%	12,3%	12,3%	0,0%	1,4%	-0,2%	1,6%
1983	100%	101%	-1%	17%	17%	0%	65%	67%	-2%	6,3%	6,3%	0,0%	11,5%	10,3%	1,2%
1984	100%	98%	2%	21%	21%	0%	65%	64%	1%	7,2%	7,2%	0,0%	6,8%	5,8%	1,0%
1985	100%	92%	8%	23%	22%	1%	54%	51%	3%	6,8%	6,8%	0,0%	16,2%	12,5%	3,7%
1986	100%	91%	9%	15%	13%	2%	58%	54%	4%	11,0%	11,0%	0,0%	15,4%	12,9%	2,5%
1987	100%	87%	13%	15%	13%	2%	54%	48%	6%	18,1%	16,5%	1,7%	12,5%	9,7%	2,8%
1988	100%	67%	33%	16%	17%	0%	36%	32%	4%	45,0%	15,9%	29,1%	2,8%	2,5%	0,4%
1989	100%	107%	-7%	13%	12%	2%	42%	40%	2%	33,6%	54,7%	-21,1%	11,4%	0,0%	11,4%
1990	100%	89%	11%	20%	20%	0%	41%	33%	9%	18,7%	19,1%	-0,4%	19,8%	16,9%	2,8%
1991	100%	87%	13%	65%	65%	0%	29%	18%	11%	-28,5%	-29,0%	0,5%	34,3%	33,5%	0,8%
1992	100%	102%	-2%	22%	20%	1%	50%	51%	-1%	3,1%	3,2%	0,0%	25,5%	28,2%	-2,6%
1993	100%	90%	10%	18%	17%	0%	19%	12%	7%	32,7%	30,0%	2,7%	30,4%	30,4%	0,0%
1994	100%	4%	96%	4%	1%	3%	53%	35%	18%	29,3%	-41,7%	71,0%	13,9%	10,0%	4,0%

CUADRO 10.1 PENETRACIÓN FINANCIERA (en %, con respecto al PIB)					
PERIODO	AGREGADOS MONETARIOS TOTALES			PENETRACIÓN	
	TOTAL	M.N.	M.E.	Bancario	Bursátil
1960/94	43%	37%	6%	32%	12%
1961/71	28%	26%	2%	28%	0%
1972/82	34%	31%	4%	33%	1%
1983/87	41%	37%	3%	34%	6%
1988/94	44%	37%	6%	32%	12%

PENETRACIÓN FINANCIERA (en %, con respecto al PIB)					
PERIODO	AGREGADOS MONETARIOS TOTALES			PENETRACIÓN	
	TOTAL	MN	ME	Bancario	Bursátil
1960	18%	16%	2%	18%	0%
1961	19%	17%	2%	19%	0%
1962	21%	19%	2%	21%	0%
1963	22%	20%	2%	22%	0%
1964	23%	21%	2%	23%	0%
1965	24%	22%	2%	24%	0%
1966	26%	25%	1%	26%	0%
1967	28%	27%	2%	28%	0%
1968	30%	28%	2%	30%	0%
1969	32%	31%	1%	32%	0%
1970	34%	33%	1%	34%	0%
1971	35%	34%	1%	35%	0%
1972	36%	35%	1%	36%	0%
1973	33%	32%	1%	33%	0%
1974	30%	30%	1%	30%	0%
1975	31%	30%	1%	31%	0%
1976	29%	26%	3%	29%	0%
1977	28%	24%	4%	28%	0%
1978	30%	26%	4%	30%	0%
1979	32%	27%	5%	31%	1%
1980	33%	28%	5%	31%	1%
1981	35%	29%	6%	34%	1%
1982	39%	37%	2%	36%	3%
1983	36%	35%	1%	32%	3%
1984	36%	35%	1%	33%	4%
1985	33%	32%	1%	30%	3%
1986	41%	38%	3%	35%	6%
1987	44%	39%	5%	36%	8%
1988	32%	26%	6%	23%	9%
1989	37%	33%	4%	25%	12%
1990	40%	36%	4%	27%	13%
1991	41%	36%	5%	31%	10%
1992	41%	38%	4%	32%	10%
1993	47%	43%	4%	34%	13%
1994	52%	38%	14%	38%	14%

Penetración Total: M4/PIB

Penetración Bancaria: Se considera M1, M2, Instrumentos Bancarios de Largo Plazo y los fondos de FICORCA

Penetración Bursátil: Se considera m3, Instrumentos No Bancarios de Largo y los Fondos del SAR.

CUADRO 11
TASA DE CRECIMIENTO MEDIA ANUAL DE LOS PASIVOS, POR MONEDA E INSTRUMENTOS
(flujos, deflactados con el índice del precio del productor)
(1961/78)

PERIODO	TOTAL						POR INSTRUMENTOS					
	O.T.	M.N.	ME	PM	I.A.	O.D.	O.P.	C.R.R.				
1961/78	14%	16%	7%	17%	12%	16%	10%	4%				
1961/71	14%	17%	4%	11%	18%	15%	5%	12%				
1972/78	6%	5%	25%	9%	6%	5%	23%	-6%				

PARTICIPACION DE LOS PASIVOS, POR MONEDA, INSTRUMENTOS
(flujos, deflactados con el índice del precio del productor)

PERIODO	TOTAL						POR INSTRUMENTOS					
	O.T.	M.N.	ME	PM	I.A.	O.D.	O.P.	C.R.R.				
1961/78	100%	74%	26%	18%	24%	48%	7%	3%				
1961/71	100%	88%	12%	20%	37%	32%	6%	6%				
1972/78	100%	68%	32%	18%	18%	56%	7%	2%				

O. T.: Obligaciones Totales

M.N.: Moneda nacional, ME: moneda extranjera; PM: pasivo monetario; IA: instrumento de ahorro;

O.D.: Obligaciones diversas; O.P.: otros pasivos; C.R.R.: capital, reservas y resultados.

CUADRO 11.1
PARTICIPACIÓN DE LOS PASIVOS EN EL TOTAL, POR MONEDA, BANCA E INSTRUMENTOS
 (Precios constantes)
 (1961/78)

PERIODOS	BANCO DE MEXICO										
	TOTAL	M.N.	M.E.	P.M.	INSTRUMENTOS DE AHORRO			OBLIGACIONES DIVERSAS			OTROS*
					TOTAL	M.N.	M.E.	TOTAL	M.N.	M.E.	
1961/78	100%	80,6%	19,4%	11,7%	18,9%	18,3%	0,7%	5,2%	4,6%	0,7%	1,9%
1961/71	100%	82,2%	17,8%	14,0%	16,6%	16,0%	0,5%	0,8%	0,3%	0,5%	1,7%
1972/78	100%	79,4%	20,6%	10,0%	20,6%	19,9%	0,8%	8,5%	7,7%	0,8%	2,1%

PERIODOS	BANCA DE DESARROLLO										
	TOTAL	M.N.	M.E.	P.M.	INSTRUMENTOS DE AHORRO			OBLIGACIONES DIVERSAS			OTROS*
					TOTAL	M.N.	M.E.	TOTAL	M.N.	M.E.	
1961/78	30,5%	15,8%	14,7%	0,2%	6,0%	5,0%	0,9%	18,9%	5,1%	13,8%	5,4%
1961/71	30,1%	17,1%	13,0%	0,2%	6,8%	5,8%	1,0%	16,5%	4,5%	12,0%	6,3%
1972/78	30,8%	14,8%	16,0%	0,2%	5,4%	4,5%	0,9%	20,7%	5,6%	15,1%	4,7%

PERIODOS	BANCA PRIVADA Y MIXTA										
	TOTAL	M.N.	M.E.	P.M.	INSTRUMENTOS DE AHORRO			OBLIGACIONES DIVERSAS			OTROS*
					TOTAL	M.N.	M.E.	TOTAL	M.N.	M.E.	
1961/78	50,6%	46,6%	4,0%	11,5%	20,6%	18,4%	2,2%	13,2%	11,4%	1,8%	5,2%
1961/71	53,3%	49,1%	4,3%	13,5%	20,5%	18,6%	1,9%	12,8%	10,5%	2,3%	6,5%
1972/78	48,5%	44,7%	3,8%	10,1%	20,7%	18,3%	2,4%	13,5%	12,0%	1,4%	4,3%

PERIODOS	CAPTACION DE LAS INSTITUCIONES PRIVADAS					
	TOTAL	M.N.	Bancos Depósitos	Bancos Ahorro	Inst. Financieras	Capital
1961/78	100%	29,5%	9,8%	45,0%	12,4%	2,7%
1961/71	100%	24,2%	8,6%	49,8%	13,5%	3,0%
1972/82	100%	35,0%	11,0%	39,9%	11,2%	2,4%

* Incluye otros pasivos y capital, reservas y resultados

CUADRO 11.2
TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS PASIVOS POR BANCOS Y MONEDAS(1)
(deflactadas con el índice de precios al productor)
(1978/94)

PERIODO	TOTAL			BANCO DE MEXICO			BANCA DE DESARROLLO			BANCA COMERCIAL		
	CONS.	SIN CONS(2)	M.E.	TOTAL	M.N.	M.E.	TOTAL	M.N.	M.E.	TOTAL	M.N.	M.E.
1978/94	8%	12%	7%	8%	7%	-21%	17%	6%	24%	11%	8%	21%
1978/82	45%	72%	57%	118%	115%	100%	112%	59%	163%	42%	37%	71%
1983/87	20%	15%	5%	2%	0%	23%	29%	2%	36%	11%	9%	17%
1988/94	22%	27%	16%	4%	26%	-64%	31%	-5%	103%	29%	22%	45%

COMPOSICION DE LOS PASIVOS POR BANCOS Y MONEDAS EN EL TOTAL DE LAS OBLIGACIONES (1)
(deflactadas con el índice de precios al productor)
(1978/94)

PERIODO	TOTAL			BANCO DE MEXICO			BANCA DE DESARROLLO			BANCA COMERCIAL		
	SIN CONS(2)	M.N.	M.E.	TOTAL	M.N.	M.E.	TOTAL	M.N.	M.E.	TOTAL	M.N.	M.E.
1978/94	100%	60%	40%	19%	17%	1%	32%	7%	24%	50%	35%	15%
1978/82	100%	64%	36%	26%	24%	2%	31%	10%	21%	43%	30%	13%
1983/87	100%	54%	46%	21%	19%	1%	39%	6%	33%	40%	29%	12%
1988/94	100%	65%	35%	8%	7%	1%	21%	7%	14%	71%	50%	20%

(1) Excluye ajuste de revalorización por tipo de cambio

(2) Las obligaciones no están consolidados a nivel de los bancos.

M.N.: moneda nacional, M.E.: moneda extranjera

CUADRO 12				
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DE LOS PASIVOS, POR PLAZOS Y POR BANCOS				
(variables deflactadas con el índice de precios al productor)				
(1978/94)				
	1978/94	1978/82	1983/87	1988/94
Instr. de Ahorro	8%	30%	12%	27%
Instr. Liquid	21%	42%	27%	28%
No Líquidos	4%	24%	11%	8%
30-365días	2%	48%	7%	-8%
360-535 días	-10%	-63%	-85%	122%
540 o más días			88%	73%
BANCA DE DESARROLLO	3%	24%	7%	2%
Instr. Liquid	-4%	32%	-1%	-38%
No Líquidos	5%	20%	10%	8%
30-365días	-16%	42%	-3%	-47%
360-535 días	-9%	-73%	-86%	
540 o más días			50%	160%
BANCA COMERCIAL	9%	31%	13%	21%
Instr. Liquid	18%	14%	55%	111%
No Líquidos	3%	24%	11%	8%
30-365días	3%	48%	8%	-6%
360-535 días	-10%	-62%	-84%	117%
540 o más días				

PARTICIPACIÓN DE LOS DIVERSOS PASIVOS POR PLAZOS Y BANCOS EN EL TOTAL				
	1978/94	1978/82	1983/87	1988/94
Instr. Ahorro	100%	100%	100%	100%
Instr. Liquid	29%	17%	10%	55%
No Líquidos	71%	83%	90%	45%
30-365días	55%	59%	89%	20%
360-535 días	5%	17%	-2%	4%
540 o más días	11%	6%	3%	21%
BANCA DE DESARROLLO	10%	13%	13%	6%
Instr. Liquid	3%	5%	3%	1%
No Líquidos	8%	9%	11%	4%
30-365días	4%	5%	8%	-1%
360-535 días	1%	2%	0%	1%
540 o más días	3%	2%	3%	5%
BANCA COMERCIAL	90%	87%	87%	94%
Instr. Liquid	26%	13%	7%	53%
No Líquidos	63%	74%	79%	41%
30-365días	52%	54%	81%	22%
360-535 días	4%	15%	-2%	3%
540 o más días				

FUENTES ESTADÍSTICAS

Agregados Monetarios

1961/94: Banco de México "Indicadores Monetarios", varios años
Secretaria de la Presidencia "Informe de gobierno, 1992"

Se calculan los flujos mediante la diferencia del stock de un año con respecto al interior.

C.V: Cartera Vencida

1980/94: González, González; Cynthia "Determinantes de la Cartera Vencida en México (1980.1-1995.4), Tesis de Maestría, Unidad Académica de los Ciclos Profesionales y posgrado del Colegio de Ciencias y Humanidades.

CCF: Consumo de Capital Fijo

1960/69: Banco de México "Cuadernos de Ingreso y Gasto"

1970/94: INEGI "Sistema de Cuentas Nacionales", varios años

Debido a que las variables calculadas por el Banco de México con concuerdan con la de INEGI, se procedió a homogeneizar la primera serie (1960/69) con la segunda (1970/94), mediante el siguiente cálculo:

1) Determinación del valor del año inicial:

$$V_o = V_f / (1 + r_g)^t$$

donde V_o : es el año inicial; V_f : valor final, que es el valor inicial de la segunda serie (ie. 1970); r_g : tasa geométrica de crecimiento; t : el número de años.

2) Los siguiente años (1961/69) se calcularon con base a la tasa de crecimiento simple de la serie original.

A lo largo de la serie hubo una modificación en el cálculo de esta variable. Entre 1960/81 la información se presenta con base en los acervos netos, a precios de reposición; y a partir de 1982 se calculan con base en los acervos brutos a precios de reposición.

Cred: Créditos

1960/78: Banco de México: "Estadísticas Históricas, Moneda y Banca"

1972/94: "Indicadores monetarios, financieros y de finanzas públicas" e "Indicadores Económicos", varios años

Se calcularon los flujos y se consideran únicamente los créditos emitidos a sectores no financieros por el conjunto del sistema bancario.

En 1978 hay un cambio de metodología. Previo a ese año, el monto de los créditos estaba compuesto por el monto demandado por el gobierno federal y las empresas, donde se incluyen las públicas y las privadas. Posteriormente, la información se descomponen entre privados y públicos. Debido a que el total de los créditos no coincide para el año de entrelazamiento entre las dos series, se procedió a homogeneizarla, con el mismo procedimiento que en el caso del CCF.

Créditos a las empresas

1961/78: Banco de México "Estadísticas Históricas, Moneda y Banca"

Créditos al gobierno federal

1961/78: Banco de México “Estadísticas Históricas, Moneda y Banca”

Créditos Públicos

1978/94: “Indicadores monetarios, financieros y de finanzas públicas” e “Indicadores Económicos”, varios años

Se consideran los emitidos por el conjunto bancario a los agentes estatales, independientemente que correspondan al sector empresarial.

Créditos Privados

1961/78: Fueron calculados, descontando el crédito a las empresas públicas.

1978/94: “Indicadores Monetarios y de Finanzas Públicas” e “Indicadores Económicos”, varios años. Se consideran los emitidos por el conjunto bancario a los agentes privados, independientemente que correspondan al sector empresarial.

ENO: Excedente Neto de Explotación

1960/69: Banco de México “Cuadernos de Ingreso y Gasto”

1970/94: INEGI “Sistema de Cuentas Nacionales”, varios años

Se homogeneizaron con el mismo procedimiento que el CCF.

FBKF: Formación Bruta de Capital Fijo

1960/69: Banco de México “Cuadernos de Ingreso y Gasto”

1970/94: INEGI “Sistema de Cuentas Nacionales”, varios años

Se homogeneizaron con el mismo procedimiento que el CCF.

FBKFG: Formación bruta de capital fija gubernamental

1960/69: Banco de México “Cuadernos de Ingreso y Gasto”

1970/94: INEGI “Sistema de Cuentas Nacionales”, varios años

Se homogeneizaron con el mismo procedimiento que el CCF.

Se considera la realizada con excepción de 1960/64 donde se tomo la autorizada.

FBKFP: Formación bruta de capital fija privada

1960/69: Banco de México “Cuadernos de Ingreso y Gasto”

1970/94: INEGI “Sistema de Cuentas Nacionales”, varios años

Se homogeneizaron con el mismo procedimiento que el CCF.

Entre 1960/69 se obtuvo por diferencia entre la total y la pública

FBKFGF: Formación bruta de capital fija del gobierno federal*

Secretaria de Hacienda y Crédito Público “Cuenta de la Hacienda Pública Federal”, varios años

Se considera la inversión física compuestas por obras públicas y construcción, fomento y conservación e inversión física indirecta. A partir de 1980 se desglosa en bienes muebles e inmuebles, obras públicas y erogaciones extraordinarias.

FBKF ODyEGF: Formación bruta de capital fija de organismos descentralizados y empresas del gobierno federal

Secretaría de Hacienda y Crédito Público “Cuenta de la Hacienda Pública Federal”, varios años.

Se considera la inversión física compuestas por obras públicas y construcción inversiones financieras y erogaciones recuperables.

*La suma de la FBKFGF y ODyEGF no se iguala a la reportada por Banco de México e INEGI respectivamente, por tanto, se ajustó con base en las participaciones de cada una de ellas en el total de la FBKF pública reportada por las fuentes anteriores.

FINEXT: Financiamiento Externo

1960/78”. : Banco de México “Estadísticas Históricas de la Balanza de Pagos”, 1950/69 y 1970/78

1978/94: Banco de México “Indicadores Económicos”, varios años

Se definió como la suma de la cuenta de capitales deducidas los activos y omisiones. Se transformó a moneda nacional mediante la tasa de cambio más representativa

1960/82: tasa de cambio promedio

1983/87: tasa de cambio controlada

1988/94: tasa de cambio para obligaciones extranjeras

FC: Fuga de capitales

1960/78: Banco de México “Estadísticas Históricas de la Balanza de Pagos”, 1950/69 y 1970/78..

1979/94: Banco de México “Indicadores Económicos”, varios años

Se consideraron los errores y omisiones y los activos.

Se transformó mediante la tasa de cambio más representativa.

Inflación: México

1960/78: Banco de México: “Estadísticas Históricas, Moneda y Banca”

1978/94: “Indicadores Monetarios y de Finanzas Públicas” e “Indicadores Económicos”, varios años

Se considero distintos índices de precios

1960/69: Índice de precios y salarios al consumidor en la Cuidad de México

1970/94: Índice del precios al consumidor

Ambas series se deflactaron con base al año 1980=100.

E.U.A.

Se utilizo el índice de precios al consumidor, 1987=100

“The Economic Report of the President”

Instrumentos de ahorro

1978/94: Banco de México “Indicadores Monetarios”, varios años

Pasivos

1961/78 Banco de México “Indicadores monetarios, financieros y de finanzas públicas”, 1925/78

Incluye capital, reservas y resultados

1978/94: Banco de México "Indicadores Económicos", varios años

No incluye capital, reservas y resultados

PIB: Producto Interno Bruto

1960/69: Banco de México "Cuadernos de Ingreso y Gasto"

1970/94: INEGI "Sistema de Cuentas Nacionales", varios años

Se homogeneizaron con el mismo procedimiento que el CCF.

Tasa de apalancamiento

1974/87: Basabe y Morera "Los grupos financieros empresariales en México 1974/87. Indicadores Financieros, UNAM, 1995"

1988/94: Información proporcionada por Jorge Basave, responsable del proyecto Grupos Empresariales de México, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.

Se considero la relación activos/pasivos, de las empresas que cotizaron a lo largo de todo el periodo en la Bolsa Mexicana de Valores.

Tasa de interés pasiva nominal: México

Banco de México "Indicadores Monetarios", varios años

Se utilizo distintos instrumentos a lo largo del periodo

1960/77: bonos financieros

1978/94: CETES a 90 días

E.U.A:

Treasurry Bills, 90 días

"The Economic report of the President", varios años

Tasa de interés pasiva real

Se utilizó la siguiente fórmula para calcularla:

$$tin = (tin - inflación)IP / ((1 + inflación)IP)$$

donde tin: tasa de interés nominal; IP: índice de precios

Valores

1960/78, Banco de México "Estadísticas Históricas", 1925/78

Se consideran los valores de renta fija, excluyéndose los valores bancarios para evitar duplicaciones

1978/94 Banco de México "Indicadores monetarios y financieros y de finanzas públicas", 1925/78 e "Indicadores Económicos", varios años.

Se consideran las inversiones en valores de sectores no financieros.

BIBLIOGRAFIA

Adelman Irma (1961), **Teoría del desarrollo económico**, Fondo de Cultura Económica, México, 1984.

Aliber Z. (1970), **A theory of foreing direct investment**, en The international coporation Ch. Kindleberger, (compilador) MIT Press, Cambridge Mass.

Allen, Christopher, S. (1990), **Democratic Politics and Private Investment: Financial regulation in the Federal Republic of Germany and the United States**, Research Report No.2, noviembre de 1990, American Institute for Contemporary Studies, U.S.A.

Amsden A. (1989), **Asia's next giant**, New York, University Oxford, Inglaterra.

Amsden, A. H. y Euh, Y. (1990), **Republic of South Korea's Financial Reform: what are the lessons**, UNCTAD, 30 de abril de 1990.

Asimakopulos A. (1986) **Finance, liquidity, saving and investment** en Journal of Post keynesian Economics, Fall, 1986, Vol. IX, N°1, U.S.A.

Asociación Mexicana de Casas de Bolsas (1987), **Las sociedades de inversión. Experiencia mexicana e internacional**. Mimeo.

Aspe, Pedro (1993), **El camino mexicano de la transformación económica**, Fondo de Cultura Económica, México.

Banco de México, **Indicadores económicos**. (varios años).

--- (1925/78), **Estadísticas históricas del sector externo**.

--- (1925/78), **Estadísticas históricas, moneda y banca**.

--- **Informe anual del banco de México**, Varios años.

--- (1925/86), **Indicadores monetarios y financieros y de finanzas públicas**.

Barro, R. J. (1986), **Macroeconomía**, Nueva Editorial Interamericana, México.

Basave, Kunhanrdt Jorge (1995), **Los grupos financieros empresariales en México 1974/1987**, UNAM, México.

--- (1995), **Información estadística de los grupos empresariales 1988/1994**, diskettes.

Baquiero A y S. Ghigliazza (1983), **Política monetaria en México: el marco institucional en El sistema económico mexicano. Un análisis sobre su situación**, H. E. González (comp), Premia Editora, México.

Bazdresch P. Carlos (1982), **Evolución reciente del sistema financiero mexicano**, Premia Editora; México.

Bolsa Mexicana de Valores (1992), **Desarrollo del sistema financiero durante el proceso de globalización**. Mimeo.

--- (1988), **El mercado de valores 1983/88**. Mimeo.

--- (1989), **El proceso de globalización financiero**. Mimeo.

--- (varios años), **Anuarios Financieros y Bursátiles**.

--- (varios años), **Anuarios Bursátiles**.

--- (varios años), **Indicadores Bursátiles**.

Borjas Martínez Francisco (1991), **El nuevo sistema financiero mexicano**, Fondo de Cultura Económica, México.

---- (1991), **El nuevo régimen del Banco de México**, Fondo de Cultura Económica, México.

Bowles S. y Edwards R. (1990), **Introducción a la economía: Competencia, autoritarismo y cambio en las economías capitalistas**, Versión en español, Alianza Editorial, Madrid España.

Brother D. J. y Solis L. M., (1967), **Evolución financiera de México**, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.

Cardim de Carvalho, Fernando J. C. (1992), **Mr Keynes and the post keynesians. Principles of macroeconomics for a monetary production**, Edward Elgar, Inglaterra.

--- (1995), **Keynes's concept of finance and funding and the structure of the financial system**, en Serie Textos para Discussão, N° 344, Universidad Federal de Rio de Janeiro, Brasil.

Caso Bercht Jorge, (1970), **El mercado de acciones en México**, Centro de Estudios Monetarios Internacionales, México.

Cavazos Lerma Manuel (1976), **Cincuenta años de política monetaria**, (coordinador), Fondo de Cultura Económica, México.

Cordero S. y Santin R. (1977), **Los grupos industriales una nueva organización económica en México**, en Cuadernos del CES No. 23, Colegio de México.

Cardero M. E. y Quijano J. M. (1983), **Expansión y estrangulamiento financiero, 1978-1981**, en Economía Mexicana, N° 4, CIDE, México.

Correa, Eugenia, Arturo Guillen y Gregorio Vidal (1989), **La deuda externa: un grillete de la nación**, Nuestro Tiempo, México.

Correa Eugenia, Allan Alford, Alicia Girón y Edgar Ortiz (1995), **Integración Financiera y TLC: retos y perspectivas**, UNAM e I.I.E. , México.

Correa Eugenia (1996), **Desregulación financiera internacional**, Tesis de doctorado, DEPFE, UNAM.

Crotty James R.(1990), **Owner-manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin and Minsky**, en Journal of Post Keynesian Economics, Summer 1990, Vol. 12, N° 4, U.S.A.

--- (1992), **Neoclassical and Keynesian approaches to the theory of investment**, en Journal of post Keynesian Economics, Summer 1992, Vol. 14, N° 4, U.S.A.

Chick, Victoria (1983), **La macroeconomía según Keynes**, Alianza Editorial, Madrid 1990.

--- (1983), **Monetary increases and their consequences: Streams, backwaters and floods**, Discussion Papers 83-06, Department of Political Economy, University College of London, Inglaterra.

--- (1988), **Sources of finance, recent changes in bank behaviour and theory of investment and interest**, Discussion Paper 87-22, Department of Economics, University College of London, Inglaterra.

--- (1988 B), **The evolution of the Banking System and the Theory of Monetary policy**, ponencia presentada en el seminario Monetary Policy.

---- (1992), **On money, Method and Keynes**, en Selected Essays, P. Arestes y S. Dow, (compiladores) St M. Press, Inglaterra.

Davidson y Kregel (1951), **La teoría de ocupación de Keynes. Presiones e Indización**, en Revista de Economía Latinoamericana, No. 56, Venezuela 1979.

Davidson Paul (1972), **Money and the real world**, Macmillan, Inglaterra 1972.

--- (1978), **Money and real world**, Macmillan Press, Inglaterra.

--- (1986), **Finance, funding, saving, and investment** en Journal of Post Keynesian Economics, Fall, 1986, Vol. 9, N° 1, U.S.A.

---(1994), **Post keynesian macroeconomics theory**, Edward Elgor, England.

Dillard Dudley (1955), **The theory of a monethary economics**, en Post-keynesian Economics (compilador) K. Kurihara, Allen and Unwin, Inglaterra, 1962.

Dow , J.C.R. (1988), **La inestabilidad financiera. Proceso financiero e incertidumbre y consecuencia para el poder del banco central**, en El papel de la banca central en la actualidad, León Bendesky (compilador), CEMLA, México, 1991.

Dow, Sheila y Peter Earl (1982), **Money Matters. A Keynesian approach to monetary economics**, Martin Robertson, Inglaterra.

Ejea G, C. Garrido, C. Leriche y Enrique Quintana (1991), **Mercado de valores. Crisis y Nuevos circuitos financieros en México, 1970/1990**, UAM, México.

Estey J. A. (1991), **Tratados sobre los ciclos económicos**, Fondo de Cultura Económica, 1983, México.

Fadl Kuri Sergio (1996), **Papel actual y perspectivas de la banca de desarrollo en el marco de la economía abierta**, (coord.) en Instituto de Investigaciones Económicas, Facultad de Economía, Cambio XXI, México.

Fanelli, José María, Robert Frenkel y Guillermo Rozenwurcel (1990), **Growth and structural reform un latin America. Where we stand**, Documento CEDES/57, Argentina.

Feiwell G. R. (1981), **Kalecki contribuciones a la teoría de la política económica**, Fondo de Cultura Económica, México.

Felix David (1995), **Financial Globalization versus Free Trade: The case for the Tobin Tax**, University Washington, Mimeo.

Fernández Hurtado Ernesto (1976), **Cincuenta años de la banca central**, (coordinador), Fondo de Cultura Económica, México.

- - - (1976), **Reflexiones sobre aspectos fundamentales de la banca central en México**, (coordinador), Fondo de Cultura Económica, México.

Ferry Pierro and Hyman Minsky (1991), **Market Processes and thwarting systems**, Working Paper N° 64, The Jerome Levy Economics Institute Bard College.

Ffrench Davis, Ricardo (1996), **Políticas macroeconomicas para el crecimiento**, Revista Cepal N° 60, Chile.

Gasca Zamora, José (1989), **Fuentes para el estudio de las empresas paraestatales de México y su privatización, 1983/88**, en Comercio Exterior, febrero de 1989, Vol. 39, N°2, México.

González Cinthya (1996), **Determinación de la cartera vencida en México 1980-I/1995-IV**, Tesis de Maestría, UACEPyP, México.

González Méndez H., **Economías de escala y concentración bancaria, el caso de México**, en Revista monetaria N° 4.

Gabel, Ilene (1995), **Speculation-led economic develoment: A post-Keynesian interpretation of financial liberalization programs in the thrid world**, Mimeo.

Hicks J. R. (1937), **Keynes y los clásicos**, en Lecturas de macroeconomia, M. G. Mueller (compilador.), CECSA, España 1972.

--- (1954), **Valor y capital**, Fondo de Cultura Económica, México.

Hilferding R. (1971), **El capital financiero**, Instituto Cubano del Libro, Cuba 1971.

Huerta, A (1986), **Economía mexicana: más allá del milagro**, Ediciones de Cultura Popular, México.

--- (1994), **La política neoliberal de México, estabilización económica de México limitantes y alternativas**, Diana, México.

---(1997), **Carteras vencidas, inestabilidad financiera. Propuesta de solución**, Diana, México.

INEGI (varios años), **Sistema de Cuentas Nacionales**.

Jacobs E. (1981), **La evolución reciente de los grupos de capital privado nacional**, en Economía Mexicana, N° 3, CIDE, México.

Jacobs E. y Wilson Pérez (1983), **Tamaño de la planta y financiamiento: dos problemas centrales del desarrollo industrial**, en Economía Mexicana, N°5, CIDE.

Kalecki Michael (1936), **Algunas observaciones sobre la teoría de Keynes**, en Revista Investigación Económica, N°166, México, 1983.

- (1971), **Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista 1933-1970**, Fondo de Cultura Económica, México, 1977.
- Keynes, John Maynard (1936), **La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero**, Fondo de Cultura Económica, México, 1986.
- (1937a), **Alternative Theories of the rate of interest**, en Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, The General Theory and After, recopilada por Donald Moggride, Macmillan, Inglaterra 1973.
- (1937b), **The 'ex ante' theory of the rate of interest**, en Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, The General Theory and after, recopilado por Donald Moggride, Macmillan, Inglaterra, , 1973.
- (1937c), **La teoría general: ideas y conceptos fundamentales**, en Investigación Económica N°181, julio-septiembre 1987, Facultad de Economía UNAM, México.
- Kindleberger, Charles (1988), **Historia Financiera Europea**, Crítica, España.
- Knight F (1964), **Risk, Uncertainty and Profits**, Sentry Press, U.S.A.
- Kregel, J. A. (1986), **A note on finance, liquidity, saving, and investment**, en Journal of Post Keynesian Economics, U.S.A., Fall 1986, Vol 9, N°1.
- Lara, S. y Enrique Gonzáles Tiburcio (1985), **De paquetes financieros, teorías ortodoxas y otros aguinaldos**, en Economía Informa, feberero de, FE/UNAM, México.
- Left Nathaniel H. (1974), **El espíritu de empresa y la organización en los países menos desarrollados: los "grupos"**, en Trimestre Económico, Vol. XLI(3), Fondo de Cultura Económica. Julio-septiembre de 1974.
- Lenin V. I. (1936), **El imperialismo fase superior del capitalismo**, Progreso. Moscú.
- Levy, Noemi (1992), **Determinantes de la inversión privada en México 1960-1985**, tesis de maestría, DEPFEE-UNAM, México.
- (1993), **Determinantes de la inversión privada en México 1960-1985, ideas generales**, en Investigación Económica, No. 204, Facultad de Economía, UNAM, México.
- (1995), **Análisis de las causas de las crisis del modelo neoliberal y alternativas**, en Momento Económico, marzo-abril 1995, No. 78, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.
- (1996), **El debate sobre la dicotomía real monetaria de la escuela neoclásica y sus implicaciones para la política monetaria y fiscal**, en Investigación económica,

enero-marzo de 1996, N° 215, Facultad de Economía, UNAM, México.

López Victor M. (1992), **Escenario del mercado bursátil en México**, Biblioteca NAFIN, Nacional Financiera, México.

López Teresa (1993), **Fragilidad financiera y crecimiento económico en México, 1977/1992**, tesis de maestría, UACEPyP, UNAM.

López Julio (1987), **La economía del capitalismo contemporáneo**, UNAM, Facultad de Economía, México.

Mántey María Guadalupe (1982), **The role of financial markets in the choice of inappropriate technology in developing countries**, tesis doctoral, University of Kent, Canterbury, Inglaterra.

--- (1989), **La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo**, Universidad Nacional Autónoma de México, México.

--- (1994), **Lecciones de Economía Monetaria**, Universidad Nacional Autónoma de México, México.

--- (1995a), **Efectividad de la política monetaria en el sistema financiero y la liberalización**, mimeo, UACEPyP, UNAM.

--- (1995b), **La liberalización financiera en México y sus efectos en el ciclo económico**, ponencia presentada en el Simposio Internacional sobre Ciclos Económicos y Financieros y TLCAN: Problema y análisis Micro y Macroeconómicos, 7-9 de junio de 1995, México.

--- (1995c), **Desregulación financiera y apertura externa: Vía rápida a una integración regional subordinada**, ponencia presentada en 20 Congresos de la Asociación Latinoamericana de Sociología, 2-6 de octubre de 1995, México.

--- (1996a), **Efectos de la liberalización financiera sobre la deuda pública en México**. Ponencia presentada en el Seminario Internacional sobre deuda externa, innovación y desregulación financiera y crisis bancaria, México 17/18 de octubre de 1996.

--- (1996b), **Modificaciones de Política Monetaria**, mimeo.

--- (1996c), **Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la producción**, junio 1996.

McKinnon, R. I. (1974), **Dinero y capital en el desarrollo económico**, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1974.

Minsky Hyman (1975), **Las razones de Keynes**, Fondo de Cultura Económica, México, 1987.

--- (1980), **Los procesos financieros capitalistas y la inestabilidad del capitalismo**, en Investigación Económica, N° 167, enero-marzo, 1984 Facultad de Economía, UNAM, México.

--- (1982), **Can it happen again?**, M.S.Sharpe, Inc, U.S.A.

--- (1986), **Stabilizing an unstable economy**, Twenty Century Fund, U.S.A.

Perez Wilson (1982), **La estructura de la industria estatal 1965-75**, en Economía Mexicana, No. 4, CIDE, México.

Petricioli Gustavo (1976), **La política e instrumentos de orientación selectiva del crédito en México**, (coordinado), Fondo de Cultura Económica, México.

Quijano J. M. (1982), **La banca nacionalizada: Antecedentes y consecuencias**, CIDE, México.

Rendon Trejo Araceli (1995), **Estrategias de competencia de los grupos de capital privado nacional en México en la década de los 80's**, tesis de Maestría, UACPYP del CCH, México.

Ritter Lawrence S. (1963), **Papel del dinero en la teoría keynesiana**, editada en M.G. Mueller, Lecturas de Macroeconomía, CESCA, 1971, España.

Ruíz Durán Clemente (1984) “**90 días de política monetaria y crediticia independiente**”, UNAM, UAP; México.

--- (1990) **Crisis financieras y mecanismos de contención**, Fondo de Cultura Económica, México.

Salinas De Gortari, Carlos, **Informe Presidencial**, (varios años).

Sánchez Lugo Luis (1976), **Instrumentos de política monetaria y crediticia**, (coordinado), Fondo de Cultura Económica, México.

Sawyer Malcolm (1985), **The economics Kalecki**, Macmillan, 1985, Inglaterra.

Schackle G. L. S. (1970), **Teorías recientes relativas a la naturaleza y el papel del interés**, en Panoramas contemporáneos de la teoría económica, Alianza Universidad, editado por Johnson et all., España.

Somei Cem (1992), **Finance for Growth: Lessons from Japan**, Discussion Paper, United Nations Conference on Trade and Development, July 1992.

Steindl J. (1979), **Madurez y estancamiento en el capitalismo norteamericano**, Siglo XXI.

Stiglitz E. Joseph (1988), **La economía de sector público**, Antoni Bosch editor, Barcelona 1989.

--- (1994), **The role of state in Financial markets**, Proceeding of the World Bank, Annual Conference on Development Economics 1993. The Instrumental Bank for reconstruction and development.

Stuart Rogeiro (1991), **Financial repression and economic development: a post Keynesian response**, Discussion Paper 91-19, Department of Economic, University College of London, Gran Bretaña.

--- (1995), **Investment Finance in Economic Development**, Routledge, Gran Bretaña.

--- (1996), **The efficiency of financial systems, liberalization and economic development**, en Journal of post Keynesian Economics, winter 1995-1996, Vol 18, No. 2.

Suzuki Y. (1981), **The japanese financial system**, University, Oxford, Inglaterra.

Sweezy Paul M. (1994), **The triumph of financial capital**, Monthly Review, June 1994, Vol. 46, N°2, U.S.A.

Tavares M. C. (1993), **Las políticas de ajustes e Chile, Argentina, México y Brasil. Los límites de la resistencia** en Investigación Económica, No. 206, octubre -diciembre, 1993, México.

Tello Carlos (1984), **Nacionalización de la banca en México**, Siglo XXI. México.

Zini, Alvaro (1994), **Hiperinflación, credibilidad y estabilización** en Investigación Económica, No. 209, julio-septiembre 1994, México.

Zysman, John (1983), **Governments, Markets, and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Growth** Cornell University Press, 1987, U.S.A.