



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

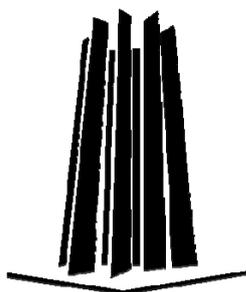
**FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES
ARAGÓN**

**EL PAPEL DEL SISTEMA FINANCIERO EN EL
FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO
ECONÓMICO DE ARGENTINA, BRASIL Y
MÉXICO (1990-2004)**

T E S I S

PARA OBTENER EL GRADO DE:
MAESTRO EN ECONOMÍA
P R E S E N T A :
LIC. ARMANDO GUTIÉRREZ SOTO

TUTOR: DR. GABRIEL ALEJANDRO MENDOZA
PICHARDO



MÉXICO

2006



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.

A ti mamá, por tu infinita paciencia, por tus inagotables enseñanzas, por apoyar mis aventuras y moderar mi insensatez, porque ni en la calma ni en la tempestad has cesado de bregar. Por seguir confiando en mí y creer que mis sueños se pueden realizar. Tu infinito amor me llena de entusiasmo y me motiva a proseguir. Con este logro compartido, quiero darte una pequeña alegría. Porque me duele tu tristeza, quiero que siempre seas feliz. A ti por formarme, impulsarme y guiarme con paciencia para convertirme en lo que soy. Para ti con toda mi admiración. Te amo.

Agradecimientos

Gracias al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT) por el apoyo brindado para la realización del posgrado y la culminación de este trabajo, porque no existe mejor inversión que la educación.

Gracias a Jesús J.G. por tu respaldo incondicional y por tu confianza. Has sido mucho más que un amigo y trascendental en la consecución de este objetivo. Por tu infinita bondad y la entereza con la que enfrentas cada día, eres alguien esencial en mi vida. Gracias una vez más.

Gracias al Dr. Gabriel Alejandro Mendoza Pichardo por el tiempo dedicado, por la tolerancia y por el interés en mi investigación. Ha sido un placer trabajar con usted.

Gracias al Dr. Edze Kieft Mulder por compartir sus conocimientos y ser un ejemplo en la academia y en lo profesional, admiro su manera de crear y de pensar, con profundo respeto gracias por su tiempo.

Gracias al Dr. Liu Xue Dong porque se convirtió un importante referente en esta etapa de mi vida, su talento, su claridad de pensamiento y su disciplina han sido una importante inspiración.

Gracias a la Doctoras Irma Manrique Campos, Maria Luisa Quintero Soto y Noemí Levy por su participación en el escrutinio de esta investigación, por sus comentarios y por aceptar formar parte del Comité de Revisión.

Gracias a todos los profesores que forman parte del Posgrado, con sinceridad valoro todo lo que han aportado a mi formación.

天空 謝謝 由 伴隨對我 在這 它移動 我愛你

A la Universidad Nacional Autónoma de México por permitirme crecer, como profesional y como ser humano, por el conocimiento y la libertad, por enseñarme que todos los mundos caben en un solo lugar. Por regalarme valores y herramientas para triunfar. Porque no existe un mejor espacio para aprender a vivir y para soñar. Es un orgullo emanar de tus aulas y un compromiso representar tu nombre.



**El papel del sistema financiero en el
financiamiento del desarrollo económico
en Argentina, Brasil y México
(1990-2004)**

Índice

Introducción	1
CAPÍTULO I	7
1. La relación entre el Desarrollo Económico y el Sistema Financiero.....	7
Introducción	7
1.1. Delimitación del concepto de desarrollo económico	9
1.1.1. Una nueva perspectiva del desarrollo económico.....	9
1.1.2. Los requerimientos financieros para el desarrollo económico.....	12
1.2. El sistema financiero	14
1.2.1. Funciones del sistema financiero	15
1.2.2. Estructura e instituciones del sistema financiero	17
1.2.3. El impacto de la liberalización sobre el sistema financiero	20
1.2.4. El vínculo entre el sistema financiero y el sector productivo.....	22
1.3. La relación entre la economía real y el sistema financiero a partir del enfoque teórico postkeynesiano	24
1.3.1. El circuito monetario de la producción y del crédito	25
1.3.2. Algunos conceptos complementarios del postkeynesianismo.....	30
CAPÍTULO II	36
2. El modelo de crecimiento y el desarrollo económico en las principales economías latinoamericanas: Argentina, Brasil y México (1990-2004).....	36
2.1. El Consenso de Washington: la receta neoliberal para el desarrollo económico en la década de los noventa	39
2.1.1. El efecto del decálogo de Washington en la fractura del vínculo entre el sistema financiero y el sector productivo	42
2.1.2. La decadencia y crisis del Consenso de Washington en América Latina	47
2.2. La política monetaria en Argentina, Brasil y México y su impacto en el proceso de desintermediación financiera	51
2.3. El estado del desarrollo económico en Argentina, Brasil y México (1990-2004).....	56
2.3.1. El desempeño macroeconómico.....	59
2.3.2. Indicadores de bienestar social.....	75
2.3.3. El estado del desarrollo económico en Argentina, Brasil y México	95
CAPÍTULO III	98
3. Los sistemas financieros en Argentina, Brasil y México.....	98
3.1. Las reformas financieras en Argentina, Brasil y México.....	100
3.2. Riesgo y volatilidad: amenaza a la estabilidad de las tres mayores economías de Latinoamérica	106
3.3. Crisis financiera en las principales economías latinoamericanas	113

3.3.1.	La crisis financiera en México	114
3.3.2.	La crisis financiera en Brasil	117
3.3.3.	La crisis financiera en Argentina	119
3.4.	La realidad actual de los sistemas financieros en Argentina, Brasil y México.....	122
3.4.1.	La estructura y el desarrollo de los sistemas financieros	125
3.4.2.	Características del sistema bancario	130
3.4.3.	Los indicadores de la desvinculación del sistema financiero y el sector productivo en los casos de Argentina, Brasil y México	135
CAPÍTULO IV.....		156
4.	Análisis empírico de la relación entre el funcionamiento de los sistemas financieros y el estado de los indicadores de desarrollo en Argentina, Brasil y México	156
4.1.	Fundamentación teórica de los modelos.....	158
4.2.	Definición y descripción de variables	160
4.2.1.	Indicadores de funcionamiento del sistema financiero.....	161
4.2.2.	Variables macroeconómicas y monetarias	168
4.2.3.	Variables dependientes de recursos disponibles para el desarrollo	172
4.2.4.	Principales correlaciones entre variables financieras, monetarias y macroeconómicas, con los indicadores de desarrollo	178
4.3.	Formulación econométrica de los modelos.....	181
4.3.1.	Metodología econométrica.....	182
4.3.2.	Especificación del modelo de factores determinantes del crédito bancario.....	187
4.3.3.	Especificación de los modelos de relación entre el sistema financiero y el sector productivo	189
4.3.4.	Análisis de cointegración	191
4.3.4.1.	Metodología de Engle y Granger	192
4.3.4.1.1.	Orden de integración de las variables.....	193
4.3.4.1.2.	Especificación y estimación de la relación funcional de largo plazo	195
4.3.5.	Resultados de las estimaciones SUR	198
4.3.5.1.	Prueba de correlación contemporánea	198
4.3.5.2.	Modelos de crédito	199
4.3.5.3.	Modelos de desarrollo	201
4.3.5.4.	Pruebas de cointegración para los modelos de datos panel	202
4.3.6.	Resultado de la estimación de los modelos de efectos fijos	205
4.4.	Análisis de resultados	209
APÉNDICES		222
Apéndice 4.1. Procedimiento para la obtención del primer componente principal.....		222
Apéndice 4.2. Definición y fuentes de variables utilizadas en los modelos econométricos.....		224

Apéndice 4.3. Resultados del análisis de cointegración y pruebas de correlación y heterocedasticidad	227
Apéndice 4.4. Resultados de las estimaciones econométricas:	
Modelos SUR	228
Modelo de crédito 1.....	228
Modelo de crédito 2.....	228
Modelo de crédito 3.....	229
Modelo de PIB per cápita.....	229
Modelo de Inversión per cápita	230
Modelo de Gasto público en desarrollo social.....	230
Modelo para el Indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo	231
Apéndice 4.5. Resultado de las estimaciones econométricas:	
Modelos de Efectos Fijos.....	232
Modelo de crédito.....	232
Modelo de PIB per cápita.....	232
Modelo de Inversión per cápita	232
Modelo de Gasto público en desarrollo social.....	232
Modelo para el Indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo	233
Conclusiones	234
Bibliografía	243
Internet.....	252

Gráficas

Gráfica 1. Reservas Internacionales de Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (millones de dólares)	53
Gráfica 2. Crecimiento del PIB en Argentina, Brasil y México, 1990-2004	60
Gráfica 3. Tasas de desempleo en Argentina, Brasil y México, 1990-2004	62
Gráfica 4. Tasas de interés activas reales de Argentina, Brasil y México, 1990-2004	64
Gráfica 5. Tipo de cambio en Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (moneda local/dólar).....	66
Gráfica 6. Formación Bruta de Capital Fijo en Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (% del PIB)	67
Gráfica 7. Ahorro Externo en Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (% del PIB)	68
Gráfica 8. Balanza en Cuenta Corriente, Argentina, Brasil y México 1990-2004 (% del PIB)	70
Gráfica 9. Deuda externa total de Argentina, Brasil y México, 1990-2003 (% del PIB)	72
Gráfica 10. Inversión real de los gobiernos centrales de Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (% del PIB).....	75

Gráfica 11. Gasto Público Social, en Educación y en Salud en Argentina, Brasil y México (1990-2004) (Valores promedio del periodo como % del PIB).....	76
Gráfica 12. Gasto público en salud vs. Gasto privado en salud en Argentina, Brasil y México, 2002 (% del PIB).....	82
Gráfica 13. Gasto público en salud vs. Gasto privado en salud en países con alto nivel de desarrollo humano, 2002 (% del PIB).....	83
Gráfica 14. Remesas totales de los trabajadores emigrantes de Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (miles de millones de dólares corrientes)	88
Gráfica 15. PIB per cápita en Argentina, Brasil y México, 1990-2003 (PPA en US\$ corrientes)	94
Gráfica 16. Crédito bancario en Argentina, Brasil y México, 1990-2003 (% del PIB)	105
Gráfica 17. Riesgo país en Argentina y Brasil, 1999-2004 (puntos base)	124
Gráfica 18. Riesgo país en México, 1999-2004 (puntos base).....	125
Gráfica 19. Estructura de los sistemas financieros en Argentina, Brasil y México, 2003 (activos como % del PIB).....	127
Gráfica 20. Profundización financiera en Argentina, Brasil y México, 1990-2003 (Obligaciones liquidas como % del PIB).....	129
Gráfica 21. Desarrollo financiero en Argentina, Brasil y México, 1990-2003 (%).....	130
Gráfica 22. Tamaño relativo del sector bancario y el resto de las instituciones financieras en Argentina, Brasil y México, 2003 (Activos por institución respecto a activos financieros totales).....	132
Gráfica 23. Distribución de la propiedad del capital bancario en Argentina, Brasil y México, 2005	134
Gráfica 24. Concentración bancaria en Argentina, Brasil y México (% de activos de los tres bancos más grandes como proporción de los activos totales del sistema bancario).....	135
Gráfica 25. Peso del sistema financiero en la producción nacional de Argentina, Brasil y México (producto generado como % del PIB)	137
Gráfica 26. Tasa Media de Crecimiento Anual del PIB vs. Tasa Media de Crecimiento Anual de los Índices Bursátiles de Argentina, Brasil y México (1990-2004)	138
Gráfica 27. Tasa media de crecimiento anual del crédito bancario al sector privado en Argentina, Brasil y México, 1990-2004	143
Gráfica 28. Crédito bancario al sector privado y capitalización del mercado de valores en Argentina, Brasil, México y Países desarrollados, 1990-2003	147
Gráfica 29. Desarrollo del sistema financiero y expansión de la inversión real en Argentina, Brasil, México y países con mayor desarrollo (valores promedio y tasa media de crecimiento anual en el periodo 1990-2004)	149
Gráfica 30. Crédito, Inversión y Crecimiento en Argentina, Brasil y México, 1990-2003 (Tasas medias de crecimiento anual)	152
Gráfica 31. Tasa de interés activa nominal media del periodo 1990-2004 en Argentina, Brasil, México y países desarrollados (promedio anual)	154
Gráfica 32. Evolución de los indicadores sintéticos de recursos disponibles para el desarrollo en Argentina, Brasil y México, 1990-2004	177

Gráfica 33. Matriz de correlación entre variables dependientes y explicativas para Argentina	178
Gráfica 34. Matriz de correlación entre variables dependientes y explicativas para Brasil.....	179
Gráfica 35. Matriz de correlación entre variables dependientes y explicativas para México	180

Cuadros

Cuadro 1. El Consenso de Washington en su versión aumentada	41
Cuadro 2. Evolución de los principales indicadores macroeconómicos en América Latina, 1981-200	48
Cuadro 3. Principales indicadores macroeconómicos de Argentina, Brasil y México (1990-2004) (Tasa media de crecimiento anual y % del PIB cuando se indica)	59
Cuadro 4. Gasto Público Total en Argentina, Brasil y México, 1990-2003 (% del PIB)	74
Cuadro 5. Principales indicadores de la situación educativa en Argentina, Brasil y México	78
Cuadro 6. Distribución de recursos públicos por nivel educativo en Argentina, Brasil y México	81
Cuadro 7. Principales indicadores de salud en Argentina, Brasil y México	84
Cuadro 8. Principales indicadores de pobreza e indigencia en Argentina, Brasil y México	86
Cuadro 9. Principales indicadores sobre la distribución de los ingresos en Argentina, Brasil y México	90
Cuadro 10. Reformas de primera generación de los sistemas financieros en América Latina	102
Cuadro 11. Episodios de crisis y tensión financiera en América Latina	106
Cuadro 12. Volatilidad de las tasas de interés de referencia nominales en Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (porcentaje).....	110
Cuadro 13. Volatilidad del crédito en Argentina, Brasil, México y Países desarrollados (1990-2003) (%).....	146
Cuadro 14. Lista de variables dependientes y explicativas con sus respectivas abreviaturas	161
Cuadro 15. Estadísticas descriptivas de las variables explicativas del sistema financiero en Argentina, 1990-2004 (porcentaje del PIB).....	166
Cuadro 16. Estadísticas descriptivas de las variables explicativas del sistema financiero en Brasil, 1990-2004 (porcentaje del PIB).....	167
Cuadro 17. Estadísticas descriptivas de las variables explicativas del sistema financiero en México, 1990-2004 (porcentaje del PIB).....	168
Cuadro 18. Estadísticas descriptivas de las principales variables explicativas macroeconómicas y monetarias en Argentina, 1990-2004	171
Cuadro 19. Estadísticas descriptivas de las principales variables explicativas macroeconómicas y monetarias en Brasil, 1990-2004	171
Cuadro 20. Estadísticas descriptivas de las principales variables explicativas macroeconómicas y monetarias en México, 1990-2004	171

Cuadro 21. Estadísticas descriptivas de las variables dependientes indicativas de los recursos disponibles para el desarrollo en Argentina (valores reales en dólares).....	173
Cuadro 22. Estadísticas descriptivas de las variables dependientes indicativas de los recursos disponibles para el desarrollo en Brasil (valores reales en dólares).....	174
Cuadro 23. Estadísticas descriptivas de las variables dependientes indicativas de los recursos disponibles para el desarrollo en México (valores reales en dólares).....	174
Cuadro 24. Matriz de correlaciones de las variables de recursos disponibles para el desarrollo en Argentina	176
Cuadro 25. Matriz de correlaciones de las variables de recursos disponibles para el desarrollo en Brasil.....	176
Cuadro 26. Matriz de correlaciones de las variables de recursos disponibles para el desarrollo en México	176
Cuadro 27. Orden de integración de las variables incluidas en las estimaciones	194
Cuadro 28. Resultado de la prueba de cointegración para las ecuaciones individuales	197
Cuadro 29. Resultados de la prueba de correlación contemporánea para uso de la metodología de estimación SUR	199
Cuadro 30. Pruebas de cointegración para modelos de datos panel	203
Cuadro 31. Estadísticos de prueba de los test de cointegración para datos panel.....	204

Ilustraciones

Ilustración 1. El circuito monetario en el sistema económico	29
Ilustración 2. Variables dependientes para los modelos econométricos	172

Diagramas

Diagrama 1. Mecanismo de transmisión de la política monetaria empleada en Argentina, Brasil y México, 1990-2004	55
Diagrama 2. Desigualdad regional de los ingresos	92
Diagrama 3. Efectos de la liberalización financiera	104

Introducción

En los últimos años la estructura financiera mundial y el desempeño de las instituciones financieras, han influido de manera determinante en el periodo de crisis y la superlativa inestabilidad por la que atraviesa la economía mundial. Los intermediarios financieros tienen la capacidad de impulsar la expansión de la demanda efectiva a través del financiamiento de la inversión vía crédito, lo que finalmente influye en el nivel de ahorro, de empleo y del producto. Al mismo tiempo, pueden intervenir de manera negativa frenando el crecimiento económico si no proveen los recursos necesarios para alentar la decisión de inversión y así generar la volatilidad de las principales variables macroeconómicas.

La tarea fundamental de los intermediarios financieros esta definida por su capacidad para otorgar el crédito, sobre el cual descansa la decisión de inversión, que es el punto de partida del ciclo productivo. La actuación del sistema financiero es primordial para determinar y alterar la trayectoria del progreso económico. El avance de las condiciones económicas de un país y el buen desempeño de variables fundamentales como el empleo y la producción, depende en gran medida de la disposición de recursos para financiar la inversión. El sistema financiero juega un papel de suma importancia para la economía, porque siendo el principal oferente de recursos, promueve la realización de proyectos en el sector real. La oportunidad de alcanzar el desarrollo económico, depende en gran medida de la capacidad de las instituciones financieras para cumplir con su función principal de manera eficaz.

El financiamiento para el desarrollo se relaciona con las actividades de todos los intermediarios financieros, sistema bancario, mercados bursátiles y las instituciones no bancarias que pueden representar una potencial fuente de recursos. La evidencia empírica muestra que los países desarrollados cuentan con los mercados financieros más avanzados en todas sus dimensiones: el sector bancario tiene una cartera diversificada en cuanto a negocios se refiere, pero no deja de canalizar financiamiento a las unidades privadas con

oportunidades de inversión, además poseen mercados de capital que pueden complementar y en algunos casos, incluso sustituir al crédito bancario.

La transformación de las estructuras financieras significó el inicio de la desvinculación del sector real de la economía y el sistema financiero. La intención de lograr una relación positiva entre los intermediarios y el crecimiento económico se convirtió en una realidad contraria, que se manifestó en severas crisis económicas durante la década de los noventa. Los episodios de crisis como el de México en 1995, Argentina en 2001 y Brasil en 1999, tuvieron su origen en la esfera financiera, confirmando la idea de que el sistema financiero podía desencadenar severas crisis, pero no estaba apoyando adecuadamente episodios expansivos de las economías. Debido a lo acontecido en los últimos años, pudiera parecer que la causalidad del vínculo entre el sistema financiero y el sector productivo en las principales economías latinoamericanas, ha operado en dirección opuesta al crecimiento económico.

Presumiblemente todos los países deberían estar interesados en consolidar un proceso de desarrollo económico¹ que finalmente se manifestara en mayores niveles de vida para la población. Desafortunadamente la evidencia muestra que en el pasado reciente, la actuación de los intermediarios financieros, desinteresados de canalizar recursos para la inversión productiva y priorizando la especulación, obstaculizó todo intento de avanzar en materia económica y consecuentemente social. Los avances parecen nulos, en cuanto a desarrollo económico se refiere, y en diversas ocasiones puede asegurarse que se han presentado retrocesos. Resulta altamente probable que uno de los factores con mayor influencia en el estancamiento del desarrollo económico mundial, sea la escasa e ineficiente interacción del sistema financiero con el sector productivo y la transmisión de choques negativos e inestabilidad del primero hacia el segundo.

¹ Distinguiendo *desarrollo económico* de *crecimiento económico*, puesto que a lo largo de la presente investigación, el primero se relaciona con los efectos de la expansión económica sobre indicadores de bienestar social y nivel de vida de la población, mientras que el segundo se refiere única y exclusivamente a la magnitud del PIB.

Debido a la importancia de las tres principales economías latinoamericanas, México, Brasil y Argentina, es fundamental analizar el avance ó retroceso de los indicadores de desarrollo económico y el grado de progreso alcanzado en este indicador con relación al resto del mundo; además del papel que ha jugado el sistema financiero en su conjunto, banco central, intermediarios e instituciones reguladoras, en el financiamiento y promoción del desarrollo económico de estos países. Por lo anterior, surge la necesidad de estudiar profundamente la interacción y el vínculo de la esfera productiva con la financiera, para determinar si lo hecho hasta ahora por el sistema financiero ha sido suficiente de acuerdo a las necesidades de la economía y si existen alternativas para mejorar su desempeño en pro del desarrollo económico.

El desempeño del sistema financiero en México, Argentina y Brasil fue semejante durante el periodo de 1990 a 2004. El total de los agentes que componen sus sistemas financieros actuaron de manera ineficiente en la canalización de financiamiento para la inversión y en la promoción del desarrollo económico. La estrategia de la banca central ha sido modificada de manera decisiva por la globalización financiera, al perturbar la estabilidad de las tasas de interés y ocasionar una fuerte volatilidad en los tipos de cambio y la inflación. Las autoridades monetarias se han conducido bajo los lineamientos del planteamiento teórico monetarista, absolviendo a los bancos centrales de la responsabilidad de promover el crecimiento económico y limitando su actuación a la búsqueda de la estabilidad de precios. Como resultado de esto, el manejo de la política monetaria ha alterado las condiciones bajo las que operan los intermediarios y resta importancia a su papel en la determinación del crecimiento, promoviendo la desvinculación del sistema financiero y el sector productivo.

La disponibilidad de crédito es fundamental para el desarrollo, porque los proyectos rentables a largo plazo requieren acceder fluidamente a las fuentes de financiamiento. Si se obstaculiza el acceso al crédito, puede frenarse la inversión, el crecimiento y el desarrollo de la economía. No es de sorprender que los países con mercados de crédito más desarrollados, registren tasas más

elevadas de crecimiento económico y una menor volatilidad en respuesta a diversos tipos de shocks.

En México, Brasil y Argentina, el sistema financiero sigue siendo preponderantemente bancario. La principal fuente de recursos para las empresas dentro del sistema financiero es el crédito bancario, que sin embargo, no ha satisfecho las necesidades de financiamiento del sector productivo y esto ha obstaculizado la expansión de la economía. En los tres países, la banca sufrió profundas; uno de los cambios más significativos, fue el ingreso de bancos extranjeros, motivado en gran medida por las crisis económicas y financieras. Hoy en día, la presencia de la banca extranjera es particularmente importante en América Latina, donde los préstamos en moneda local por parte de sucursales o subsidiarias de bancos extranjeros representan más del 65% del total de préstamos otorgados.

Uno de los obstáculos más significativos para la expansión del financiamiento hacia las unidades productivas, son los elevados costos de intermediación financiera de los sistemas bancarios latinoamericanos. Los significativos diferenciales entre tasas pasivas y activas, son el reflejo del precario desarrollo de los sistemas financieros en la región. Existe una relación inversa entre los márgenes financieros (medidos como el ingreso neto por concepto de intereses dividido por el promedio de los préstamos y depósitos) y la eficiencia de los intermediarios.

En los países analizados, la mayor parte de las empresas encuentran dificultades para obtener financiamiento bancario, los requisitos que se les solicitan son excesivos y los bancos buscan minimizar el riesgo que significa prestar al sector productivo. Desafortunadamente en el largo plazo es más evidente la carencia de financiamiento por la falta de abastecedores de crédito sustitutos del sistema bancario, lo que evita la realización de proyectos productivos con un horizonte de tiempo mayor. Ante la problemática que representa el acceso al crédito bancario en la región latinoamericana, se magnifica el desempeño del resto de los intermediarios financieros. En la mayor parte de los países de América Latina el desarrollo de los mercados de

capital es nulo, y esta es la razón principal por lo que no se ha logrado que el financiamiento accionario sea una opción viable para la inversión productiva.

Aparentemente, la liberalización impulsó la desvinculación de las esferas real y financiera, y el crédito fue inaccesible para una gran parte de las empresas que representan el motor del crecimiento económico. Esta situación coincide con el estancamiento y en algunos casos, el deterioro de los indicadores de desarrollo económico. Por lo tanto, que es necesario estudiar el vínculo entre el desempeño del sector productivo y el sistema financiero en México, Brasil y Argentina, a partir de 1990 cuando la inserción de las economías latinoamericanas en los mercados internacionales fue total y se materializaron la mayor parte de las reformas financieras. En ese momento estos países fueron etiquetados en los mercados internacionales como economías emergentes.

Determinar el papel de las instituciones financieras en el progreso de los indicadores de bienestar social y la causalidad del vínculo entre las esferas real y financiera, puede explicar el estancamiento de las principales economías latinoamericanas e inspirar propuestas para mejorar la situación del financiamiento para el desarrollo. Por este motivo, el objetivo principal de la investigación, es establecer la importancia que tiene el desempeño del sistema financiero en el crecimiento y el desarrollo económico de Argentina, Brasil y México. Con base en esto, se busca generar un diagnóstico claro y una serie de propuestas sobre la forma en que deben vincularse las fuentes de financiamiento y el sector productivo, para impulsar un proceso sostenido de mejoría en el nivel de vida de la población. Asimismo, se trata de comprobar el efecto positivo que la actuación de los intermediarios tiene sobre la generación de recursos, para mejorar el bienestar social.

La hipótesis principal que busca probarse con este trabajo, es que el funcionamiento ineficiente del sistema financiero en México, Argentina y Brasil, su escaso desarrollo, su vulnerabilidad y cada vez mayor desvinculación con el sector productivo, así como el enfoque teórico con el que se conduce la política monetaria en estos países de Latinoamérica, son factores que han influido

determinantemente en la paralización del crecimiento de las fuerzas productivas y han evitado consolidar un proceso de desarrollo económico.

Para verificar la veracidad de la hipótesis propuesta, la presente investigación se compone de cuatro capítulos. En el primero, se exponen los principales planteamientos del enfoque postkeynesiano, que sustentan teóricamente este trabajo; además se incluyen las definiciones de los conceptos de desarrollo económico y del sistema financiero, así como sus funciones. En el segundo, se realiza el análisis de la política económica implementada en los tres países y el diagnóstico de sus resultados, manifestados en la evolución de las variables macroeconómicas y en el estado de los indicadores de desarrollo. Enseguida, en el tercer capítulo se presenta un recuento de las reformas y las crisis financieras padecidas en las tres economías; además se examina la estructura y el desempeño de los sistemas financieros, para cerrar con la exposición de los principales signos de la desvinculación entre las esferas real y financiera. El último capítulo está constituido por la formulación y estimación econométrica, para encontrar evidencia empírica de los principales determinantes del volumen de crédito bancario y de las variaciones en los indicadores de desarrollo económico. Finalmente, aparecen las conclusiones y una serie de propuestas de política económica para terminar con la dicotomía financiamiento-producción.

CAPÍTULO I

1. La relación entre el Desarrollo Económico y el Sistema Financiero

Introducción

Tradicionalmente se discute sobre la necesidad de lograr un proceso sostenido de crecimiento económico, supeditado a la estabilidad de las principales variables macroeconómicas y cuando se consiguen paralelamente ambas condiciones, se presume como el máximo logro de la política económica. Sin embargo, la ortodoxia bajo la cual se conduce la economía en casi la totalidad de los países en el mundo, ha relegado la discusión sobre la forma en la cual la expansión del producto debe manifestarse en mejores condiciones de vida para la población. El neoliberalismo puede definirse como una configuración específica del poder dentro del capitalismo, en el cual el poder y el ingreso de las fracciones superiores de las clases dominantes, han sido restaurados después de un período de declinación.² Este paradigma representa una nueva hegemonía financiera, que implica el sacrificio del desarrollo económico, entendido como el avance cualitativo en los indicadores de bienestar social.

La consecución del desarrollo económico depende en gran medida de la distribución equitativa de la riqueza y de la disposición constante de financiamiento que permita realizar proyectos de inversión rentables, lo cual tendrá dos efectos principales: 1) en primera instancia se incrementará el empleo, mejorando los ingresos personales y éste será el principal instrumento para combatir la pobreza; 2) en un segundo momento, se generarán mayores recursos para invertir en salud, educación, investigación y otros factores fundamentales para mejorar el nivel de vida de la población.

Uno de los obstáculos más importantes para el desarrollo económico en países como México, Argentina y Brasil, es la carencia de financiamiento. El flujo de

² Duménil, Gérard and Dominique Levy (2003). Pág. 2.

recursos hacia el sector productivo ha sido altamente volátil, llegando incluso a ser inexistente para empresas pequeñas, medianas y micro, que son determinantes en la generación de empleo, en la equidad distributiva y en su aporte al crecimiento. El financiamiento es una condición necesaria pero no suficiente para alcanzar progresos en el nivel de desarrollo económico. Sin embargo, el modelo económico neoliberal puesto en marcha desde los años setenta, fomentó paulatinamente la ruptura del canal que movilizaba recursos del sistema financiero hacia el sector productivo.

En este trabajo se utiliza un enfoque teórico alternativo, el postkeynesianismo, que brinda la posibilidad de terminar con la habitual dicotomía, desde el punto de vista neoliberal, entre el sistema financiero y el sector productivo. A lo largo de este capítulo se plantean los aspectos teóricos que sustentarán a la investigación. Primeramente se analiza y define el concepto de desarrollo económico que se adoptará a lo largo del trabajo. Entendiendo que el logro del desarrollo económico se basa en la disponibilidad de financiamiento, enseguida se presenta la estructura del sistema financiero, y su aporte al desarrollo a través del cumplimiento de sus funciones, como la movilización y asignación eficiente de recursos.

Finalmente, se muestra la alternativa que brinda la teoría postkeynesiana para vincular eficientemente a la esfera real y la financiera. En esta parte, se plantea la manera en que los postulados de esta corriente teórica sostienen que la actuación del sistema financiero es determinante en la realización de la inversión y la mejor asignación de recursos, impactando positivamente el desarrollo económico.



1.1. Delimitación del concepto de desarrollo económico

Diversas teorías se enfocan en la expansión de la economía y el logro de la estabilidad en las principales variables macroeconómicas. Sin embargo, la literatura dedicada al análisis del desarrollo económico es aun limitada en cantidad y existen marcadas divergencias en la definición del concepto que a menudo suele confundirse con el simple incremento de la producción. Desde mediados del siglo pasado algunos autores propusieron definiciones para el desarrollo económico, en los debates sobre el tema en ocasiones aparecían posturas que planteaban una equivalencia entre crecimiento y desarrollo económico.

En este sentido, Simon Kuznets definió al desarrollo económico como el crecimiento sostenido en su magnitud como unidad económica.³ Joseph A. Schumpeter también converge en la posición de empatar el desarrollo con el crecimiento, su postura hace énfasis en la magnitud como medida de progreso, sosteniendo que éste se produce cuando en un periodo determinado la tendencia de los valores de un índice per cápita de bienes y servicios se ha incrementado durante ese periodo.⁴ Conforme se avanzó en la línea de reflexión del desarrollo, comenzó a distinguirse entre éste y el simple crecimiento del producto.

1.1.1. Una nueva perspectiva del desarrollo económico

Actualmente es aceptado casi de manera unánime que el desarrollo económico esta estrechamente relacionado con las necesidades humanas. A finales de los setenta, cuando la globalización comenzaba a tomar fuerza, Celso Furtado (1979) sostenía que el desarrollo estaba sustentado en por lo menos tres dimensiones: 1) la del incremento de la eficacia del sistema social de producción; 2) la de la satisfacción de las necesidades elementales de la población; y, 3) la de la consecución de objetivos a los que aspiran grupos dominantes de una sociedad y que compiten en la utilización de recursos escasos.

³ Kuznets, Simon (1958). Págs. 72-96.

⁴ Schumpeter, Joseph A. (1958). Págs. 63-71.



Las dos primeras dimensiones de Furtado, resultan condiciones necesarias para alcanzar el desarrollo, pero la simple existencia de una de ellas no garantiza la consecución de la otra. Es decir, crecimiento no garantiza desarrollo. Recientemente, el fracaso del modelo dominante en la economía mundial, permitió que posturas críticas retomaran fuerza y surgieran nuevas aportaciones tratando ofrecer alternativas para contrarrestar el deterioro de las condiciones de vida de millones de seres humanos.

El punto de inflexión entorno a la delimitación del concepto de desarrollo económico esta marcado a partir de las conferencias de Amartya Sen tituladas “Equality of What?”⁵. Sen habló sobre la importancia de la igualdad económica, cuestionando la forma de medir la desigualdad, posteriormente estos conceptos serían desarrollados en los trabajos de Sen, destacando “Commodities and Capabilities”.⁶ El nuevo enfoque sostiene que el acceso a bienes y servicios, planteado por los utilitaristas clásicos, es concebido únicamente como un medio para poder alcanzar un plan de vida o una realización individual plena. Así, la medición del bienestar debería verse como un proceso constituido por varios componentes: el acceso a bienes y servicios, una función de “conversión” de estos bienes y servicios en opciones reales de planes de vida y, por último, una función de “evaluación” que transforma la elección hecha en un nivel de satisfacción individual.

Recientemente Max-Neef Manfred, continuando la línea de trabajo de Sen, propuso una nueva visión del desarrollo económico.⁷ Su trabajo, denominado “Un Desarrollo a Escala Humana”, estuvo orientado en gran medida hacia la satisfacción de las necesidades humanas. El planteamiento fundamental exige evaluar al mundo, las personas y sus procesos, de una manera distinta a la convencional. De esta forma se construyó una teoría de las necesidades humanas para el desarrollo, entendida justamente en esos términos: como una teoría para el desarrollo económico.

⁵ Sen, Amartya (1980).

⁶ Sen, Amartya (1985).

⁷ Max-Neef, Manfred, Antonio Elizalde y Martín Hopenhayn (1993).



Uno de los postulados centrales de Manfred señala que: *“El desarrollo se refiere a las personas y no a los objetos”*.⁸ Hoy en día, se utilizan indicadores como el Producto Interno Bruto (PIB), el cual es tan sólo un indicador del crecimiento cuantitativo de la producción de bienes y servicios (es decir, objetos) de un país. Sin embargo, la situación de la economía mundial hizo indispensable el análisis cualitativo de la evolución de la calidad de vida de las personas. Se considera que el mejor proceso de desarrollo será aquel que permita elevar más la calidad de vida de las personas. Mientras que la calidad de vida, dependerá de las posibilidades que tengan para satisfacer adecuadamente sus necesidades humanas fundamentales.

La satisfacción de las necesidades del ser humano, se realiza a través de los satisfactores correspondientes para cada una de ellas. En el caso de la necesidad de subsistencia, los satisfactores serán la alimentación, el abrigo, la vivienda y el empleo. Para la necesidad de entendimiento, los satisfactores son la educación, el estudio, la investigación, la estimulación precoz y la meditación. La necesidad de protección tiene como satisfactores la prevención, los esquemas de salud y la seguridad pública.

El Desarrollo a Escala Humana de Manfred Max-Neef, es el fundamento para la visión adoptada en este trabajo, porque se considera como un enfoque integral del desarrollo económico. Los indicadores en relación a salud, educación, empleo, niveles de pobreza, esperanza de vida, vivienda y seguridad pública, entre algunos otros, permitirán medir la situación de la distribución de los recursos generados mediante la expansión cuantitativa de la economía, además de la calidad de vida; en el mismo sentido, las cifras en torno al bienestar social posibilitan el análisis del estado del desarrollo económico de los diferentes países. De acuerdo con la postura que se asumirá a lo largo de la investigación, la definición del desarrollo económico, primeramente esta basada en la concepción de la distribución de la riqueza. El desarrollo económico es la suma del crecimiento y el progreso de los indicadores de

⁸ Max-Neef, Manfred, Antonio Elizalde y Martín Hopenhayn (1993). Pág. 16.



calidad de vida y bienestar social (satisfacción e las necesidades humanas) y debe encontrarse en un punto en donde la expansión de la producción se refleje a nivel humano. En esencia el desarrollo es la manifestación de cómo se distribuye el crecimiento y cómo sus efectos positivos alcanzan el beneficio comunitario. El simple crecimiento no sirve como un indicador de desarrollo ya que como se ha visto en la mayoría de los casos, severos problemas de distribución impiden que los beneficios obtenidos sean repartidos a la mayoría de la población.

Por lo tanto, el desarrollo económico se puede definir como la mejoría integral de un país, cualitativa y cuantitativa, incluyendo las variables fundamentales y el progreso de todos los indicadores que reflejen las condiciones de vida y bienestar social para la población. Además del crecimiento económico y mayores ingresos, indicadores como salud, educación, empleo, niveles de pobreza, democracia y seguridad pública, son actualmente, y bajo la concepción antes planteada del desarrollo, las variables que indican el progreso económico⁹ de un país.

1.1.2. Los requerimientos financieros para el desarrollo económico

En los últimos años ha sido sumamente complicada la expansión de las economías a nivel mundial, porque ni siquiera han logrado crecer a tasas simplemente aceptables. Consecuentemente ha sido mucho más complejo impulsar el desarrollo económico, pero sobre todo en economías llamadas “emergentes” dentro de los círculos financieros, como la mexicana, la brasileña y la argentina. En estos países, incluso se han presentado serios retrocesos en las condiciones de vida de la población. Varios estudios consideran que una de las principales razones del freno al desarrollo ha sido la falta de financiamiento para las unidades productivas, como consecuencia de la deficiente vinculación entre el sector real y el sistema financiero. El privilegio de las actividades financieras especulativas, se ha manifestado en la contracción del flujo de

⁹ A lo largo de este trabajo se utilizará el término progreso como un equivalente de desarrollo.

recursos para financiar la inversión directa, lo cual ha impactado negativamente la equidad distributiva y los indicadores de bienestar social.

De acuerdo con Molly Pollack y Álvaro García¹⁰, en América Latina el acceso al financiamiento es el principal obstáculo para el desarrollo empresarial, seguido lejanamente en importancia relativa por los impuestos y las regulaciones. Eduardo Lora *et al.* (2001)¹¹, señalan que el 38% de los empresarios de Latinoamérica (independiente de su tamaño) destacan la falta de acceso al financiamiento como su principal obstáculo para crecer. Lo anterior resulta altamente significativo considerando que el proceso de desarrollo económico comienza con el fomento a las empresas, sobre todo las micro, pequeñas y medianas, ya que su actividad permite reducir las brechas de productividad y producir crecimiento con equidad; tomando en cuenta que estas empresas generan casi la totalidad de los empleos de baja productividad y su aportación al proceso de desarrollo puede ser determinante.¹²

Un mayor acceso al crédito por parte de las pequeñas empresas tiene un impacto positivo sobre el crecimiento y la distribución (más empleo y salarios para combatir la pobreza). Asimismo, permite que con mayores ingresos se modifiquen los patrones de gasto, destinando más recursos a rubros como por ejemplo la educación. Por otro lado, el fortalecimiento y expansión de la actividad empresarial permite elevar la recaudación fiscal, lo que potencialmente hace disponibles cantidad superiores de recursos públicos para la inversión en salud, educación, infraestructura, seguridad pública y otros programas de carácter social, todo enfocado a reducir la brecha distributiva y mejorar las condiciones de vida de la población.

En consecuencia se puede afirmar que, el acceso al financiamiento es un factor determinante para consolidar un exitoso proceso de desarrollo económico. Particularmente importante para las economías en desarrollo, es la actuación de los bancos en la movilización de recursos, pues los sistemas financieros de

¹⁰ Pollack, Molly y Álvaro García (2004). p.18.

¹¹ Lora, Eduardo, Patricia Cortes y Ana María Herrera (2001). Pág 4.

¹² Pollack, Molly y Álvaro García (2004). p.20.



estos países son considerados eminentemente bancarios; los países con sectores bancarios pequeños tienen niveles más bajos de desarrollo.¹³ Por su importancia para el desarrollo económico, resulta necesario profundizar en el análisis de la estructura y funcionamiento del sistema financiero.

1.2. El sistema financiero

El sistema financiero permite el encuentro entre los oferentes y demandantes de capitales y es definido como el conjunto de personas, instituciones tanto públicas como privadas, y mercados, por medio de las cuales se asignan, se captan, administran y regulan los recursos financieros, dentro del marco de la legislación correspondiente. Su importancia radica en que posibilita la realización de proyectos de inversión de las unidades productivas, lo que finalmente se traduce en la expansión de la demanda y la generación de empleos, de ingreso, de ahorro, de crecimiento y posiblemente de desarrollo económico.

El surgimiento del sistema financiero responde a la existencia de elevados costos de información (por las asimetría de información), y de realizar transacciones. La presencia de información asimétrica aumenta superlativamente los costos que enfrentan los proveedores de financiamiento para evaluar la calidad de las oportunidades de inversión de las empresas.¹⁴

Los objetivos del sistema financiero son la reducción de los costos de la información y de transacción, la gestión de las asimetrías de información, el manejo del riesgo y el vínculo entre producción y financiamiento. En la medida que se logren adecuadamente, podrá cumplir con su función principal de conseguir una mejor asignación de los recursos. Las instituciones financieras deben otorgar recursos para financiar proyectos de inversión, ejercer el control corporativo y elaborar contratos financieros que faciliten el manejo del riesgo y la realización de transacciones.¹⁵ Considerando un entorno con recursos

¹³ Banco Interamericano de Desarrollo (2005). Pág. 3.

¹⁴ Rozo, A., Carlos (2003).

¹⁵ Levine, Ross (1996). Págs. 5-29.



limitados, es importante distinguir y aprovechar aquellos proyectos de inversión que pueden impactar positivamente el crecimiento y que aporten al desarrollo económico otorgando un beneficio a nivel social.

1.2.1. Funciones del sistema financiero

El desempeño eficiente de las funciones del sistema financiero es determinante en la consolidación de un proceso de crecimiento y desarrollo sostenido. De acuerdo con Ross Levine¹⁶, la necesidad de mejorar los costos de transacción y de información está relacionada estrechamente con la función primaria del sistema financiero que es facilitar la asignación de recursos, a través del espacio y del tiempo, en un ambiente incierto. La asignación de recursos tiene enormes implicaciones para la estructura económica de cualquier país.

Partiendo de la función primaria de asignación de recursos, pueden derivarse cinco funciones básicas del sistema financiero, las cuales son: (1) Facilitar el comercio, cubriendo, diversificando y gestionando el riesgo; (2) Adquirir información para asignar los recursos; (3) Supervisar a los gerentes y ejercer el control corporativo; (4) Movilizar los recursos; y (5) Facilitar el intercambio de bienes y servicios.

Los mercados y las instituciones financieras pueden facilitar el comercio, cubriendo, diversificando y gestionando el riesgo. El principal riesgo que enfrentan los sistemas financieros es el riesgo de liquidez. El riesgo de liquidez se presenta debido a las incertidumbres asociadas con la posibilidad de convertir a un activo en un medio de intercambio, como al dinero en efectivo. Las asimetrías de información y los costos de transacción pueden inhibir la liquidez y consecuentemente, elevar el riesgo de liquidez.¹⁷ Los sistemas financieros tienen la capacidad de incrementar la liquidez y de esta manera, bajar los costos de transacción y mitigar las asimetrías de información.

¹⁶ *Ibidem*. Págs. 5-29.

¹⁷ Levine, Ross (1991). Págs. 1445-1465.



El sistema financiero cumple además con la función de proporcionar la información a un precio reducido para asignar adecuadamente los recursos. En respuesta a la estructura de costos de información, los inversionistas pueden interactuar con los intermediarios financieros para reducir la cantidad que deben pagar por obtener y procesar la información sobre posibles inversiones. Los inversionistas evitan dirigir sus recursos hacia actividades con información escasa y poco confiable. La caída en los costos de la información facilita la obtención de la misma y permite conocer y aprovechar importantes oportunidades de inversión, lo que tiene como principal consecuencia que se realice una adecuada asignación de recursos en beneficio de los proyectos con mayor rentabilidad y repercusión al desarrollo.

La supervisión de los gerentes y el ejercicio del control corporativo es la tercera función del sistema financiero. Los mercados, los intermediarios y los contratos financieros actúan para reducir los costos de la información supervisando a los directores de las empresas y ejerciendo el control corporativo *ex post*, es decir, después del financiamiento de la actividad. Esto significa que los dueños de las empresas crean los contratos financieros para obligar a los directivos de las firmas para que manejen la empresa de acuerdo con los intereses de los primeros.¹⁸ De la misma manera, los acreedores externos (bancos, accionistas y tenedores de bonos), que no participan en el manejo de la empresa, crean acuerdos financieros para obligar a los encargados de la operación de la empresa a que actúen de acuerdo con sus intereses.¹⁹

La movilización de recursos es una función muy importante del sistema financiero, para hacer posible la realización de proyectos de inversión. Los intermediarios funcionan como vínculo entre oferentes y demandantes de recursos y algunos, como el caso de los bancos, tienen la posibilidad de financiar la producción sin la necesidad de contar con un stock de ahorro previo. De esta manera, posibilitan la realización de inversiones, que a través de su impacto en la demanda agregada, expanden el producto, el ingreso y en última instancia determinan los niveles de ahorro.

¹⁸ Shleifer, Andrei and Vishy, Robert W., (1996).

¹⁹ Levine, Ross (1996). Págs. 5-29.



El sistema financiero moviliza recursos hacia las unidades deficitarias que cuentan con proyectos viables de inversión. Mediante la reducción de las asimetrías de información, los intermediarios pueden elegir de mejor manera la asignación de los recursos, movilizándolo el capital hacia los inversionistas, de acuerdo con dos consideraciones fundamentales: 1) para aquellos que representen un menor riesgo crediticio; 2) para los proyectos de inversión con mejores perspectivas y que representen la oportunidad de obtener mayores tasas de rendimiento.²⁰ La movilización de recursos se lleva a cabo generando financiamiento sin la necesidad de un ahorro previo, lo cual puede lograrse mediante la reducción del riesgo de liquidez. Finalmente el sistema financiero facilita el intercambio de bienes y servicios, movilizándolo recursos para la formación de capital fijo, expandiendo las tecnologías disponibles y las posibilidades de producción.

1.2.2. Estructura e instituciones del sistema financiero

El sistema financiero está conformado por una serie de mercados que pueden dividirse en cuatro grandes categorías: 1) Mercado de Capitales; 2) Mercado de Dinero; 3) Mercado Cambiario; 4) Mercado de Derivados.

El mercado de capitales se define como el medio en el cual se hace factible la intermediación de instrumentos de largo plazo, tales como acciones y bonos corporativos, orientados en primera instancia a la formación y distribución de capital y al financiamiento de proyectos de largo plazo. En el mercado de capitales, también se realizan operaciones del mercado de dinero o deuda, mediante la venta al mayoreo de instrumentos de renta fija como bonos, certificados y obligaciones, cuyos emisores provienen del gobierno y del sector privado (empresas que cotizan en el mercado de valores²¹).

²⁰ Lo cual sucede en la realidad, pero deberían ser considerados aquellos proyectos de inversión que representen la creación de un beneficio social, aunque sus tasas de rendimiento no sean equiparables a los proyectos que actualmente son financiados.

²¹ El mercado de valores es equivalente a las bolsas de valores.



El mercado de dinero es aquel en donde se negocian instrumentos financieros de distintos plazos, de bajo riesgo y alta liquidez. También se define como el conjunto de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo de todos los niveles de gobierno²², de los bancos comerciales y de desarrollo y de empresas independientemente de su grado de calificación crediticia.²³

El cambiario o de divisas es el mercado base de todos los demás mercados financieros, puesto que en él se establece el valor de cambio de las monedas en que se van a realizar los flujos monetarios internacionales y es el de mayor volumen de transacciones. En el mercado de divisas participan todos los agentes económicos, porque la realización de las transacciones implica el uso de alguna moneda en específico.

En el mercado de derivados se comercian instrumentos financieros cuya principal característica es que están vinculados a un valor de referencia. La utilización de estos mercados es considerada como una importante herramienta de cobertura, que permite gestionar los riesgos existentes en el sistema financiero a nivel mundial. El uso de instrumentos derivados se lleva a cabo mediante cuatro productos básicos: Forwards, Swaps, Futuros y Opciones.

La denominación de instrumentos derivados se desprende del hecho de que no tienen valor por si mismos. Son instrumentos financieros están vinculados a un activo de referencia, de tal manera que su valor depende o se deriva del valor que dicho activo tenga en el mercado. Los activos de referencia de los instrumentos derivados son: a) instrumentos e indicadores financieros (bonos, acciones, índices, tasas); b) Metales industriales y preciosos (zinc, oro, cobre); c) Productos agropecuarios (granos, ganado); d) Energéticos (petróleo, electricidad, gas); e) Divisas (dólar, euro, peso mexicano).

Los instrumentos derivados son negociados en dos sub mercados. El primero es el mercado estandarizado en donde se comercian Futuros y Opciones y las

²² En el caso de México, participan el Gobierno Federal, Estatal y Municipal.

²³ Díaz de Castro, Luis y Mascareñas Juan (1998).



características de los contratos están perfectamente establecidas en plazo, monto, cantidad y calidad y se negocia. El segundo es el mercado no estandarizado o extrabursatil, denominado también Over the Counter (OTC), donde se negocian los Swaps y los Forwards, con gran flexibilidad y adaptables a las necesidades de las partes involucradas en el intercambio.

A los diversos mercados que conforman el sistema financiero, se suman las instituciones que operan dentro de ellos y hacen posible su existencia. Las instituciones que participan en el sistema financiero se dividen en cuatro categorías: intermediarios financieros, instituciones reguladoras, calificadoras e inversionistas institucionales.

Los intermediarios atienden tanto a demandantes de recursos financieros, como a los oferentes de los mismos, erigiéndose como los encargados de mantener funcionando adecuadamente el vínculo entre la esfera real y la financiera. Los intermediarios financieros puede clasificarse como: a) bancarios (banca múltiple y banca de desarrollo); y b) no bancarios (casas de bolsa, aseguradoras, afianzadoras, casas de cambio, sociedades de inversión, entre otros).²⁴

Las calificadoras de valores han tomado gran importancia. Su función es la de emitir un juicio acerca de las empresas, gobiernos e instituciones que operan en el mercado de valores a través de la emisión accionaria o de instrumentos de deuda. También encontramos operando en los sistemas financieros a los inversionistas institucionales (los fondos de pensiones, compañías de seguros y bancos de inversión, entre algunos otros) que son entes financieros con un poder económico superlativo, que invierten grandes cantidades de capitales y tienen la capacidad de desestabilizar una economía con el movimiento de sus recursos. Los inversionistas institucionales son organizaciones que comercian

²⁴ Dentro de las instituciones que participan en los mercados, el banco central encabeza jerárquicamente al sistema financiero, siendo la entidad que controla el funcionamiento bancario y el sistema monetario de un país. Las instituciones reguladoras tienen como principal objetivo llevar a cabo la supervisión de los directivos empresariales y ejercer el control corporativo, que es una de las funciones que realiza el sistema financiero.



elevados volúmenes de valores y tienen la flexibilidad suficiente para hacer transacciones de grandes dimensiones.

1.2.3. El impacto de la liberalización sobre el sistema financiero

En los últimos treinta años, los sistemas financieros a nivel mundial han sufrido profundas transformaciones a partir del abandono de la paridad fija del dólar con el oro. La característica principal desde entonces es el libre flujo de capitales que ha traído consigo el incremento de la vulnerabilidad financiera. Como se verá más adelante, el impacto de la liberalización financiera se ha manifestado en primera instancia en el rompimiento del vínculo entre el sector real de la economía y la esfera financiera. Los recursos se han vuelto casi inaccesibles para sectores como las pequeñas, medianas y micro empresas y el sector agropecuario. Han predominado los capitales de carácter especulativo, que actúan como desestabilizadores de los mercados financieros. Los sistemas bancarios han sido particularmente afectados por los capitales extranjeros, por que normalmente son de corto plazo, generando expectativas de crisis, debido al conocimiento de los agentes económicos acerca de la reversibilidad de los flujos externos.²⁵

Las reformas a los sistemas financieros que han impulsado la liberalización, principalmente en las economías en desarrollo, incluyeron las siguientes medidas: supresión de los controles de crédito; liberalización de las tasas de interés; libertad de entrada a los capitales externos en los servicios financieros; autonomía del banco central; privatización y extranjerización del sistema bancario; liberalización de los flujos de capital internacionales; implementación del tipo de cambio flotante²⁶; incremento en la competencia entre intermediarios financieros; y política monetaria enfocada a la consecución de la estabilidad de precios a través del uso de instrumentos tales como el control de la base monetaria y otros controles cuantitativos específicos.

²⁵ Bustelo Gómez, Pablo, Clara García Fernández-Muro E Iliana Olivie Aldasoro (2000). Pág 3.

²⁶ Aunque en la realidad se utiliza un régimen de flotación sucia para el control no discrecional del tipo de cambio.

Se han dado diferentes argumentos para defender la liberalización financiera. Por ejemplo se decía que habría una mayor cantidad de recursos disponibles en la economía, que se provocaría una competición basada en precios, lo que significaba la caída en los costes de la intermediación financiera. De esta forma, los ahorradores obtendrían mejores rendimientos con tasas de interés más altas en sus ahorros y los usuarios del crédito accederían a estos con un menor costo (tasas de interés más bajas). Por otra parte, se sostuvo que las reformas permitirían que un mayor número de agentes económicos accedieran al financiamiento. Se dijo, que el resultado de todas las modificaciones implementadas, sería el impulso del crecimiento económico. Lo cierto es que con el paso del tiempo se ha comprobado que todo lo que se argumentó no sucedió, o al menos hasta ahora, no se han dado estos beneficios para la economía en general.

La liberalización y la desregulación de los últimos años, han causando crisis financieras y bancarias de gran envergadura en diversas economías, incluso en países desarrollados con sólidos fundamentos macroeconómicos. Las crisis afectan principalmente la asignación de recursos, impidiendo que el sistema financiero cumpla eficientemente con su función primordial. La consecuencia inmediata de las crisis fue el contagio a todo el sistema financiero internacional, alterando las variables fundamentales de distintas economías. Desde la liberalización, todo el mundo ha padecido la desaceleración económica y los fuertes desequilibrios macroeconómicos.

La evidencia muestra que el impacto de la reforma al sistema financiero más que impulsar el crecimiento económico, ha sido un obstáculo para ello, manifestándose en recurrentes crisis nacionales que contagiaron al total de los mercados internacionales.²⁷ De esta manera, se ha roto el vínculo positivo entre el sistema financiero y el sector productivo.

²⁷ México 1994-1995, los países asiáticos a partir de 1997, Brasil en 1998, Rusia en 1999, Argentina en 2001 (el episodio de crisis más dramático) y Turquía entre 2001 y 2002.



1.2.4. El vínculo entre el sistema financiero y el sector productivo

Indudablemente existe una estrecha relación entre el crecimiento económico y el desempeño del sistema financiero. Este último mediante el eficaz cumplimiento de sus funciones, reduce el costo del capital y mejora la asignación de recursos (aumentando la cantidad y calidad de los proyectos de inversión), impulsando con ello el crecimiento económico. La asignación adecuada de recursos no sólo permite la expansión cuantitativa del producto, sus efectos pueden ser determinantes en el desarrollo económico a través del impacto, directo o indirecto, de variables de bienestar social.

Existe un acuerdo general sobre la causalidad entre el desarrollo del sistema financiero y el desarrollo económico de un país. Un mayor desarrollo financiero promueve un mayor progreso económico.²⁸ Se puede asegurar que el crecimiento económico y la profundización financiera avanzan en el mismo sentido y de una manera amplia se ha consensuado que el avance financiero está positivamente correlacionado con las futuras tasas de crecimiento.²⁹ Por lo tanto, el papel desempeñado por el sistema financiero en una economía puede tener efectos positivos en: (i) la tasa de crecimiento de largo plazo; (ii) el volumen y/o eficiencia de la inversión³⁰; (iii) la asignación de recursos y disminución del costo de capital; y (iv) la equidad distributiva en la economía.

El impacto de la intermediación financiera en el desarrollo económico, se da en la medida en que fluyan los recursos para alentar la inversión, de grandes, pequeñas, medianas e incluso micro empresas y se atiendan sus necesidades de acceso a la información y gestión del riesgo. La desvinculación de los intermediarios y el sector productivo se ha manifestado en la imposibilidad de las empresas de menor tamaño para acceder a todos los servicios financieros. El hecho de que las empresas, sin importar su tamaño, interactúen eficazmente con el aparato financiero, dispongan de crédito y puedan gestionar los riesgos, tiene un impacto directo sobre la asignación de recursos. Un sistema financiero

²⁸ Santillán, Javier (2002). Págs. 37-52.

²⁹ Pollack, Molly y Álvaro García (2004). Pág. 18.

³⁰ Arestis, Philip, Panicos Demetriades, Bassam Fattouh, Kostas Mouratidis (2002b). Pag.3.

más eficiente y vinculado adecuadamente con el sector productivo, induce al crecimiento y en última instancia a la equidad distributiva, influyendo en el desarrollo económico.

Las instituciones financieras posibilitan el desarrollo económico de acuerdo con la concepción del mismo manejada en el trabajo de Neef³¹. La adecuada asignación de recursos traerá consigo efectos en cadena que terminarán por impactar la calidad de vida de población. En primera instancia se realizarán inversiones reales, que generarán empleo y crecimiento de las fuerzas productivas. Habrá salarios y un mejor nivel de ingreso, lo que permitirá obtener los satisfactores para la necesidad de subsistencia (alimentación, abrigo, vivienda). Adicionalmente el mayor número de empresas con actividad productiva crearán ingresos no sólo para el sector privado, sino también para el público vía impuestos, que podrán incrementar el gasto social.

La abundancia de capital permitirá la inversión en educación pública y privada, habrá investigación y mejores condiciones de aprendizaje, satisfaciendo la necesidad de entendimiento. Adicionalmente, la necesidad de protección estará cubierta por el incremento en los recursos públicos y privados que permitirán un gasto superior en salud, se podrán implementar sistemas de prevención y se mejorarán los servicios de seguridad pública. Finalmente habrá mayores recursos públicos para la inversión en infraestructura, beneficiando tanto a las empresas como al conjunto de la sociedad.

El problema más importante para el desarrollo económico ha sido la ausencia de recursos para su financiamiento, principalmente a causa del fracaso del modelo económico dominante para establecer un vínculo eficiente entre el sistema financiero y el sector productivo. La ortodoxia que respalda al neoliberalismo, fomenta la ruptura del canal que lleva recursos financieros hacia la inversión productiva. Al enfocarse en el control inflacionario durante los últimos años, se ha estrangulado el crédito por los controles cuantitativos de la oferta monetaria (exógena en este caso), desalentando la inversión productiva

³¹ “Un Desarrollo a Escala Humana”, de Max-Neef, Manfred, Antonio Elizalde y Martín Hopenhayn (1993).



y estimulando la especulación causante de episodios de crisis en la economía mundial. De esta manera, se ha reducido al mínimo la influencia positiva de la esfera financiera sobre la productiva, manifestándose en ausencia de recursos para la satisfacción de las necesidades, afectando los indicadores de bienestar y frenando el desarrollo económico.

Desde una orientación teórica alternativa puede trabajarse para conseguir restablecer el vínculo entre el sector real de la economía y el sistema financiero, con el objetivo de hacer fluir los recursos necesarios para consolidar un proceso de desarrollo económico exitoso. La presente investigación se conduce bajo los planteamientos del enfoque postkeynesiano, especialmente adoptando la propuesta del circuito monetario de la producción, porque su andamiaje teórico representa una opción viable para resolver el problema del financiamiento hacia la inversión productiva y la carencia de recursos para el desarrollo económico. En la siguiente sección se profundiza en la teoría del circuito monetario de la producción del enfoque postkeynesiano.

1.3. La relación entre la economía real y el sistema financiero a partir del enfoque teórico postkeynesiano

La consecución del desarrollo económico depende en gran medida del flujo constante de recursos destinados al financiamiento del sector productivo. La ruptura del sentido positivo del vínculo sistema financiero-sector productivo ha sido estimulada por el modelo neoliberal, que fomentó el crecimiento descomunal de la especulación. La búsqueda de ganancias extraordinarias y de corto plazo, ha dado paso al predominio de las actividades financieras, en detrimento de la inversión productiva. Derivado de los efectos negativos de las medidas ortodoxas implementadas en las economías en desarrollo, apremia la modificación de la forma en que se relacionan los intermediarios y el sector productivo. El postkeynesianismo a través del circuito monetario de la producción y el crédito, plantea la alternativa adecuada para reestablecer la circulación de financiamiento, desde las instituciones financieras hacia los proyectos de inversión viables (privados y públicos), en beneficio del desarrollo económico.



El enfoque del circuito monetario de la producción otorga un papel primordial a los bancos en la actividad económica. Esto se adapta con la realidad de las economías objeto de análisis de esta investigación. Las economías de México, Brasil y Argentina se caracterizan porque sus sistemas financieros están bancarizados, no cuentan con fuentes alternativas de financiamiento como mercados de capitales avanzados, por el escaso desarrollo del resto de los intermediarios.³²

1.3.1. El circuito monetario de la producción y del crédito

El adecuado funcionamiento del sistema económico en su conjunto, depende en gran medida de la forma en que se relacionan los agentes económicos. En el contexto de la teoría postkeynesiana, el modelo macroeconómico del circuito monetario de la producción y del crédito, se divide tradicionalmente en tres sectores, jerarquizados de acuerdo al acceso y control que cada uno de ellos tenga sobre el dinero.³³ Los elementos del circuito son: 1) los bancos (que representan al sistema financiero, siendo ésta una característica propia del circuito postkeynesiano, empatada con la situación de las economías analizadas en este trabajo); 2) las empresas, divididas en aquellas que producen mercancías de consumo final y las que producen bienes de capital; y 3) los hogares, en este caso representados por los trabajadores asalariados.

Los bancos a través del crédito proveen el financiamiento necesario para que las empresas realicen los planes de inversión y emprendan la producción. Las empresas llevan a cabo proyectos de inversión que permiten iniciar la actividad productiva ó ampliarla; además con los recursos obtenidos de parte de los bancos, pueden iniciar la producción de bienes y servicios. Los trabajadores proveen el trabajo físico e intelectual. Los flujos monetarios son jerarquizados de la siguiente manera: el crédito bancario debe ser obtenido antes de iniciar la producción; las rentas o salarios no pueden ser desembolsados antes de que

³² Banco Interamericano de Desarrollo (2005).

³³ Rochon, Louis-Philippe. (1999). Pág. 19.

se lleve a cabo la producción; y las empresas no pueden devolver los créditos hasta que las mercancías sean adquiridas por los hogares.

Una eficiente interacción del sistema financiero, en este caso en específico de los bancos, con las empresas de todos los sectores productivos y los hogares (trabajadores), puede manifestarse impactando positivamente el progreso económico. El proceso del desarrollo con equidad debe ser completado con la participación del estado, cuya actuación tiene que enfocarse en reducir las desigualdades sociales, redistribuir la riqueza y realizar inversión en aquellas áreas desatendidas por el sector privado, básicamente en aspectos de carácter social como educación, salud, infraestructura y combate a la pobreza.

El circuito monetario de la producción y del crédito de acuerdo con Rochon³⁴ esta conformado por cinco estados o etapas. En primer lugar el estado de las decisiones de producción y precios. En esta etapa, las firmas deben determinar el valor monetario de su producción. Deben además definir no solamente el producto o la cantidad producida, si no, dado sus costos de producción, las empresas también fijarán el precio en el cual sus mercancías serán vendidas. Mientras que las empresas tienen ya un stock heredado de capital a partir del período anterior, también cuentan con un nivel dado de deuda, por lo que deben decidir si continuar la producción en la misma cantidad que en el período anterior, aumentarla ó disminuirla. Ambas decisiones, de producción y de fijación de precios, estarán basadas en sus expectativas acerca del futuro.

El segundo estado del circuito es el de las finanzas iniciales y la creación endógena del dinero, lo que equivale al motivo financiero de Keynes. Este punto se refiere al acceso real de las empresas al crédito bancario para el financiamiento de la producción. Dicho financiamiento no esta basado en el ahorro anterior por parte de las empresas y los hogares. El gasto de inversión de las empresas es costado por el crédito bancario al igual que el capital circulante. Aunque aun existe entre los teóricos del circuito, una lucha entre el

³⁴ Rochon, Louis-Philippe. (1999). Pág. 9-38.

destino del crédito bancario hacia el financiamiento a corto plazo (los salarios y materias primas) ó a largo plazo (bienes de capital).

Un aspecto importante en esta etapa, es que para los circuitistas el dinero es endógeno como resultado de la formación de la deuda. El flujo constante de producción requiere que las empresas obtengan crédito bancario y los depósitos (el ahorro) son creados en el proceso. El dinero, en este sentido, es resultado de la deuda y de la producción y es creado de la nada en el momento en el que el crédito se concede a las empresas.

La tercera etapa esta referida a la creación de los flujos de la renta. En esta fase del circuito se realiza el pago de las rentas (los salarios y los beneficios) y la compra de los bienes de capital. Éste es un paso vital para el circuito puesto que ejemplifica la noción de que las empresas deben gastar para crear el dinero y los beneficios. Esta etapa representa la característica principal de la economía capitalista: las empresas deben gastar para poder en el futuro recuperar el dinero mediante la venta de su producción. Lo que representa en un inicio un gasto para las empresas fabricantes de bienes de consumo, son también réditos para los hogares y para las empresas de bienes de capital. El crédito bancario debe utilizarse productivamente para que las empresas generen rentas. Es la creación de las rentas la que permite que el dinero circule. Si no hubiera trabajadores remunerados, entonces el dinero no podría circular y por lo tanto existir.

El reflujo monetario y la creación de los beneficios constituyen la cuarta etapa del circuito. Una vez que las rentas se hayan desembolsado a través del circuito, comienza el mecanismo del reflujo y las empresas en ambos sectores, reciben ingresos por las ventas de sus productos. Tan pronto como las empresas de bienes de consumo compran de las empresas de bienes de capital, estas últimas recibirán ingresos por estas ventas. Igualmente, cuando los hogares compran bienes de consumo, estas compras representan los ingresos para las empresas de bienes de consumo. Así, el reflujo monetario se puede definir como la liquidez que las empresas consiguen durante esta etapa del circuito monetario.



Con los ingresos que las empresas de ambos sectores reciben por sus ventas, pagará los créditos iniciales que permitieron que el circuito comenzara funcionar: las empresas reembolsan a los bancos y saldan su deuda. Se destruye el dinero, el circuito se cierra; entonces un nuevo circuito está listo para comenzar. Por otra parte, los hogares ahorrarán una porción de su renta. La renta se puede dividir en dos categorías, consumo y ahorro. El ahorro se puede dividir en dos categorías: por una parte los hogares utilizarán una porción de su ahorro para aumentar sus balances líquidos, a través de depósitos bancarios y por otra parte, utilizarán la porción restante para comprar obligaciones de las empresas, es decir, nuevos valores. Éste es el ahorro financiero.

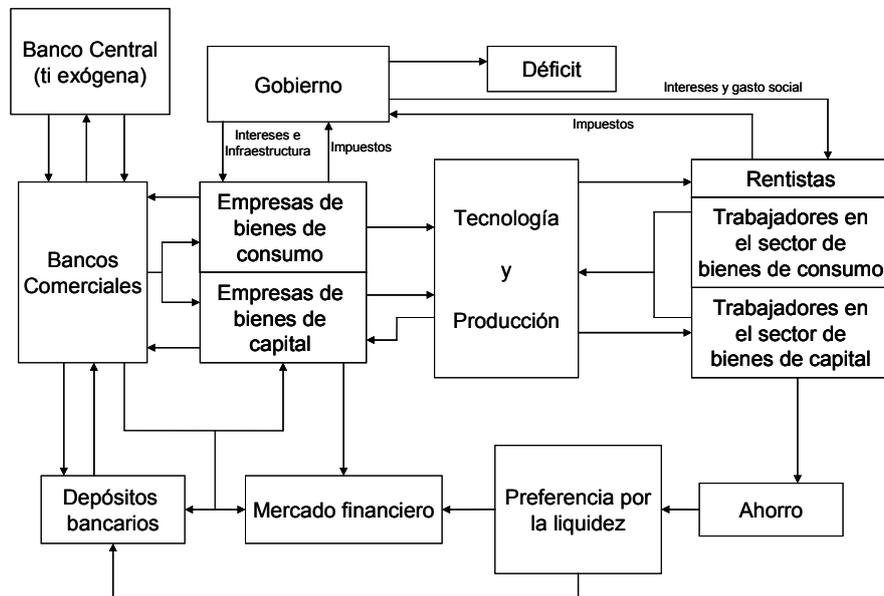
Durante la última etapa, los bancos actúan como intermediarios financieros. En este punto las empresas deben a los bancos la cantidad exacta que los hogares han decidido destinar en forma de depósitos bancarios de ahorro. Los bancos utilizarán estos fondos para financiar de nuevo el crédito a las empresas bajo condiciones de mayor plazo (largo plazo). Cuando hay un aumento en la demanda de dinero como activo, las empresas no pueden compensar su deuda total a corto plazo con los bancos.³⁵ Los bancos requieren consolidar esta deuda de las empresas y con este fin conceden créditos de largo plazo.

El circuito monetario de la producción y el crédito descrito anteriormente, es ejemplificado esquemáticamente en la Ilustración 1. El funcionamiento del circuito se puede mostrar resumidamente. En primera instancia, los bancos comerciales conceden créditos a las empresas para que comiencen un nuevo proceso productivo. El banco central maneja la política monetaria, influyendo en la actividad económica, pues determina de manera exógena la tasa de interés que influye en la demanda de financiamiento de las empresas. Los créditos concedidos por los bancos comerciales, pueden destinarse al capital circulante o a la adquisición de bienes de capital. Los trabajadores reciben el pago por sus servicios y deciden lo que gastan (supongamos, por simplicidad,

³⁵ Rochon, Louis-Philippe. (1999). Pág. 36.

en bienes de consumo), de modo que una parte de sus ingresos vuelven a las empresas y lo que no gastan es ahorro.

Ilustración 1. El circuito monetario en el sistema económico



Fuente: Rochon, Louis-Philippe. (1999).

El ahorro de los hogares se divide en dos partes: a) una parte se conserva en forma de depósitos bancarios; y b) otra parte la dedican a la adquisición de títulos financieros (acciones y/u obligaciones). Por otra parte, las empresas emiten títulos de deuda con la finalidad de recapturar liquidez introducida en el sistema con el pago de salarios, pero no capturada por la venta de bienes. Con la liquidez recapturada, las empresas prestatarias pueden devolver las deudas a los bancos. Sin embargo, algunas empresas no obtienen la liquidez suficiente como para devolver las deudas. Así, tendrán que renegociar con los bancos la conversión de deuda a corto en deuda a largo.

Las empresas adquieren bienes de capital fijo. Dichas adquisiciones se financian con créditos bancarios o en su defecto con recursos provenientes de los mercados financieros ó recursos propios. En realidad, en este punto existe una discusión entre los teóricos del circuito pues algunos sostienen que el crédito bancario sólo financia el pago de salarios, mientras que otros dicen que el financiamiento bancario puede emplearse también para la adquisición de bienes de capital fijo. En esta investigación, sobre este punto asumimos que el

crédito bancario puede emplearse en ambos casos, para el capital circulante o para el capital fijo, destacando que cobra mayor importancia éste último, por su característica de influir en la producción en el largo plazo. Con la venta del capital fijo, el productor puede devolver el crédito necesario para la producción previa. Mientras que con la venta de los bienes de consumo producidos por el otro sector empresarial, también podrán cubrir el crédito obtenido para iniciar el proceso productivo.

El sector gobierno participa recibiendo ingresos por concepto de impuestos, que provienen de los trabajadores y de las empresas, mientras que gastan sus recursos vía la inversión en educación, salud, combate a la pobreza, seguridad pública y servicios básicos, esto en el caso de los hogares; mientras que para las empresas fundamentalmente el gasto se destina a la creación de infraestructura. Ambos sectores, hogares y empresas, pueden recibir ingresos del gobierno por el pago de intereses de préstamos obtenidos para financiar el gasto público. De esta manera, su participación es determinante en la consecución de la equidad distributiva y para impulsar el desarrollo económico.

La interacción de los sectores participantes en el circuito, influye de manera directa en el desarrollo económico, por los efectos de la inversión productiva, la generación de empleo, la creación de ingresos por concepto de salarios, la modificación de los patrones de gasto de los hogares, la mejoría de los indicadores de bienestar motivada por el mayor gasto privado (de empresas y hogares), por la generación de nuevos recursos fiscales y por el efecto progresivo de ingresar a los sectores más desprotegidos al circuito económico.

1.3.2. Algunos conceptos complementarios del postkeynesianismo

Con la intención de complementar el entendimiento del circuito monetario de la producción y del crédito, es indispensable revisar algunos conceptos importantes del postkeynesianismo. En primer lugar, se repasa el enfoque alternativo de la política monetaria, para entender la endogeneidad monetaria y la manera en la cual las decisiones del banco central pueden influir

directamente en el circuito económico y la actuación de los agentes que en él participan.

1.3.2.1. Una visión alternativas de la política monetaria

En los últimos años, ha tomado fuerza el planteamiento que sostiene la idea de que el desarrollo de los sistemas financieros trae como consecuencia la reducción de la capacidad de los bancos centrales para controlar el stock de dinero, puesto que la oferta monetaria llega a ser endógena al proceso económico. Siendo así, el banco central ejerce el control de la política monetaria por medio de la fijación de las tasas de interés de referencia, de modo que puede influir en la demanda de crédito y su manejo de los agregados monetarios es indirecto.

De esta forma, la política monetaria a través del control de las tasas de interés substituye a la política monetaria basada en el control de la oferta de dinero.³⁶ La política monetaria llega a estar condicionada por las distintas etapas a través de las cuales la mayoría de los sistemas bancarios avanzan durante su desarrollo.³⁷ La capacidad para que las autoridades monetarias ejerzan control directo sobre los agregados monetarios, declina dramáticamente hasta que el banco central no puede determinar el volumen de reservas, de crédito y de depósitos, mediante el control cuantitativo de la oferta monetaria.

Conforme los sistemas financiero y bancario se desarrollan y la oferta de dinero llega a ser endógena, se hace difícil que las autoridades monetarias controlen la liquidez y el concepto de política monetaria debe cambiar para tomar en cuenta tales cambios. De acuerdo con Dow³⁸ son dos los canales a través de los cuales los bancos centrales pueden afectar la liquidez del sistema. El primer canal para la política monetaria, es un canal directo que se aplicaría en etapas inferiores del desarrollo bancario y ajustaría con la visión estándar del modelo ISLM; y el segundo canal, indirecto, se aplicaría principalmente a un sistema bancario altamente desarrollado y funcionaría afectando la liquidez de los

³⁶ Dow, Sheila y Carlos Rodríguez-Fuentes (1998).

³⁷ Chick, Victoria (1988).

³⁸ Dow, Sheila y Carlos Rodríguez-Fuentes (1998).

sistemas por medio de cambios en los parámetros de comportamiento que se han considerado siempre como fijos.

La influencia de la política monetaria se transforma y se lleva a cabo a través de la tasa de interés, que se convierte en el instrumento de control del banco central, mediante el cual se afecta a la demanda agregada y finalmente al nivel general de precios. El efecto de las tasas de interés sobre la demanda agregada, representa un vínculo entre el sistema financiero y el sector real de la economía.

En lo referente al concepto de endogeneidad monetaria, se afirma que el dinero no es el resultado de las decisiones de portafolio, como sostiene la noción ortodoxa. El dinero se crea mediante la demanda de crédito real de las empresas que desean realizar sus decisiones de inversión y de producción. Es creado de la nada por los bancos comerciales a través del crédito. En este contexto, la cuestión de la escasez no existe. El crédito es resultado de las necesidades reales de producción de las empresas.

Las siguientes cinco características son consistentes con el enfoque del dinero endógeno: 1) la causalidad invertida entre el dinero y la renta, especificando que la causalidad funciona de la renta esperada (o deseada) de las empresas, a la demanda de crédito, al dinero y al ingreso efectivo; 2) la causalidad invertida entre las reservas, los depósitos y los préstamos donde las reservas son endógenas y no tienen una influencia causal en los préstamos; 3) la causalidad inversa entre los ahorros y la inversión implicando de tal modo, que las empresas deben financiar la producción antes de que se genere cualquier ahorro; 4) una tasa de interés de referencia exógena; y 5) la oferta monetaria es demanda-determinada y crédito-conducido, es creada ex profeso y no es resultado de decisiones de portafolio. La oferta de crédito es endógena, basada en decisiones de los bancos comerciales. El dinero es principalmente un flujo, creado por el crédito y extinguido con el reembolso de los préstamos.

El nuevo acercamiento postkeynesiano de la política monetaria plantea dos aspectos importantes. El primero, es el apoyo teórico que se crea para la

política monetaria basada en el establecimiento de una tasa de interés de referencia. El segundo aborda los canales mediante los cuales los cambios en la tasa de interés pueden afectar la meta(s) final de la política. Estos aspectos son fundamentales y de enorme relevancia para los desarrollos monetarios actuales. En una conferencia acerca de la innovación financiera y la transmisión monetaria realizada en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York³⁹, se reconoció de manera total que este cambio en el manejo de la política monetaria, junto con la innovación financiera y el comportamiento evolucionado de las firmas, ha alterado los canales que permiten a la política monetaria afectar a la economía.

1.3.2.2. Canales de transmisión de la política monetaria

Las principales características del "nuevo enfoque" constituyen una serie de elementos que pueden capturarse en un modelo macroeconómico simple, que a su vez, necesita ser complementado por un planteamiento de los diversos canales a través de los cuales funciona la política monetaria. El enfoque postkeynesiano retoma algunos canales de transmisión ampliamente discutidos e introduce dos nuevos canales de funcionamiento de la política monetaria.

Los economistas han considerado diversas vías por las cuales la política monetaria posiblemente podría influenciar el Producto Interno Bruto (PIB) y la inflación. Hoy en día, se considera que existe un mecanismo complejo por el que las tasas de interés influyen en la demanda, afectando alternadamente el nivel de precios. Dentro de las discusiones acerca de la política monetaria, se han aceptado al menos seis posibles canales de transmisión de la política monetaria⁴⁰. Los canales identificados tradicionalmente son el canal de la tasa de interés, el canal del efecto de riqueza, el canal del tipo de cambio, y el canal monetarista (pero que es diferente del impacto directo del stock monetario en los precios). Recientemente se han identificado dos canales más: el canal del crédito limitado (designado en algunas ocasiones como el canal del balance), y canal del crédito extenso.

³⁹ Federal Reserve Bank of New York. (2002).

⁴⁰ Mishkin, Frederic S. (1995, 1996b, 2001) y Kuttner, K. N., y P. C. Mosser (2002).



Los canales del crédito limitado y amplio, descansan en la idea de una economía con información imperfecta. Este canal, también llamado el canal de los préstamos bancarios⁴¹, se relaciona con el efecto de la política monetaria en la capacidad de los bancos para otorgar préstamos. El canal del crédito extenso implica los efectos de la política monetaria sobre la voluntad de los bancos para dar financiamiento. También llamado el canal del balance⁴², se basa en el hecho de que los balances y el flujo de liquidez de los prestatarios, pueden afectar la oferta de financiamiento, y, en última instancia, la cantidad total de gasto en la economía.⁴³

Los cambios en los precios de los activos son también importantes en el caso del canal del efecto riqueza. Cuando el banco central eleva las tasas de interés, los portafolios de algunos consumidores declinan en valor. Esta reducción en la riqueza neta tiene un impacto en las compras de bienes de consumo por parte de la gente.

El canal de las tasas de interés funciona porque los consumidores y los empresarios son proclives a hacer más compras cuando sus costos de financiamiento son más bajos. Las instituciones financieras pueden decidir no ajustar sus tasas de interés en respuesta a un cambio en las tasas de interés del banco central, sino aplicar alguna forma de crédito racionado⁴⁴. Hasta el punto en que la política monetaria funciona por este canal, tiene sentido que el banco central dirija la economía manipulando las tasas de interés. Por otra parte, el canal monetarista trabaja con base en modificaciones en los precios de los activos financieros y no financieros. Los cambios de las tasas de interés originan que los precios relativos cambien. Puesto que el efecto de la política monetaria está en las tasas de inflación ajustadas, es insustancial considerar las tasas de interés sin ajustar, como representativas del empuje de la política monetaria.

⁴¹ Hall, Simon. (2001).

⁴² Hall, Simon. (2001).

⁴³ Bernanke, Ben. S., and Mark Gertler. (2000, 1998) y Bernanke, Ben S., and Alan S. Blinder. (1988).

⁴⁴ Arestis, Philip and Malcom Saweyer. (2002).

El sexto canal del impacto de la política monetaria es el canal del tipo de cambio. Éste vincula a la política monetaria con la inflación vía los niveles de tasas de interés que provocan modificaciones en el valor de la moneda doméstica con respecto a la moneda de referencia (el dólar), impactando los niveles internos de precios.

Con estos elementos se logra un mayor entendimiento de los conceptos centrales que fundamentan el circuito monetario de la producción y el crédito, como nuevo enfoque para la vinculación del sistema financiero y el sector productivo, lo cual constituye la base teórica para sostener que la actuación del primero puede afectar determinadamente el rumbo del desarrollo económico.



CAPÍTULO II

2. El modelo de crecimiento y el desarrollo económico en las principales economías latinoamericanas: Argentina, Brasil y México (1990-2004)

“El paradigma de antes fue el capitalista organizador y productor con eficiencia, que creaba puestos de trabajo y apuntaba no sólo a la ganancia inmediata, sino al desarrollo estratégico de toda su actividad económica. Hoy día, el capitalista de éxito es aquel que logra ganar mucho dinero en poco tiempo por la vía de la especulación y sin invertir en la economía real”

Carlos Tablada y Wim Diercksens (2003)

Durante aproximadamente tres décadas, la nueva cara del sistema capitalista, el neoliberalismo, penetró las estructuras económicas de Argentina, Brasil y México, al igual que lo hacía en casi la totalidad de los países en desarrollo. El agotamiento del modelo económico exigía una alternativa que permitiera recuperar el ritmo de crecimiento. La renovación de la ortodoxia liberal emergió entonces como el enfoque que tomo mayor fuerza entre los grandes capitalistas, porque ofrecía las condiciones adecuadas para la expansión de sus inversiones y así fue impuesto por el país dominante a las economías con menor desarrollo.

El nuevo enfoque económico neoliberal, se fundamentó en el monetarismo como eje de la política monetaria y en la política fiscal contractiva (buscando el equilibrio presupuestal) caracterizada por la drástica reducción del gasto público, la eliminación de subsidios y la ampliación de la base tributaria con pequeños contribuyentes, pero manteniendo privilegios (exenciones fiscales) para los grandes capitalistas. La máxima expresión de la ortodoxia liberal a



nivel mundial se manifestó mediante la globalización de los mercados⁴⁵: 1) financieros, a través del libre flujo de capitales, lo que se ha denominado el fundamentalismo financiero; 2) económicos, mediante la eliminación de todas las barreras al comercio de mercancías; aunque paradójicamente, los predicadores de la globalización han eludido sistemáticamente la libre circulación de la fuerza de trabajo.

El cambio de modelo económico fue defendido con el argumento de que se conseguiría impulsar el crecimiento de la producción, lo cual no se logró pues entre 1950 y 1980 el crecimiento promedio anual en América Latina fue de 5.5%, mientras que en el periodo de 1990 a 2004, la tasa de crecimiento promedio anual tan solo alcanzó un 2.7%⁴⁶. Aún más grave, es que se coartaron las posibilidades de desarrollo de aquellas naciones que adoptaron las recetas neoliberales sin límite alguno, como fue el caso de Argentina, Brasil y México. Indiscutiblemente el neoliberalismo se convirtió en un obstáculo para el desarrollo económico latinoamericano.

Desde su concepción, el neoliberalismo respondió a los requerimientos de los agentes con mayor poder económico, que veían disminuidos los beneficios de sus inversiones productivas. Para revertir este declive, se impuso la hegemonía financiera, como el nuevo orden de funcionamiento del capitalismo a nivel nacional e internacional.⁴⁷ Una de los efectos más graves del modelo, relacionado estrechamente con el estado del desarrollo económico, fue el quebranto del vínculo positivo entre la economía real y el sistema financiero. El sistema financiero se convirtió en el refugio de la especulación, posibilitando ganancias extraordinarias para la inversión de cartera y dejó de lado su actuación como suministrador de recursos para las actividades productivas.

⁴⁵ Globalización que se asemeja más a una regionalización, en la cual Estados Unidos busca imponer el proyecto neoliberal a toda Latinoamérica y el Caribe, para conformar un área económica que compita con los bloques europeo y asiático.

⁴⁶ Naciones Unidas (2005). Pág. 6.

⁴⁷ Duménil, Gérard and Dominique Levy (2003). Pág. 5.



El descenso de las tasas de ganancia hacia finales de la década de los setenta⁴⁸, desplazó los capitales del sector productivo, trasladándolos hacia inversiones financieras cada vez de menor plazo en busca de ganancias inmediatas. Entonces, los recursos se destinaron al sistema financiero, priorizando la actividad especulativa; el abandono del financiamiento productivo impactó negativamente el crecimiento, el empleo y fundamentalmente frenó el desarrollo económico. El canal de transmisión del sistema financiero hacia el sector productivo en los últimos treinta años, sólo condujo choques generados por la volatilidad y las crisis financieras, pero cortó el flujo de recursos para la inversión productiva y el impulso del desarrollo. Esto se dio gracias al entorno creado por el modelo neoliberal.

Durante la década de los noventa, el paradigma diseñado para América Latina tuvo su máxima expresión en el Consenso de Washington, impuesto para tratar de aliviar los efectos de la década perdida en la región. El decálogo de las medidas ortodoxas, vino a ocupar los espacios de discusión y dominó los sistemas económicos de Argentina, Brasil y México. Personajes tristemente ilustres defendieron y adoptaron el Consenso como lineamiento teórico para conducir la política económica en estos países⁴⁹, debilitando la estructura productiva, originando crisis financieras y generando un elevado costo social.

En Argentina, Brasil y México, el Consenso de Washington fue la herramienta para profundizar de la globalización financiera y permitió la expansión al extremo del modelo neoliberal, motivando la fractura del círculo virtuoso entre el sistema financiero y el sector real. Los capitales dirigidos hacia Argentina, Brasil y México, abandonaron el financiamiento a la producción, principalmente a la pequeña, mediana y micro empresa, por la mayor rentabilidad y el menor tiempo en que la obtuvieron mediante la inversión financiera. Los efectos se resintieron inmediatamente en el ritmo de crecimiento económico, así como en

⁴⁸ “En el periodo de 1950 a 1970 la tasa de ganancia de las empresas no financieras en Estados Unidos osciló entre el 15% y 20% del PIB (no financiero), mientras que entre 1970 y 1990 ya fluctuaba alrededor de 10%, para ser apenas de un 7.5% en el 2001”. Tablada, Carlos y Wim Dierckxsens (2003). Pág. 114.

⁴⁹ Fernando Collor de Mello, Itamar Franco y Fernando Henrique Cardoso (se le atribuyó la concepción y ejecución del denominado Plan Real) en Brasil; Carlos Saúl Menem, Fernando de la Rúa y Domingo Cavallo en Argentina; y Carlos Salinas de Gortari, Joseph Marie Córdoba Montoya y Ernesto Zedillo en México.



otras variables fundamentales y en las condiciones de los indicadores de bienestar social.

A lo largo del presente capítulo se revisan las causas y los efectos, de la implementación del Consenso de Washington, sobre el desarrollo económico de Argentina, Brasil y México. En la primera sección se discute la forma en que las medidas del decálogo rompieron el vínculo entre el sistema financiero y el sector productivo. Posteriormente, se lleva a cabo un estudio del aporte de la política monetaria en la búsqueda del desarrollo económico y la actuación de los bancos centrales para el mismo fin. En la segunda mitad del capítulo, se analizan las condiciones del desarrollo económico en Argentina, Brasil y México, poniendo al descubierto los resultados del neoliberalismo, con base en las cifras de los principales indicadores macroeconómicos y de bienestar social.

2.1. El Consenso de Washington: la receta neoliberal para el desarrollo económico en la década de los noventa

Los ochenta fueron una década desastrosa para la totalidad de las economías latinoamericanas y representaron un periodo de retroceso para el desarrollo económico de la región. Como alternativa de solución a los conflictos económicos, se profundizó el modelo neoliberal mediante el surgimiento del muy cuestionado decálogo del Consenso de Washington, que perfiló una serie de políticas económicas distanciadas del desarrollo y con elevado costo social. El Consenso de Washington fue concebido por el economista del Instituto Internacional de Economía (IIE) John Williamson en 1989⁵⁰, y al teorizar los planeamientos neoliberales, se convirtió en un instrumento que representaba la ortodoxia del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, además de los intereses de los Estados Unidos.

El documento original del Consenso de Washington, se elaboró después de que Williamson se reunió con economistas de 10 naciones latinoamericanas,

⁵⁰ Ver Williamson, John (1990).



que detallaron lo que desde su punto de vista ocurría en cada uno de sus países. Sorprendentemente, las propuestas que surgieron a raíz de la reunión reflejaban exclusivamente las ideas ortodoxas de los tecnócratas de los organismos financieros internacionales. Esta corriente de pensamiento, fuertemente influida por el monetarismo, logró hacer a un lado al resto de las escuelas económicas, que defendían modelos alternativos al neoliberalismo para corregir el rumbo económico de América Latina. El Consenso de Washington consistió en 10 reformas de política económica neoliberal, que de acuerdo con Williamson, necesitaban ser adoptadas en América Latina para salir de la crisis de la deuda y recuperar el crecimiento, reducir la inflación, mantener una balanza de pagos equilibrada y conseguir la distribución equitativa de los ingresos.⁵¹ El decálogo fue la herramienta para fortalecer el modelo neoliberal en la región de América Latina y los 10 puntos de su versión original son los siguientes⁵²:

1. *Disciplina fiscal.*
2. *Reorientación del gasto público desde los subsidios indiscriminados para actividades ineficientes, hacia la sanidad, la enseñanza primaria y la infraestructura*
3. *Reforma fiscal.*
4. *Tasas de interés.*
5. *Tipo de cambio competitivo.*
6. *Apertura comercial.*
7. *Liberalización de la Inversión Extranjera Directa.*
8. *Privatización de empresas públicas.*
9. *Desregulación.*
10. *Derechos de propiedad.*

A través de estos 10 puntos, los “tecnócratas de Washington”⁵³ alegaban que se podría superar el estancamiento y el resto de los problemas económicos de la década perdida. Sin embargo, el Consenso actuó de manera contundente

⁵¹ Williamson, John (1990). Pág. 5.

⁵² *Ibidem*. Págs. 6-15.

⁵³ Williamson, John (1990). Pág. 5.



para romper el vínculo entre el sistema financiero y el sector real, dando mayor impulso a la actividad financiera-especulativa en detrimento de la productiva. Desde los primeros síntomas de las omisiones y los problemas que acarreó el Consenso, sus defensores trataron de incorporar nuevas propuestas para atender las exclusiones de la versión original y así disminuyeran los cuestionamientos recibidos. La versión aumentada del consenso no se alejó de los planteamientos ortodoxos y sólo fue un mal remiendo de la original, que de manera superficial, disfrazó una aparente aflicción por los costos sociales generados por la aplicación estricta del decálogo y del enfoque neoliberal en su conjunto. (Ver Cuadro 1)

Cuadro 1. El Consenso de Washington en su versión aumentada

Consenso de Washington	Consenso de Washington Aumentado
Disciplina fiscal	Reforma política y legal
Prioridades del gasto público	Instituciones regulatorias
Reforma fiscal	Anti-corrupción
Liberalización financiera (tasas de interés)	Flexibilidad del mercado laboral
Tipo de cambio competitivo y determinado por las fuerzas del mercado	Regimenes de tipo de cambio sin intervención
Liberalización comercial	Apertura prudente de la cuenta capital
Apertura a la Inversión Extranjera Directa	Arreglos comerciales
Privatización	Estándares y códigos financieros
Desregulación	Redes de seguridad social
Asegurar los derechos de propiedad	Reducción de la pobreza

Fuente: Rodrik, Dani (2002). Págs. 12-13.

Durante toda la década de los noventa se suscitaron una serie de críticas hacia el consenso, las cuales ya se habían manifestado desde la implementación del neoliberalismo, pero fueron endurecidas por el fundamentalismo acuñado en el decálogo. Uno de los críticos más destacados es Joseph Stiglitz, quien ha dedicado diversos trabajos al análisis y enjuiciamiento de la receta neoliberal del consenso⁵⁴. Stiglitz hace énfasis en los aspectos olvidados en el decálogo y destaca algunos puntos importantes como: que la estabilización de la economía es tan importante como el control de la inflación; que en lugar de

⁵⁴ Stiglitz, Joseph (2002a, 2002b, 2005) y World Bank (1999).



asumir a la liberalización como la única opción posible, debe mejorarse el marco regulador del sistema financiero; que es fundamental construir una política de fomento a la competencia; que deben considerarse distintos mecanismos para mejorar la eficiencia del gobierno, en vez de intentar reducir su presencia al mínimo posible; que se debe mejorar la formación de capital humano; y además, subraya la importancia de incrementar la transferencia tecnológica a los países en desarrollo. Bajo estas circunstancias el consenso de Washington se aplicó en América Latina durante la década de los noventa y sus consecuencias se resintieron con mayor intensidad en los países que se apegaron de manera más estricta a sus lineamientos.

2.1.1. El efecto del decálogo de Washington en la fractura del vínculo entre el sistema financiero y el sector productivo

La formulación teórica del consenso de Washington en cada uno de sus puntos, fue determinante para distanciar a la esfera productiva del sistema financiero, dando carácter de inaccesibles a los recursos para la inversión real. La consecuencia más grave de la aplicación del decálogo fue que se cortó el círculo virtuoso financiamiento-producción, dejando a un gran número de agentes económicos sin posibilidades de obtener créditos para impulsar sus actividades, expandirse e incrementar su competitividad. El decálogo configuró una política económica restrictiva que permitió crear condiciones favorecedoras al capital extranjero, del cual países como Argentina, Brasil y México se volvieron altamente dependientes. Sin embargo, el mayor flujo de recursos del exterior estuvo dirigido al sistema financiero, en detrimento de la inversión productiva.

Los primeros tres puntos del consenso se enfocaron en el diseño de la política fiscal, de línea contractiva y fuertemente influida por el enfoque macroeconómico denominado "supply-side economics". El impacto negativo al vínculo entre el sistema financiero y el sector productivo, se dio mediante la drástica reducción del gasto público que afectó directamente a la demanda agregada. Frente a un mercado interno fuertemente deprimido y un sector externo que perdía competitividad aceleradamente por la sobrevaluación



cambiaría (producto de los esquemas de estabilización inflacionaria), el racionamiento de los recursos públicos y el estrechamiento del margen permitido de déficit fiscal, minimizó la importancia de la inversión gubernamental como un factor determinante para dinamizar la economía. En estas condiciones, la política fiscal expansiva es la herramienta adecuada para generar incrementos en la demanda agregada, postura compartida por Wray⁵⁵, Arestis y Sawyer.⁵⁶

En Argentina, Brasil y México, la reducción del gasto público limitó la expansión de la demanda agregada y actuó en dos frentes para acentuar la dicotomía entre producción y financiamiento: 1) deterioró las expectativas ocasionando gran incertidumbre, lo que afectó las decisiones de inversión de las empresas y de otorgamiento de crédito por parte de los bancos; 2) elevó el riesgo de crédito y liquidez de las empresas, por el empeoramiento de sus condiciones financieras y la posibilidad de que no pudieran hacer frente a sus compromisos crediticios. La consecuencia de ambos efectos fue el incremento en los márgenes financieros y en las tasas de interés activas, hasta el punto en que se convirtieron en el obstáculo más importante para el acceso al financiamiento por parte del sector productivo.

El punto cuatro del consenso referente a las tasas de interés, fue uno de los más determinantes en la dislocación del vínculo entre el sistema financiero y el sector productivo. La liberalización aumentó superlativamente la volatilidad de las tasas de interés, lo que se vio reflejado en un incremento del riesgo de los créditos de mayor plazo. El mayor riesgo de las inversiones reales de largo plazo, ocasionó que el nivel de las tasas de interés también se elevara. La inestabilidad de las tasas, sumada al alto costo del financiamiento y el menor plazo promedio de los créditos, estimuló la especulación.⁵⁷ Cuando la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión productivos fue menor a las tasas activas, éstos dejaron de ser viables y el crédito se dirigió hacia inversiones de mayor rendimiento, en el corto plazo dentro del sistema

⁵⁵ Wray, Randall (1993).

⁵⁶ Arestis, Philip y Sawyer, Malcom (2003a), (2003b).

⁵⁷ Mántey de Anguiano, Guadalupe (2003). Págs. 74-88.

financiero. Las tasas de interés liberalizadas no mejoraron la asignación de recursos, ya que la ausencia de regulaciones prudenciales, fomentó las actividades especulativas y la inversión de corto plazo, desviando los capitales que el sistema financiero pudo haber canalizado al sector productivo.

Aunque en el quinto punto del consenso apareció el enfoque de un tipo de cambio determinado por las fuerzas del mercado y competitivo, en la reunión de Washington para elaborar el decálogo cobró fuerza una postura opuesta que sostenía la importancia del tipo de cambio como anclaje nominal a la inflación, dejando relegado el aspecto de la competitividad. Esta segunda perspectiva dominó los programas económicos en Argentina, Brasil y México, durante los noventa y tuvo influencia significativa para cortar el flujo de financiamiento hacia la economía real. El efecto de la estabilización de precios mediante el ancla cambiaria se dio en dos etapas.

En la primera etapa, con tipos de cambio fijos (Argentina) o semi-fijos (Brasil y México), la estabilidad de la paridad se basó en el ingreso de fuertes cantidades de capital extranjero. El flujo de recursos externos fue atraído por una tasa de interés elevada. Esto causó una apreciación del tipo de cambio real que dañó las expectativas y restó competitividad al sector externo. Por otra parte, la tasa de interés se mantuvo en valores que restringieron el crédito productivo. El panorama económico y financiero desalentó la inversión real.

En la segunda etapa, con la flexibilización del tipo de cambio⁵⁸, era necesario estabilizar la balanza de pagos, para lo que se requería una política monetaria restrictiva que generará alzas en la tasa de interés y atrajera un flujo constante de capital extranjero. Se mantuvo como principal objetivo el control inflacionario, utilizando para este fin el tipo de cambio. Entonces, el objetivo intermedio era mantener estable la paridad, así la política monetaria con tasas de interés altas fomentó la entrada masiva de capitales, que junto con la intervención de los Bancos Centrales impidieron la flotación libre. Nuevamente se produjo sobrevaluación cambiaria, que explotó cuando la demanda de

⁵⁸ En Argentina el abandono del tipo de cambio fijo se dio hasta el 2002, por lo que en la ruptura financiamiento-producción predominó el efecto del tipo de cambio de la primera etapa.

divisas fue inelástica a la tasa de interés, hubo fuga de capitales, la moneda se devaluó y nuevamente apareció la inflación. La política monetaria se endureció aun más, reflejándose en mayores tasas de interés para controlar el aumento de precios, a lo que se sumó la pérdida de competitividad y el deterioro de expectativas. El nivel de las tasas de interés y las expectativas negativas, limitaron el crédito al sector real, abatieron la inversión productiva, impulsaron la especulación y contribuyeron a la dicotomía producción-financiamiento.

La liberalización comercial priorizó el mercado externo sobre el interno y se dio en un marco absolutamente desventajoso para la planta productiva de las economías en desarrollo, que no tenía las condiciones para competir con empresas de países industrializados. Se esperaba que las exportaciones se convirtieran en el motor del crecimiento, sin embargo, la elevada competitividad prevaleciente en los mercados mundiales, puso de manifiesto las carencias de los sectores externos de Argentina, Brasil y México (AByM). En estos países, la baja productividad y el tipo de cambio sobrevaluado, fueron factores que colocaron en una situación desventajosa a las empresas nacionales, disminuyeron sus ganancias, aumentaron sus niveles de endeudamiento y dañaron profundamente su situación financiera. La sobrevaluación cambiaria, ha obligado a que los productores de AByM tengan que elevar su productividad al mismo ritmo que la apreciación del tipo de cambio, más un porcentaje adicional que represente la productividad que hayan ganado los socios comerciales, para mantener la competitividad.

La supresión de todas las barreras comerciales, especialmente exacerbada en México, también afectó a las empresas de AByM, pues las economías desarrolladas siguieron aplicando medidas proteccionistas. La liberalización comercial operó en detrimento de la esfera productiva, agravó los problemas de la balanza comercial, limitó las ganancias de las empresas nacionales, aumentó su endeudamiento, y constriñó el mercado interno y el crecimiento económico.

Así, el empeoramiento de la situación financiera de un gran número de empresas, agudizó el riesgo que representaban como prestatarios, lo cual



sumado al contexto económico configurado por la apertura comercial, deterioraron las expectativas. La incertidumbre prevaleciente afectó las decisiones de crédito bancario (por la posibilidad de incumplimiento de pago) y de inversión productiva por la carencia de financiamiento y la perspectiva de menores ganancias. De esta forma, el punto seis del Consenso, aportó sus efectos para la interrupción del flujo de recursos del sistema financiero hacia la esfera productiva.

Los puntos que tratan sobre la apertura a la Inversión Extranjera Directa (IED) y la privatización, procedieron de manera conjunta para estropear la canalización de financiamiento de los intermediarios hacia la inversión productiva. El proceso indiscriminado de privatizaciones en AByM, logró atraer IED mientras existieron empresas públicas llamativas para el capital extranjero. Una vez que la IED se adjudicó los bienes públicos rematados a precio de ganga, los flujos de capital se dirigieron, en gran medida hacia empresas maquiladoras que poco o nulo beneficio dejan para los países receptores.

La IED hacia sectores productivos nacionales fue desalentada por las grises perspectivas que generaban un mercado interno con limitado poder adquisitivo y un sector externo que perdía competitividad aceleradamente. A esto hay que agregar la exportación de las ganancias a las naciones originarias de la IED. El mismo proceso sucedió con las empresas estratégicas de AByM, privatizadas inconscientemente. Lo anterior conformó un panorama desalentador para el otorgamiento del crédito a las empresas nacionales y para la inversión productiva, como consecuencia de las expectativas de baja rentabilidad.

Por otro lado, los bancos privatizados se entregaron a empresarios sin experiencia en el negocio, que otorgaron créditos para dos tipos de actividades: 1) aquellas cuya demanda de fondos es inelástica a la tasa de interés, como crédito al consumo e hipotecario⁵⁹; y 2) actividades de alto riesgo; ambos tipos de prestamos dieron lugar al problema bancario de selección adversa.⁶⁰

⁵⁹ Mántey de Anguiano, Guadalupe (2003). Pág. 84.

⁶⁰ Situación claramente ejemplificada en México con el FOBAPROA.



Mientras tanto, con el acceso de la IED al sector bancario, las condiciones de las economías de AByM fomentaron el desinterés y los constreñimientos de la banca extranjera para financiar a las empresas nacionales con proyectos de menor rentabilidad que las actividades especulativas. Así las filiales de los bancos extranjeros impusieron condiciones diferentes en AByM a las de sus casas matrices (tasas de interés, comisiones y margen financiero) y dejaron en segundo término la intermediación financiera (captación y colocación). Entonces, se enfocaron en operaciones en los mercados de valores que les entregaron beneficios superiores. Así, la privatización y la IED participaron en el proceso de desintermediación financiera en perjuicio del sector productivo.

La dicotomía entre el sistema financiero y la esfera productiva, manifestada en la carencia de financiamiento para la inversión, el crecimiento y en consecuencia el desarrollo económico, fue el daño que la aplicación estricta del Consenso de Washington causó en Argentina, Brasil y México. Los obstáculos para el desarrollo en estas naciones se han agudizado por el impacto negativo del decálogo neoliberal en los indicadores de bienestar y pobreza, es decir, se ha producido un proceso de retracción del desarrollo económico.

2.1.2. La decadencia y crisis del Consenso de Washington en América Latina

El modelo impuesto para América Latina en la década de los noventa, era defendido con el argumento de que su aplicación representaba la solución para los problemas de la década perdida y que mejoraría las condiciones económicas de los países de la región. Sin embargo, hacia la primera mitad de los noventa los números empezaban a evidenciar las carencias del Consenso y la pobreza de los resultados prácticos era un signo de la crisis del modelo. En esta sección se realiza una primera evaluación de la región Latinoamericana en su conjunto, considerando que las cifras globales están fuertemente influidas por el desempeño de Argentina, Brasil y México, además de otros países que también aplicaron la receta neoliberal.



El decenio de los ochenta fue un lastre para el desarrollo económico del continente americano. En el lapso de 1981 a 1990 el crecimiento promedio del PIB en América Latina fue de 1.1%, muy por debajo del 3.1% de los países desarrollados, del 7.3% de Asia del Este y el Pacífico, y de 5.6% del sur de Asia (Ver Cuadro 2). En la siguiente década se hicieron más notorias las diferencias en la aplicación de las políticas económicas y las regiones mostraron tasas de crecimiento dispares, resaltando la insuficiente expansión del producto latinoamericano para aliviar los efectos negativos del estancamiento previo.

Cuadro 2. Evolución de los principales indicadores macroeconómicos en América Latina, 1981-200

Economía real (% de cambio y % del PIB cuando se especifica)	1981-1990	1991-2000
Crecimiento del PIB real	1.1	3.3
Consumo privado per cápita	-1.1	2.3
PIB per cápita	-0.9	1.6
Población	2.0	1.7
Inversión Bruta Nacional	-2.1	4.6
Inversión Bruta Nacional/PIB ^a	20.2	20.0
Inflación ^b	17.3	11.9
Balance presupuestal del Gobierno Central/PIB	-9.1	-3.3
Exportaciones	5.2	8.6
Exportaciones/PIB	15.5	17.7
Importaciones	0.9	10.7
Importaciones/PIB	13.1	19.0
Balance externo/PIB ^c	2.5	-1.3
Cuenta corriente/PIB	-0.3	-2.8
Remesas de los trabajadores (\$, billones de dólares)	3.3	13.0

a. Inversión fija, medida en términos reales

b. Deflactor del PIB, valor medio

c. Exportaciones – Importaciones, como % del PIB

Fuente: Elaboración propia con base en World Bank (2005a).

Entre 1991 y 2000 una vez más América Latina se rezagó respecto a otras zonas económicas. En este lapso, dominado por las medidas del Consenso, tan sólo se logra una expansión promedio del PIB de 3.3% (Ver Cuadro 2). Mientras tanto, naciones que aplicaron modelos económicos diferentes obtuvieron mayor éxito en la consecución del crecimiento. Tal es el caso de China con un promedio de crecimiento de 10.1%, la India con un 5.2% e

incluso la zona de África del Norte que logra ascender 3.7% en el mismo periodo⁶¹.

Por otra parte, el consumo per cápita en América Latina pasa de un decrecimiento de -1.1% entre 1981 y 1990, a un incremento promedio de 2.3 % en los noventa, sin alcanzar una tasa de expansión mayor que la del PIB. Otro indicador consistente para probar el fracaso del modelo es la Inversión Bruta Doméstica (IBD) que no mostró ningún progreso; en los 10 años de los ochenta la IBD representaba en promedio 20.2% del PIB, mientras que en los noventa se ubicó en 20.0% del PIB. (Ver Cuadro 2). El PIB per cápita también muestra el inocuo éxito del decálogo, elevándose en promedio 1.6% entre 1991 y 2000, apenas con una ligera mejoría respecto al decrecimiento de -0.9% entre 1981-1990 (Ver Cuadro 2). En este caso, el decálogo tampoco logra marcar una diferencia a favor de América Latina, pues en el periodo del 91 al 2000 el PIB per cápita de Asia del Este y el Pacífico aumenta en promedio 6.4% y el de Asia del Sur se amplía 3.3%.⁶²

El logro más ufanado por los tecnócratas es el control inflacionario, en donde las cifras resultan positivas, pues después de 10 años de inflaciones galopantes, los precios crecieron en promedio 11.9% en Latinoamérica entre 1991 y el 2000 (Ver Cuadro 2). La estabilidad de precios es importante para mantener el poder adquisitivo, pero desafortunadamente no basta para mejorar las condiciones de vida de la población y su obsesiva búsqueda ha frenado la expansión de la producción en América Latina.

Respecto al sector externo, los números indican que si bien la liberalización aumentó la presencia comercial en el mercado internacional, también causó el deterioro de la balanza comercial, la cuenta corriente y la balanza de pagos, originando un importante obstáculo para el crecimiento y el desarrollo, tal y como lo señala Thirlwall⁶³: “Si bien la liberalización comercial puede mejorar el

⁶¹ World Bank (2005a). Págs. 118-124..

⁶² World Bank (2005a). Págs. 119-123.

⁶³ Thirlwall, Anthony P. (2003). Pág. 103.



desempeño de las exportaciones, también puede conducir a un crecimiento más rápido de las importaciones que empeore la balanza de pagos”.

Esto fue precisamente lo sucedido en América Latina durante los noventa, creándose una restricción de la balanza de pagos que afectó la demanda agregada y finalmente la expansión de las economías de la región (Ver Cuadro 2). La apertura comercial y el crecimiento hacia afuera, son temas en los que el desengaño es evidente y en los que el Consenso queda a deber. Entre 1981 y 1990, el aumento de las importaciones fue de 0.9% y de las exportaciones fue de 5.2%. Para los noventa, la demanda de importaciones se incrementa 10.7% en promedio, ritmo de expansión sensiblemente superior al de las exportaciones que aumentaron a una tasa promedio de 8.6%. La balanza comercial como porcentaje del PIB paso de un superávit de 2.5% entre 1981-1990, a un déficit de -1.3%, mientras que el déficit de la cuenta corriente se profundizó de -0.3% (1981-1990) a -2.8% (1991-2000). (Ver Cuadro 2).

El comportamiento del balance presupuestario del Gobierno Central, representa la confirmación de la aplicación de los primeros tres puntos del Consenso. Es verdad que el déficit fiscal medio como porcentaje del PIB se redujo de -9.1% (1981-1990) a -3.3% (1991-2000), pero esta drástica contracción del componente de la demanda agregada con posibilidades de dinamizar la economía, ha limitado considerablemente la recuperación del mercado interno y ha castigado a sectores vulnerables de la población (Ver Cuadro 2).

La crisis del Consenso tiene su corolario en el aumento desproporcionado de la migración de trabajadores latinoamericanos hacia economías desarrolladas principalmente los Estados Unidos. Esto como consecuencia del insuficiente crecimiento económico, la baja inversión, la demanda agregada constreñida, el mercado interno deprimido, es decir, la falta de oportunidades de empleo que expulsó mano de obra en busca de la supervivencia. Así, la media en la recepción de remesas en Latinoamérica se triplicó desde 3.3 billones de dólares entre 1981-1990 hasta 13 billones de dólares entre 1991-2000. (Ver Cuadro 2).



La contundencia de las cifras registradas en los noventa, era muestra irrefutable de la temprana decadencia y crisis de las recetas del decálogo de Washington en Latinoamérica. El análisis posterior de la situación particular de Argentina, Brasil y México, comprueba el fracaso del Consenso y además, permite apreciar claramente sus implicaciones para el desarrollo económico.

2.2. La política monetaria en Argentina, Brasil y México y su impacto en el proceso de desintermediación financiera

El instrumento del modelo neoliberal más eficaz para romper la relación entre la esfera real y la financiera, fue la política monetaria implementada por los Bancos Centrales de Argentina, Brasil y México. Tal y como mencionan Mishkin y Savastano *“La experiencia de la política monetaria de América Latina no ha sido feliz”*⁶⁴, pues la forma en que se ha instrumentado particularmente durante los noventa, ha influido negativamente en el crecimiento y en el desarrollo económico. En este periodo dos características definen a la política monetaria aplicada en los tres países: 1) tenía como objetivo final el control de la inflación, por lo que fue de corte restrictivo; y 2) utilizó al tipo de cambio como instrumento de anclaje para conseguir la meta final de estabilizar los precios.

Las recomendaciones del Consenso restringieron significativamente el uso de la política fiscal como una herramienta eficaz de la política económica, de tal manera que fue la política monetaria la principal herramienta del programa antiinflacionario. La política monetaria configurada en AByM ocasionó que las tasas de interés reales se mantuvieran elevadas, especialmente las activas, lo que ha impedido que fluyan los recursos a la inversión productiva. La liberalización y el descenso de la inflación contribuyeron a la reducción de las tasas, con respecto a los niveles anteriores registrados en AByM, pero el costo del financiamiento siguió siendo inapropiado para alentar la inversión.

Es posible distinguir dos etapas en la aplicación de la política monetaria en AByM. En la primera, los tres países anclaron el objetivo de inflación al tipo de

⁶⁴ Mishkin, Frederic S. y Miguel A. Savastano (2000). Pág. 1.

cambio fijo (Argentina) y semi-fijo (Brasil y México); etapa que concluyó con las crisis financieras y devaluaciones consiguientes (México 1995, Brasil 1998 y Argentina 2002). Ante el rompimiento de la fijación cambiaria, vino la segunda etapa de la política monetaria apoyada en un esquema de flotación del tipo de cambio y manteniendo como meta principal a la inflación. Desde el momento en que las autoridades monetarias de AByM decidieron que el tipo de cambio sería el anclaje nominal para inflación, abandonaron el fomento de la competitividad del sector externo.

En las dos etapas el principal mecanismo de transmisión de la política monetaria fue a través del tipo de cambio. Con tipos de cambio fijos y con tipo de cambios flexibles, se necesitaban grandes corrientes de capitales para defender la paridad y el programa de estabilización, lo cual a su vez ocasionó el problema de sobrevaluación real de la moneda en ambos casos. Desde la adopción de los tipos de cambio flexibles, se ha dado una sistemática intervención de los Bancos Centrales para evitar que la depreciación de la moneda genere presiones inflacionarias.

En su intento por mantener estable el nivel de precios, los bancos centrales trabajaron para mantener la austeridad de los agregados monetarios. La política monetaria restrictiva al controlar la liquidez en la economía, impulsó el alza de las tasas de interés de AByM, las cuales registraron diferenciales importantes respecto a las tasas internacionales. Esto repercutió en fuertes entradas de capitales. Los flujos de capital soportaron la estabilidad cambiaria y de precios, pero impidieron que se cumpliera el principio de paridad del poder de compra necesario para evitar la mayor pérdida de competitividad de la producción nacional frente a importaciones.⁶⁵

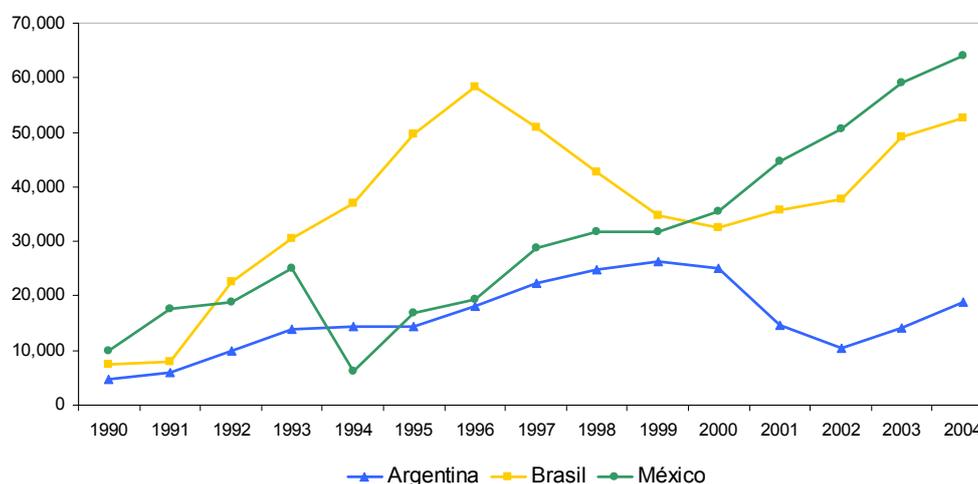
Las intensas corrientes de capitales desde finales de los ochenta, aumentaron considerablemente las reservas internacionales de los bancos centrales en AByM. Entre 1990 y 2004 la tasa media de crecimiento anual de las reservas

⁶⁵ Situación que sigue presentándose en la actualidad, como en el caso de México cuya moneda se apreció en términos reales 25.8% entre 1997 y 2004, mientras que entre junio de 2004 y julio de 2005 la apreciación real fue de 9.5% (Calva, José Luis, 2005).



internacionales de Argentina fue de 10.63%, de Brasil fue de 15.01% y en México el incremento promedio anual fue de 14.31% (Ver Gráfica 1). Esta situación constantemente impulsó la sobrevaluación real de las monedas nacionales de AByM. De manera recurrente las autoridades monetarias han intervenido mediante de la esterilización del incremento en la liquidez para evitar que ésta sea excesiva y comprometa el logro del objetivo de inflación. La apreciación real de las monedas ha sido producto del desempeño de la esfera financiera, sin vínculo con la evolución de los factores fundamentales de la economía real, como el crecimiento, la productividad y la evolución de los términos del intercambio.⁶⁶

Gráfica 1. Reservas Internacionales de Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con base en World Development Indicators 2005.

A nivel financiero, la política monetaria contractiva más el tipo de cambio sobrevaluado, si bien lograron controlar la inflación temporalmente, al deteriorar la situación de la balanza comercial, del mercado interno y del ingreso real, generaron incertidumbre sobre las perspectivas económicas y políticas de corto y largo plazo.⁶⁷ Esto aumentó el riesgo de crédito, que posteriormente derivó en una degradación en la calidad de la cartera bancaria, hasta llegar a la crisis financiera. De esta forma, la incertidumbre económica y el mayor riesgo de los prestatarios, reavivaron los constreñimientos para el crédito, las tasas activas reales fueron más elevadas y el margen financiero más amplió. El resultado ha

⁶⁶ CEPAL (2004). Pág. 78-86.

⁶⁷ CEPAL (2005a). Pág. 79-80.



sido un largo periodo en el que se ha obstaculizado la demanda de financiamiento y la inversión productiva.

La política monetaria de AByM también actuó a través del canal de tasas de interés, modificando la estructura de tasas en las tres economías. La alteración de la tasa de referencia o tasa de política monetaria, impactó al resto de las mismas: interbancarias, pasivas y activas, estas últimas esenciales para el fomento de la inversión, el cumplimiento satisfactorio del ciclo de negocios y la expansión económica. El mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de la tasa de interés en AByM, ha funcionado porque los cambios de la tasa de referencia han logrado influenciar a la tasa del mercado interbancario. Las instituciones que ofrecen fondos y las que los solicitan actúan a través de operaciones interbancarias, por ello, es el mercado donde se pone de manifiesto la capacidad del banco central para alterar y guiar la tasa de interés hacia su objetivo.

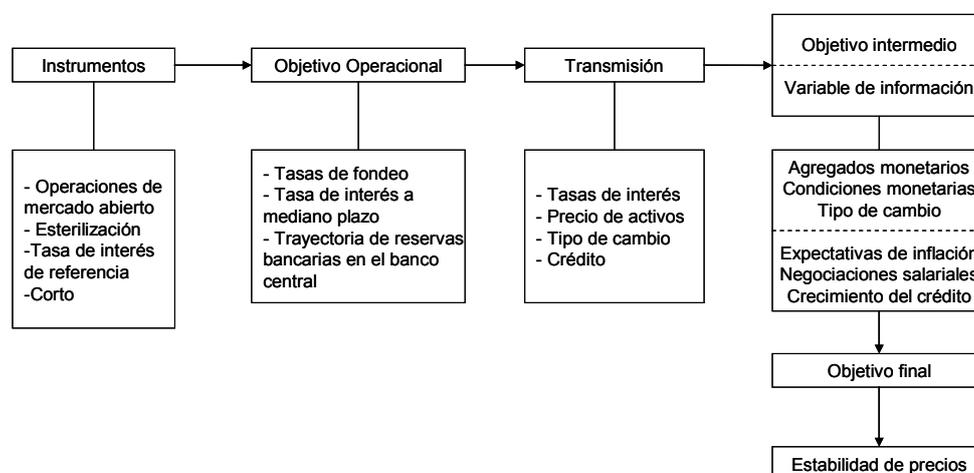
Los cambios en la tasa interbancaria afectaron a las tasas pasivas, puesto que los depósitos bancarios representan para los bancos un financiamiento que compite con los recursos adquiridos en el mercado interbancario. El aumento del riesgo y la incertidumbre provocaron que los bancos traspasaran estos efectos a las tasas activas y al margen financiero. El racionamiento del crédito productivo en AByM no estuvo determinado por problemas de liquidez relacionados con las mayores tasas en el mercado interbancario, ya que los bancos pudieron fondearse en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, las altas tasas y su elevada volatilidad sí tuvieron que ver con la ausencia de financiamiento, porque restaron atractivo y rentabilidad a los proyectos en el sector productivo y generaron serias dudas sobre la capacidad de las empresas para cumplir con sus compromisos financieros.

Actualmente Argentina, Brasil y México han adoptado una política monetaria basada en un esquema de metas de inflación con tipo de cambio flexible. El instrumento es el control de una tasa de interés por parte del banco central en Brasil y el control monetario a través del corto en México. Por su parte, en Argentina el banco central utiliza el esquema de flotación administrada,



teniendo como instrumento el control de los agregados monetarios y la intervención en el mercado cambiario para esterilizar la expansión monetaria. En los tres casos el objetivo operacional son las tasas de interés activas a mediano plazo y el mecanismo de transmisión funciona principalmente a través del tipo de cambio. Los objetivos intermedios son los agregados monetarios y la fortaleza del tipo de cambio. La política monetaria en los tres países tiene como objetivo final es la estabilidad de precios. (Ver Diagrama 1)

Diagrama 1. Mecanismo de transmisión de la política monetaria empleada en Argentina, Brasil y México, 1990-2004



Fuente: Shwartz, Rosenthal Moisés J. (1998). Pág. 5.

Para las autoridades de AByM la eficacia de la política monetaria hoy en día, al igual que en la década de los noventa, se mide por la capacidad de controlar la inflación. El objetivo de la estabilidad de precios se mantiene como prioridad exclusiva de los bancos centrales en las tres economías. Los tecnócratas de AByM aun no logran entender que la lucha contra la inflación no constituye un fin en sí misma, tan sólo es un medio para apoyar el proceso de crecimiento económico y conseguir mejorar la distribución de la riqueza. La estabilidad de precios no tiene que ser un objetivo excluyente, que afecte el desempeño de los indicadores fundamentales de la economía⁶⁸.

Así, el “éxito” logrado en cuanto a inflación se refiere, contrasta con el fracaso manifestado en las bajas tasas de expansión del producto y el rezago en el

⁶⁸ Stiglitz, Joseph E. (2004).



desarrollo económico. Los efectos de la política monetaria en AByM, generaron un proceso de desintermediación financiera que deprimió el crédito a las empresas, la inversión productiva, el crecimiento de la producción y la generación de recursos para impulsar el desarrollo. La desintermediación financiera, no es otra cosa que la disociación entre la esfera productiva y la financiera, cuyas secuelas se reflejan en el desempeño de las principales variables macroeconómicas y los indicadores sociales de las tres economías más importantes de América Latina.

2.3. El estado del desarrollo económico en Argentina, Brasil y México (1990-2004)

La aplicación indiscriminada del Consenso de Washington y la política monetaria de sesgo neoliberal-monetarista, se conjuntaron para quebrantar el nexo entre el sistema financiero y el sector real, circunscribiendo notablemente la circulación de capitales hacia la inversión productiva. Las condiciones configuradas por la política económica de AByM a partir de los noventa, fueron adecuadas para el fomento de inversiones estériles, que no sólo impidieron la expansión aceptable de las fuerzas productivas, sino que mermaron la cantidad de recursos disponibles para estimular el desarrollo económico.

A lo largo de 15 años en Argentina, Brasil y México la aplicación de “políticas de choque” impuestas por los organismos financieros internacionales, arrojó resultados sumamente cuestionables, porque los problemas económicos y sociales persisten e incluso se han agravado con el paso del tiempo. De manera insistente se han buscado mejoras cuantitativas en los indicadores macroeconómicos, sin lograr que esto se manifieste a nivel micro. Los escasos logros en materia económica no han sido capitalizados para mejorar la calidad de vida de la población. Si bien es cierto que la consecución del desarrollo económico⁶⁹ tiene como condición necesaria el crecimiento de la producción y

⁶⁹ A partir de este punto, el concepto “desarrollo económico” es utilizado indistintamente con el de “desarrollo humano” ó “progreso económico” ya que entre ambos no existen diferencias significativas, involucran las mismas ideas y se emplean con el mismo fin.



el buen desempeño de las variables fundamentales, esto no garantiza que las personas puedan acceder a los satisfactores para sus necesidades básicas.

En Argentina, Brasil y México, los gobiernos actuaron de manera similar, pues el conjunto de acciones que ejercieron terminaron favoreciendo a la plutocracia minoritaria de sus respectivos países, pero dejaron en segundo término la preocupación por la satisfacción de las necesidades de una mayoría de la población. En los tres países desde las reformas económicas y financieras, mientras que la especulación en el sistema financiero opera cada vez con mayores recursos⁷⁰, el capital disponible para el desarrollo escasea dramáticamente. La política social ha sido deficiente y los esquemas de protección de la población se han desmantelado para mercantilizarlos de acuerdo a las reglas del “libre mercado”.

Desde que se implementaron las recetas del decálogo de Washington y durante los años previos a las crisis, se fue conformando un entorno económico favorable para la especulación y la inestabilidad, ambos factores se sumaron al debilitamiento de la estructura productiva nacional de AByM, para colocar a estas economías al borde del colapso. Después del cambio estructural ocurrido a principios de los ochenta, el punto de inflexión más importante en el proceso de desarrollo económico para Argentina, Brasil y México, se dio con la irrupción de las crisis en 2001, 1998 y 1994-1995 respectivamente⁷¹, que sumadas al efecto contagio de cada una de ellas⁷², pusieron al descubierto las carencias de las políticas económicas neoliberales supuestamente confeccionadas para aliviar a los países en desarrollo.

⁷⁰ Lo cual es independiente del tamaño y penetración del sistema financiero, porque son inversiones de cartera, que en muchas ocasiones permanecen tan sólo algunas horas en los países receptores.

⁷¹ En 1994 en Argentina y 1995 en Brasil, se presentaron periodos de fuertes tensiones en los sistemas financieros, calificados propiamente como crisis por algunos autores (Carstens, Agustín G., Daniel C. Hardy y Ceyla Pazarbaşıoğlu 2004, pág. 31.), producto del efecto contagio de la crisis mexicana, cuyas consecuencias se resintieron fuertemente en la economía de estos países.

⁷² El efecto contagio de mayor intensidad fue el de la crisis de México en 1994-1995, las secuelas negativas para Argentina y Brasil fueron superlativas y colocaron a las naciones sudamericanas al borde del colapso financiero. A pesar de que en ese momento se eludieron crisis severas en Brasil y Argentina, no fue posible evitar las consecuencias a nivel económico y social de la propagación del trance financiero mexicano.



A lo largo de la década pasada, fue común lidiar con las secuelas de las crisis financieras, que principalmente aumentaron la pobreza y causaron serios retrocesos en el desarrollo económico. El aumento de la polarización de los ingresos (característica distintiva del neoliberalismo), alimentó las posibilidades de explosiones sociales, basta recordar el surgimiento del EZLN en México, las protestas de los piqueteros en Argentina o del gremio de los obreros en Brasil, que representaban el descontento de grupos sumamente afectados en sus condiciones de vida. Las posibilidades de consolidar un proceso de desarrollo económico consistente, que permitiera atender a las necesidades básicas de amplios sectores de la población, se vieron limitadas con la acentuada dicotomía entre las esferas financiera y real. Cuando la carencia de financiamiento constriñó la inversión productiva, dejaron de generarse recursos para la educación, la salud, el combate a la pobreza, la seguridad pública, la justicia y se deterioró gravemente la equidad distributiva.

Es cierto que resulta muy complejo medir el grado de satisfacción de las necesidades de un pueblo, la realidad del bienestar social difícilmente puede reflejarse en números, pero una alternativa viable es recurrir a los indicadores relacionados con el acceso a los satisfactores básicos, para tratar de realizar un análisis adecuado del tema y generar propuestas que atiendan al progreso integral de AByM. Se han realizado algunos intentos para medir el desarrollo económico, pero actualmente el Índice de Desarrollo Humano (IDH) representa el indicador estandarizado más completo para analizar la situación individual de los países y realizar una comparación entre ellos.

Previo a la exposición del estado del IDH para AByM, se examinan cada una de las cifras macro y de los indicadores sociales. En primer lugar, se considera la generación de recursos materiales y la expansión de la producción, y el acceso por parte de la población de AByM a los ingresos disponibles. Asimismo, se efectúa una revisión de las variables fundamentales y el desempeño del sector público, para entender plenamente que tan favorable para el desarrollo ha sido el entorno económico y financiero de los países estudiados. A continuación se lleva a cabo un minucioso escrutinio de los principales indicadores de bienestar social: educación, salud y pobreza. En



conjunto, las variables macro y las de bienestar social, además del IDH publicado por el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, son utilizados en este trabajo para evaluar la situación del desarrollo económico en Argentina, Brasil y México.

2.3.1. El desempeño macroeconómico

Las condiciones del entorno macroeconómico son un primer requisito para avanzar en la situación del desarrollo. El buen funcionamiento del aparato productivo y la solidez de las variables fundamentales, son condiciones necesarias para el desarrollo, aunque no suficientes. En AByM el modelo económico prometía lograr una mejoría sensible en los indicadores macro, lo cual no sucedió y como resultado se frenaron los avances en el progreso económico. A lo largo de la década pasada y los primeros años de la actual, los números reflejan una realidad contraria los requerimientos de la población de estas naciones y poco alentadora mientras se mantengan las políticas implementadas hasta el día de hoy.

Cuadro 3. Principales indicadores macroeconómicos de Argentina, Brasil y México (1990-2004)
(Tasa media de crecimiento anual y % del PIB cuando se indica)

Economía real	Argentina			Brasil			México		
	1990-2004	Desviación Estándar	Coefficiente de variación	1990-2004	Desviación Estándar	Coefficiente de variación	1990-2004	Desviación Estándar	Coefficiente de variación
PIB real	3.3	6.9	2.1	2.5	2.7	1.1	2.9	3.3	1.1
Tasa de Desempleo	13.5	4.4	0.3	8.0	2.6	0.3	3.2	1.0	0.3
Inflación	171.4	594.3	3.5	565.1	964.5	1.7	15.6	10.4	0.7
Inversión Nacional	3.6	21.8	6.1	1.0	6.4	6.4	3.7	12.4	3.4
Inversión Nacional/PIB	15.7	2.6	0.2	21.2	1.3	0.1	19.1	1.7	0.1
Consumo	2.9	7.0	2.4	2.3	2.1	0.9	2.8	3.4	1.2
Ahorro Nacional	4.4	7.8	1.8	1.7	3.9	2.3	3.3	8.2	2.5
Exportaciones	7.1	7.7	1.1	6.9	5.5	0.8	10.0	8.8	0.9
Exportaciones/PIB	11.8	6.4	0.5	10.3	3.0	0.3	25.0	6.8	0.3
Importaciones	13.2	33.3	2.5	7.1	15.8	2.2	11.4	12.0	1.1
Importaciones/PIB	10.4	2.7	0.3	10.4	2.2	0.2	26.8	5.5	0.2
Deuda Externa	8.2	9.6	1.2	5.5	7.1	1.3	2.6	8.8	3.4
Deuda Externa/PIB	55.1	36.3	0.7	34.2	9.6	0.3	34.2	9.9	0.3
Balanza Comercial/PIB	1.4	5.4	3.9	-0.1	2.1	-21.0	-1.8	2.2	-1.2
Cuenta corriente/PIB	-1.1	4.2	-3.8	-2.0	2.2	-1.1	-3.3	2.1	-0.6
Remesas de los trabajadores	44.3	88.4	2.0	19.3	40.8	2.1	13.1	10.4	0.8
Remesas de los trabajadores (\$, millones de dólares)	96.9	71.9	0.7	1,915	710	0.4	6,362	3,396	0.5

Nota: El cálculo de la inflación media, es alterado por los niveles exorbitantes del aumento de precios durante 1990, 1991 y 1992 en Argentina y de 1990 a 1995 en Brasil.

Fuente: Elaboración propia con base en World Bank (2005b).

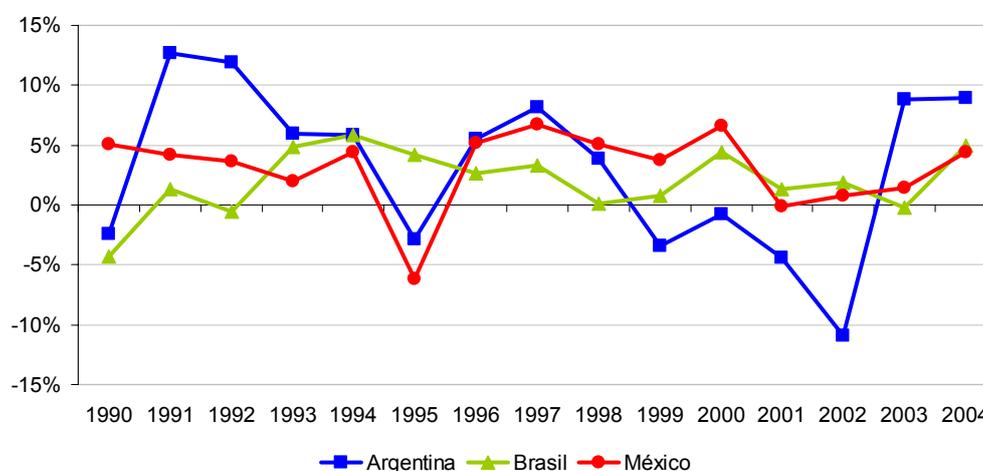


2.3.1.1. Crecimiento económico

La etapa comprendida entre 1980-1989 resultó desastrosa para América Latina, pues la expansión promedio del PIB fue tan sólo de 1.1% contra un crecimiento promedio de la población de 2.0% en el mismo lapso.⁷³ Entonces era apremiante trabajar en el fortalecimiento de la demanda agregada en toda la región. Específicamente, en este periodo la tasa media de crecimiento anual en Argentina fue de -1.4%, en Brasil de 2.2% y en México de 1.4%⁷⁴, en los tres casos, tasas inferiores al aumento de la población de 1.39%, 1.96% y 2.08% respectivamente. Evidentemente la expansión económica fue insuficiente para satisfacer las necesidades sociales generadas durante los ochenta en AByM.

Al poner en marcha el paquete de reformas dominadas por las medidas neoliberales, la exigencia era de obtener resultados inmediatos, evitando que el costo social de los ajustes fuera elevado. Desafortunadamente esto no sucedió y el crecimiento de AByM fue altamente volátil y exiguo para superar los rezagos acumulados en los años previos. Entre 1990 y 2004, el producto en Argentina registra el mejor promedio de expansión con una tasa de 3.3%, pero también padece la mayor volatilidad al presentar una desviación estándar de 6.9% (Ver Cuadro 3 y Gráfica 2).

Gráfica 2. Crecimiento del PIB en Argentina, Brasil y México, 1990-2004



⁷³ World Bank (2005a). Pág. 121.

⁷⁴ World Bank (2005b).



Fuente: Elaboración propia con base en World Bank (2005b). Págs. 198-199.

En el mismo lapso el crecimiento promedio anual del PIB en Brasil fue de 2.5% con una desviación estándar asociada de 2.7%, mientras que en México se registró un crecimiento medio de 2.9% con una desviación estándar de 3.3% (Ver Cuadro 3 y Gráfica 2). Contrastante resulta el caso de China, país en el que se siguió un camino diferente, obteniendo como resultado una volatilidad del crecimiento de 2.7% similar a México y Brasil, pero con una expansión de su producto que se produjo a una sorprendente tasa media de 9.3%.

2.3.1.2. Empleo

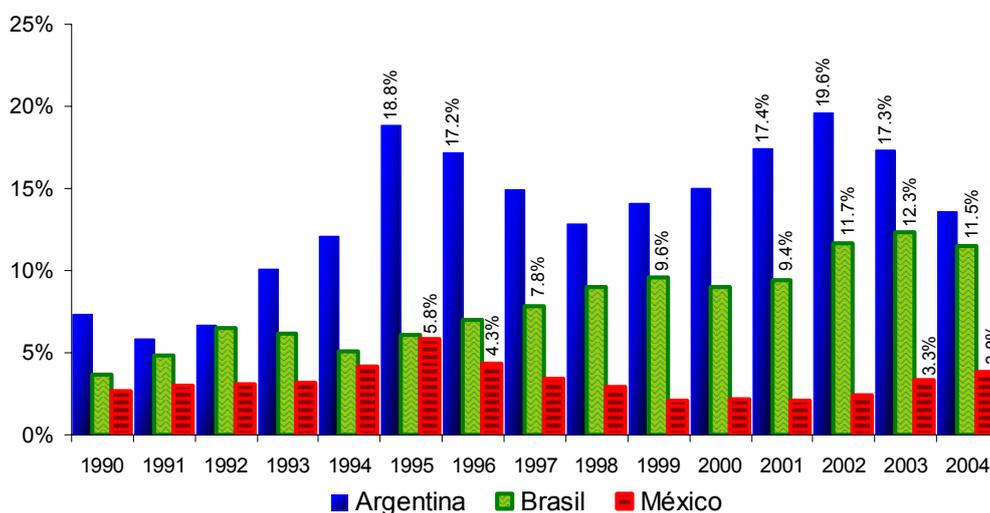
En AByM, la depresión del mercado interno se relaciona estrechamente con la imposibilidad de generar empleos, para que la población económicamente activa (PEA) cuente con los recursos para consumir y elevar sus condiciones de vida adquiriendo los satisfactores básicos. Durante los 15 años del periodo de estudio, la fuerza laboral total de AByM aumento a una tasa media de crecimiento anual (TMCA) superior a la de población. Para el lapso comprendido entre 1990 y 2004, la TMCA de la fuerza de trabajo en Argentina fue de 1.86%, en Brasil de 1.77% y en México de 2.74%. La PEA creció a un ritmo 86% por arriba del aumento de la población en Argentina, la misma cifra fue de 72.7% en México y 30% en Brasil.⁷⁵ La incorporación año con año de gran cantidad de personas al mercado laboral, contrastó con el escaso dinamismo económico de AByM entre 1990 y 2005, que se manifestó en la imposibilidad de crear los puestos de trabajo para cubrir la creciente demanda.

La situación del desempleo abierto ha sido crítica en la etapa del modelo económico inspirado en el decálogo. El panorama laboral más complicado se han presentado en Argentina, pues la tasa media de desempleo (TMD) fue de 13.5%, alcanzando niveles superlativos en 1995 y 2002, cuando la falta de trabajo afectó al 18.8% y 19.6% de la PEA (Ver Cuadro 3 y Gráfica 3). Brasil no muestra un panorama menos gris, pues registra una TMD de 8% entre 1990 y 2004, lo que significa que en valores absolutos el número de desempleados (9.4 millones en 2004) supera 4 veces a Argentina y 6 veces a México (Ver

⁷⁵ Internacional Monetary Found (2005) y World Bank (2005b). Págs. 60-63.

Cuadro 3 y Gráfica 3). En México, la TMD es de 3.2% entre 1990 y 2004, la menor respecto a los países analizados, pero quizá la más engañosa por los confusos criterios utilizados para caracterizar al desempleo en este país (Ver Cuadro 3 y Gráfica 3). La fuerza laboral en México se calcula en aproximadamente 44 millones de personas⁷⁶, de las cuales 1.7 millones se encuentran desempleados⁷⁷ y 35 millones laboran sin ningún tipo de protección social, es decir, en el sector informal.⁷⁸ Si se toman en cuenta las precarias condiciones laborales de la informalidad y la temporalidad de algunos empleos en este sector, el número de desempleados sería mucho mayor. En Argentina y Brasil el 44.3% y 44.6% de la población económicamente activa respectivamente, labora en el sector informal.⁷⁹

Gráfica 3. Tasas de desempleo en Argentina, Brasil y México, 1990-2004



Fuente: Elaboración propia con base en International Monetary Fund (2005) y World Bank (2005b). Págs. 60-63.

2.3.1.3. Inflación, tasas de interés y tipo de cambio

Los programas de estabilización basados en las fórmulas neoliberales del consenso se implementaron tratando de reducir las exorbitantes niveles inflacionarios, que llegaron a ser de 3,079.8% en Argentina (1989), 2,947.7% en Brasil (1990) y 159.2% en México (1987).⁸⁰ Asimismo, en los tres casos a la

⁷⁶ World Bank (2005b). Pág. 52-55.

⁷⁷ Cálculos propios con base en World Bank (2005b).

⁷⁸ El Financiero. México 27 de septiembre de 2005. Sección Economía. Pág. 10.

⁷⁹ Organización Internacional del Trabajo (2005). Pág. 97.

⁸⁰ World Bank (2005b). Págs. 250-253.



política monetaria se le asignó el objetivo exclusivo de controlar el incremento de precios. Entre los escasos resultados del modelo económico de AByM, el más importante fue el abatimiento de la inflación, que sólo volvió a avivarse después de los episodios de crisis. Los descensos más substanciales en la tasa de inflación se dieron principalmente en: 1) Argentina donde el aumento de precios pasó de 2,313.96% en 1990 a 24.9% en 1992; y 2) Brasil, que avanzó de 2,947.7% en 1990 a 66.01% en 1995. Mientras tanto, en México el objetivo también fue cumplido aunque de manera más discreta, pues en 1990 y 1991 las tasas de inflación respectivas eran de 26.6% y 22.7% y para 1993 el aumento de precios fue tan sólo de 9.7%.

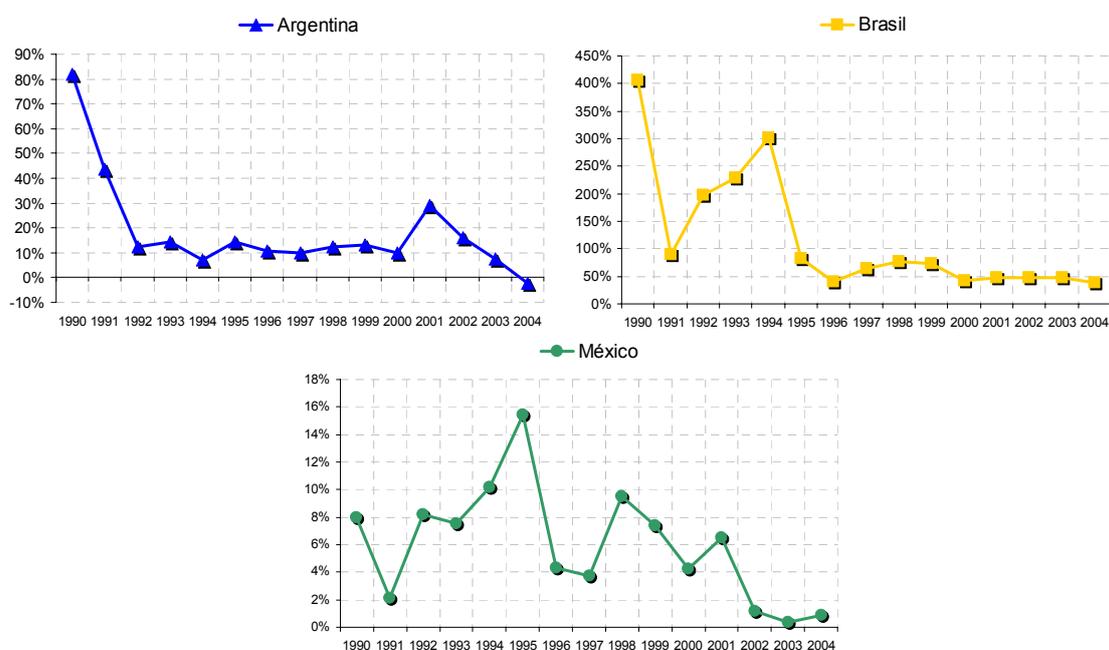
Los argumentos a favor de la estabilización de precios como vía para impulsar mejoras a nivel macro y microeconómico, se han debilitado porque los números indican logros contrarios, derivados del estrangulamiento de las políticas restrictivas sobre la economía real. La insuficiencia del objetivo inflacionario para apoyar un proceso de crecimiento sostenido, es cada vez más evidente y pone al descubierto la apremiante necesidad de extender los alcances de las políticas monetaria y fiscal, para acelerar el ritmo de la actividad económica y generar impactos positivos sobre el desarrollo.

Uno de los primeros efectos de la estabilización de precios fue el descenso generalizado de las tasas de interés (T_i) en AByM. De acuerdo con los argumentos que acompañaron a las reformas financieras, la T_i bajarían cuando fueran determinadas por las fuerzas del mercado; con tal fin se lleva a cabo la liberalización de las mismas en 1988 en México y 1989 en Argentina y Brasil. A partir de ese momento, las T_i comienzan a descender rápidamente, tendencia que fue apoyada por la contracción de las tasas de inflación. Resulta de particular importancia el análisis de las tasas de interés activas reales. En promedio, las T_i activas reales más elevadas se han registrado en Brasil, manteniéndose en niveles inverosímiles, siendo hasta el día de hoy, las más altas en el mundo (Ver Gráfica 4). Aunque han venido descendiendo, sobre todo a partir de 1995 cuando alcanzaron un valor de 81.8%, la t_i activas reales brasileñas aun son muy altas llegando en 2004 a 39%.

En Argentina, el panorama en el mercado de dinero reflejó fielmente los rápidos resultados del programa de estabilización inflacionaria, pues en tres años la tasa de interés real se retrajo desde 81.9% en 1990 a 12.5% en 1992. Durante nueve años consecutivos la *Ti* activa real se mantuvo entre 14% y 7%, hasta 2001 cuando nuevamente se elevó, para ubicarse en 29.1%; durante 2004 por primera vez en 15 años, la tasa activa real registró un valor negativo de -2.2% (Ver Gráfica 4).

La situación en México es un tanto distinta, pues la tasa de interés activa real en ningún momento llegó a los tres dígitos y fue el país en donde este indicador registró los menores valores. Esta variable pasó de 8% en 1990 a 15.4% en 1995, su nivel máximo durante la década de los noventa. En los años posteriores muestra una tendencia descendente llegando a 0.39% en 2003, la cifra mínima en 15 años (Ver Gráfica 4). La característica principal de las *Ti* activas reales en AByM es la elevada volatilidad, que incremento el riesgo de los créditos a largo plazo y provocó la carencia de financiamiento al sector productivo.

Gráfica 4. Tasas de interés activas reales de Argentina, Brasil y México, 1990-2004



Nota: Las tasas de interés reales se refieren a las tasas activas nominales ajustadas por la inflación, de acuerdo con el deflactor implícito del PIB.

Fuente: Elaboración propia con base en World Bank (2005b), Banco Central de la República Argentina, Banco Central do Brasil y Banco de México.



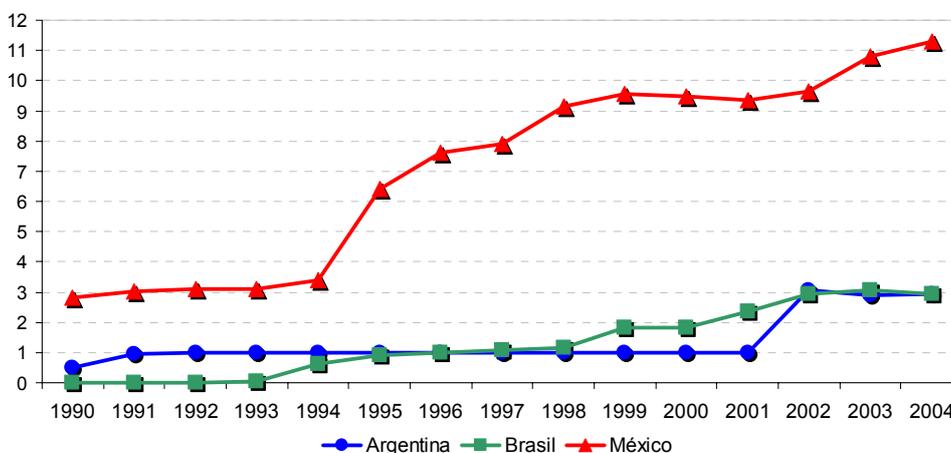
El tipo de cambio fue determinante en los programas económicos de los tres países, sirviendo como ancla nominal de la inflación. El control de precios se basó en la estabilidad del tipo de cambio nominal (TC), que se convirtió en el principal canal de transmisión de la política monetaria. El deslizamiento programado y bandas de movimiento del TC se establecieron en Brasil y México, mientras que en Argentina se utilizó la fijación dura del TC. Para echar a andar las medidas económicas de estabilización, se realizaron algunos cambios importantes a nivel monetario. Particularmente, en Argentina durante 1992 se introdujo el peso argentino que vino a sustituir al austral, que había sido la moneda de curso legal desde 1985; mientras que en Brasil en julio de 1994 se introduce el real para reemplazar al cruzado.

Así, durante varios años la política cambiaria estuvo enfocada a mantener controlados los TC en AByM, el punto de inflexión en cada caso estuvo marcado por las crisis y consecuentes devaluaciones. En Argentina, en 1991 se fija el TC al dólar, durante el primer año es austral y para 1992 se establece la paridad 1 a 1 del peso argentino con el dólar. El esquema se conserva hasta el 2002 cuando es necesario devaluar el TC e instaurar la flotación del mismo. Del 2002 a la fecha, el peso argentino registra una apreciación nominal de 4.6% con respecto al dólar, para ubicarse en 2004 en 2.92 pesos/dólar (Ver Gráfica 5).

Por su parte, en Brasil desde la institución del real y hasta 1998, el TC acumulaba una depreciación de 81.5%, manejada por las autoridades monetarias de acuerdo a los objetivos de inflación. Posteriormente durante la etapa de flotación cambiaria el TC pasó de 1.81 reales/dólar en 1999 a 2.93 reales/dólar en 2004, lo que significa en estos seis años una depreciación de 61.2% (Ver Gráfica 5). El TC en México avanzó de 2.8 pesos/dólar en 1990 a 3.4 pesos/dólar en 1994, acumulando en este periodo una devaluación de 20%. En 1995 durante el auge de la crisis el TC se ubica en 6.4 pesos/dólar llegando a 7.6 pesos/dólar en 1996, la evolución de la paridad representa entre 1995 y 2004, una depreciación de 75.8%, llegando a 11.3 pesos/dólar en 2004 (Ver Gráfica 5).



Gráfica 5. Tipo de cambio en Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (moneda local/dólar)



Fuente: Elaboración propia con base en Monetary Found (2005) y World Bank (2005b). Págs. 294-297.

2.3.1.4. Inversión, consumo y ahorro

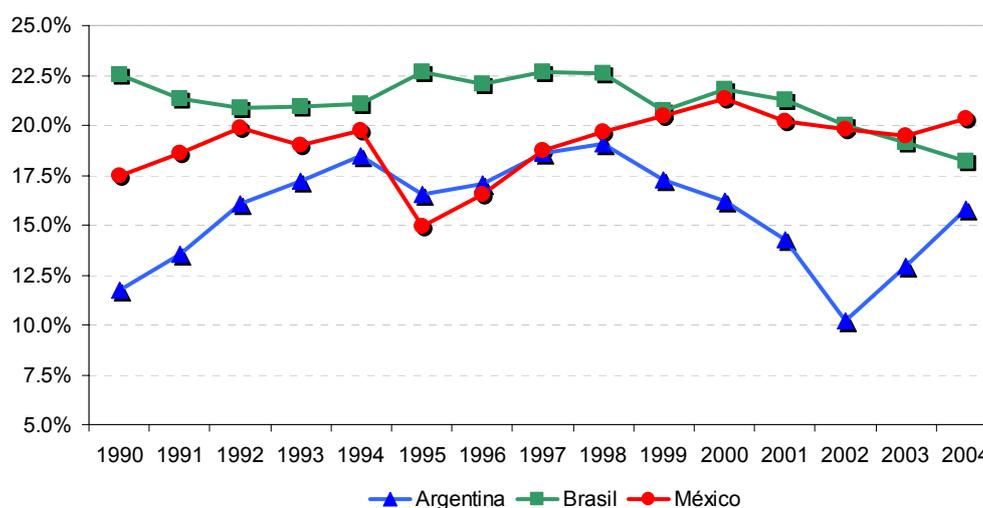
El comportamiento de la Inversión⁸¹ poco ha coadyuvado a la expansión de las fuerzas productivas, de acuerdo con las necesidades del desarrollo económico en AByM. A lo largo del periodo de análisis la inversión mostró un ritmo de crecimiento por demás exíguo y ridículo de acuerdo con las necesidades de la economía real y una volatilidad muy elevada que se tradujo en un aporte inestable para el crecimiento. De 1990 a 2004 en Argentina la inversión aumentó a una tasa media de 3.6%, con una altísima volatilidad de 21.8%, para representar en promedio como porcentaje del PIB el 15.7% (Ver Cuadro 3 y Gráfica 6). Por su parte, en Brasil la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) tuvo el menor crecimiento medio tan sólo de 1%, la menor desviación estándar (6.4%) respecto a México y Argentina, pero registró el mayor nivel promedio como porcentaje del PIB con 21.2% (Ver Cuadro 3 y Gráfica 6). La TMCA de la inversión en México fue de 3.7%, acompañada de una volatilidad elevada que ascendió a 12.4%. Como porcentaje del PIB la inversión en México se situó en 19.1% en promedio (Ver Cuadro 3 y Gráfica 6). En el mismo lapso la situación de China y de Estados Unidos, permiten apreciar el atraso del ritmo de crecimiento y la elevada volatilidad de la inversión en las tres naciones

⁸¹ Para evaluar la variable Inversión se utilizan los datos de la Formación Bruta de Capital Fijo.

latinoamericanas. La TMCA y la volatilidad asociada de la inversión en China fueron de 14.4% y 6.3% respectivamente, mientras que en Estados Unidos los mismos indicadores equivalen a 4.7% y 5.1%. En China la Formación de Capital alcanza el 35% del PIB.

Las cifras con relación al consumo arrojan evidencia contundente del sonado fracaso del modelo de crecimiento dominante en AByM. El ritmo de expansión de esta variable a lo largo de quince años en Argentina (TMAC de 2.9%) y México (TMCA de 2.8%) se mantuvo por debajo del mostrado por el PIB (3.3% en Argentina y 2.9% en México). Aun cuando en Brasil la situación es distinta, el consumo con una TMCA de 2.3%, apenas creció por arriba del PIB con TMCA de 2.5% (Ver Cuadro 3). Es evidente que el crecimiento del PIB entre 1990 y 2004 no estuvo sustentado por el dinamismo del consumo, reflejo de la profunda depresión del mercado interno en AByM y el cambio de orientación económica hacia el exterior, respaldado en las propuestas de Washington y ofrecido como la panacea del crecimiento para América Latina. El resultado indica que los objetivos no se cumplieron en materia de crecimiento económico y por si fuera poco se mantuvo abatido el consumo nacional.

Gráfica 6. Formación Bruta de Capital Fijo en Argentina, Brasil y México, 1990-2004
(% del PIB)



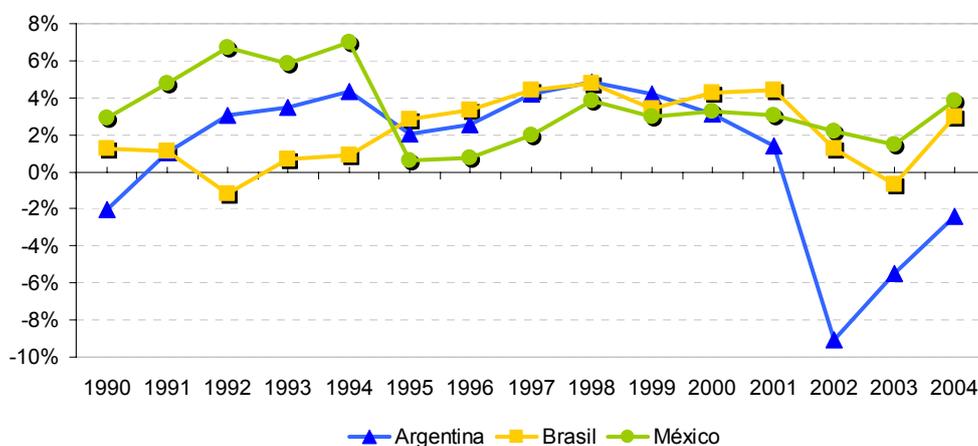
Nota: Cifras convertidas en dólares a precios constantes del 2000.

Fuente: Elaboración propia con base en World Bank (2005b) y CEPAL (2005a).

Pág. 162.

Una consecuencia del reducido volumen de crédito bancario ex- ante otorgado al sector privado en AByM a lo largo de los últimos 15 años, es el bajo nivel del ahorro interno (AI). La diferencia entre la inversión total (IT) y el ahorro interno, definida como el ahorro externo (AE) ha sido positiva en la mayoría del periodo de 1990 a 2004 (Ver Gráfica 7). Mientras que en países altamente desarrollados como Japón, Noruega y Holanda, así como en la economía China, el AI medio entre 1990 y 2004 es de 30.7%, 28.3%, 25% y 40.5% del PIB respectivamente; en el mismo lapso el AI de Argentina promedia 15.8% del PIB, en Brasil 18.4% del PIB y en México 19% del PIB. Esto marca diferencias significativas originadas a partir de los distintos niveles de crédito bancario y facilidad de acceso al financiamiento, de los sectores productivos de los países desarrollados y China, respecto a AByM. El ahorro nacional aumenta en promedio 4.4% en Argentina, en Brasil 1.7% y 3.3% en México, tasas muy bajas que confirman un escaso dinamismo, ocasionado por la escasez del financiamiento previo (Ver Cuadro 3).

**Gráfica 7. Ahorro Externo en Argentina, Brasil y México, 1990-2004
(% del PIB)**



Nota: a. Ahorro externo definido como la diferencia entre el la Inversión (Formación bruta de Capital) y el Ahorro nacional.
b. Cifras preeliminares para 2004.
Fuente: Elaboración propia con base en datos de World Bank (2005b). Págs. 230-237.

Sólo a partir de una decisión de inversión impulsada por el crédito bancario previo, pueden reactivarse, no sólo la generación de ahorro, sino también el consumo, el empleo y el dinamismo del mercado interno, variables con insatisfactorio desempeño en AByM.



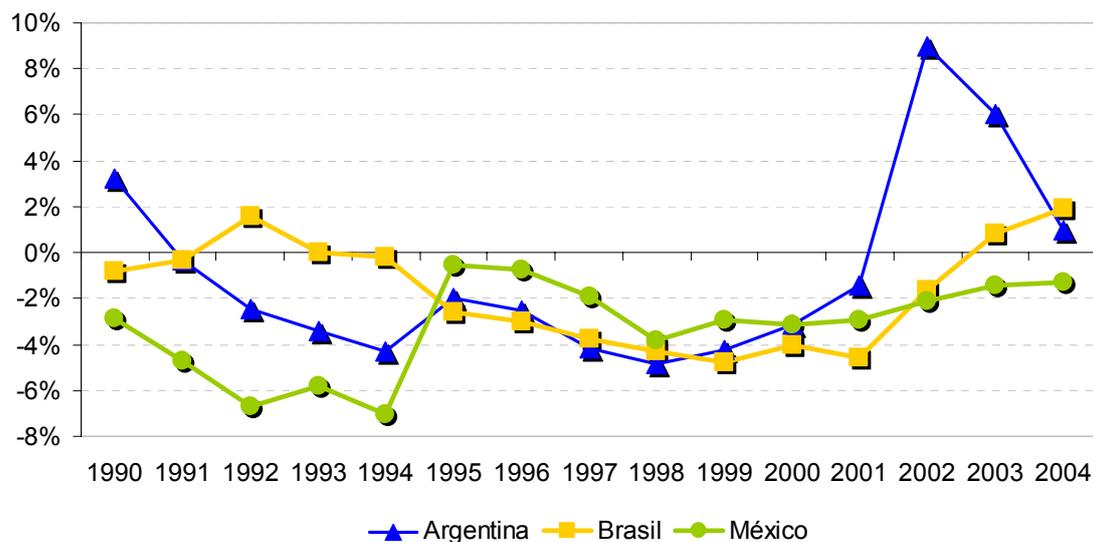
2.3.1.5. Sector Externo

Las economías de AByM adoptaron un modelo que priorizaba la liberalización comercial, basando las posibilidades de crecimiento en el desempeño del mercado exterior. Sin embargo, la realidad fue muy distinta en los tres casos, porque el ritmo de expansión de las importaciones superó en todo momento al de las exportaciones. De especial importancia en el desempeño de los sectores externos de AByM, ha sido la constante apreciación real del tipo de cambio, fomentada por el programa de estabilización de precios, que ha contribuido a la pérdida de competitividad externa de los productores nacionales y al fuerte incremento de las importaciones.

Entre 1990 y 2004, las exportaciones argentinas aumentan en promedio 7.1%, mientras que las importaciones se elevan 13.2%, el mayor comercio internacional se logra como resultado de la fijación de la moneda con respecto al dólar y la consecuente sobrevaluación cambiaria (Ver Cuadro 3). En Brasil con una paridad semi-fija en la mayor parte del periodo, las exportaciones aumentan 6.9% en promedio, pero las importaciones ascienden a una TMCA de 7.1% en el mismo lapso (Ver Cuadro 3). Las importaciones de México se amplían a una tasa promedio de 11.4%, superando a la TMCA de 10% de las exportaciones (la mayor de las tres naciones) entre 1990 y 2004 (Ver Cuadro 3). En los tres casos, las tasas de expansión del comercio exterior estuvieron acompañadas por amplios márgenes de volatilidad, particularmente en el caso de las importaciones (Ver Cuadro 3).

Después de quince años, en términos de las tasas de crecimiento tanto de exportaciones como de importaciones, no se aprecia gran diferencia entre Argentina y Brasil, con respecto de México, el país con la apertura comercial más agresiva. Sin embargo, por volumen si logra marcarse un notable contraste, pues en México las exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB ascienden a 25% y 26.8%, mientras que los mismos indicadores ascienden a 11.8% y 10.4% en Argentina y 10.3% y 10.4% en Brasil.

Gráfica 8. Balanza en Cuenta Corriente, Argentina, Brasil y México 1990-2004 (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia con base en World Bank (2005b). Pag. 194-213.

La tendencia seguida por exportaciones e importaciones, dio pauta a una Balanza de Cuenta Corriente (BCC) de AByM asiduamente en déficit a lo largo de 15 años (Ver Gráfica 8). En Argentina la cuenta corriente de la balanza de pagos promedió un déficit de -1.1%, con algunos años con resultados superavitarios, principalmente a consecuencia de la desaceleración económica originada por la crisis de 2001 (Ver Gráfica 8 y Cuadro 3). En Brasil también se produce un persistente déficit, que arroja una media de -2% (Ver Gráfica 8 y Cuadro 3). Pero aun más grave es el caso mexicano, cuya cuenta corriente es deficitaria en -3.3% en promedio, llegando a niveles escandalosos como el -6.7% de 1992 y -7% de 1994 (Ver Gráfica 8 y Cuadro 3).

2.3.1.6. Deuda Externa

“Los gobiernos están, sin protestar, transfiriendo una parte muy significativa de la riqueza producida por los pueblos latinoamericanos”

Eric Toussaint (2003)

La deuda externa ha sido un lastre muy pesado para las economías latinoamericanas, que dejaron de invertir enormes cantidades de recursos en el desarrollo económico, para destinarlos al pago de las obligaciones financieras con los acreedores internacionales. Algunas cifras que tratan sobre el monto



del capital pagado por América Latina resultan alarmantes, como las que cita Roberto González quien menciona: “al término de 2004, América Latina ha pagado siete veces el monto de la deuda externa que tenía hace dos décadas...”.⁸² Concretamente, en AByM los niveles del endeudamiento externo total han representado durante 15 años un factor de riesgo latente.

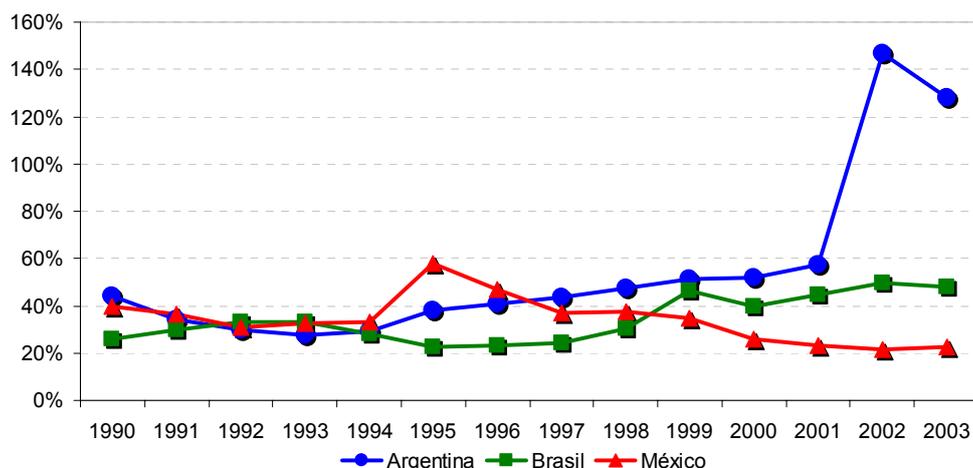
En promedio, Argentina ha sido el país más endeudado en comparación con Brasil y México. La deuda externa argentina representó el 55.1% del PIB y creció a una tasa media de 8.2%, 2.5 veces más que la producción real del país pampero (Ver Gráfica 9 y Cuadro 3). En 2002 y 2003 el endeudamiento de Argentina llega a niveles descomunales poniendo al borde del colapso al sistema económico por lo que se declara la suspensión del pago de la deuda soberana (Ver Gráfica 9). Entretanto, el caso de Brasil es menos grave, pero la pérdida de capital derivada del grado de endeudamiento, es delicada para un país con escasez de recursos para invertir en el desarrollo. La deuda externa brasileña creció 5.5% duplicando el crecimiento real de la economía y registró un valor medio de 34.2% como porcentaje del PIB (Ver Cuadro 3 y Gráfica 9). El endeudamiento externo de México está al mismo nivel que el de Brasil, situándose en 34% como porcentaje del PIB. En el caso mexicano la deuda con los acreedores internacionales crece al mismo ritmo del PIB real, con una tasa media de 2.6% (Ver Cuadro 3 y Gráfica 9).

Como puede apreciarse en la Gráfica 9 la deuda externa se incrementa sensiblemente después de las crisis financieras de 2001, 1998 y 1994, en Argentina, Brasil y México respectivamente. La conclusión en este punto indica que las tres economías han perdido significativas cantidades de capital, a causa del elevado grado de endeudamiento externo, que pudieron destinarse a la inversión productiva. Esto se traduce en rezagos en los indicadores de bienestar que se ven afectados por la carencia de recursos.

⁸² González, Roberto (2005).



Gráfica 9. Deuda externa total de Argentina, Brasil y México, 1990-2003
(% del PIB)



Nota: Datos no disponibles para 2004.

Fuente: Elaboración propia con base en World Bank (2005b). Pag. 258-261.

2.3.1.7. Sector Público

En las tres economías más grandes de América Latina, las decisiones referentes a la política fiscal se enfocaron en lograr el equilibrio de las finanzas públicas. Siguiendo la ruta trazada por el decálogo neoliberal, los gobiernos de AByM han tratado de reducir el gasto público, han eliminando subsidios y reorientaron los recursos concentrándolos en los niveles básicos de la educación y la salud, manteniendo privilegios fiscales para ciertos grupos de poder económico. En algunas ocasiones las protestas sociales lograron evitar que los embates privatizadores alcanzaran a la educación y la salud, la oposición frente a la drástica reducción del gasto público en AByM, ha evitado el colapso del estado de seguridad social.

Con el ajuste de las políticas de ingreso y gasto se ha tratado de reducir al mínimo posible el déficit fiscal de AByM. Las medidas fiscales contractivas pueden calificarse como exitosas al reducir los desequilibrios presupuestales, pero han actuado en contra del crecimiento económico de mediano y largo plazo, afectando también el estado del desarrollo. Los resultados más notables referentes al ajuste fiscal se obtuvieron en Argentina y México, que tuvieron déficit promedio de -1.8% y -0.6% como porcentaje del PIB entre 1990 y 2004. Evidentemente en México el ajuste ha sido más severo. La situación de Brasil



es un poco diferente, pues registró en el lapso un déficit medio de -3.70% del PIB, sumamente elevado de acuerdo con los estándares neoliberales.

La encomienda de los organismos financieros internacionales para reducir el gasto público, ha surtido el efecto esperado en AByM. Para el análisis del comportamiento de esta variable, se emplea el gasto público total por la imposibilidad para conseguir estadísticas específicas del gasto programable por país. En Argentina y México, el gasto público como porcentaje del PIB se redujo aproximadamente 3 puntos porcentuales, pasando entre 1990 y 2003 de 28.8% del PIB a 25.9% en el primer caso y de 27.5% del PIB a 24.3% en el segundo (Ver Cuadro 4). Esto significa para el 2003, un gasto público menor en términos reales de 7,203 millones de dólares (a precios de 2000) en Argentina y 17,774 millones de dólares en México (a precios de 2000), cantidades que bien podrían haberse destinado a educación, salud o combate a la pobreza. En Brasil el derrumbe del gasto público es mayor, pasando de 34.2% del PIB en 1990 a 22.5% en 2003, lo que equivale a una menor erogación pública en aproximadamente 10 puntos porcentuales del PIB (alrededor de 61,989 millones de dólares a precios de 2000) (Ver Cuadro 4). En los tres países, el gasto público no ha sufrido una caída más pronunciada debido al incremento en el servicio de la deuda, que absorbió importantes cantidades de recursos públicos, mientras disminuía la inversión real del gobierno y el gasto social.

Uno de los aspectos críticos en el proceder de los gobiernos de AByM, es el estancamiento y la reducción de la inversión pública real. América Latina ha seguido la tendencia mundial, tanto de los países desarrollados como de los países en desarrollo, referente a la contracción de la inversión pública⁸³. El punto fundamental radica en que la brecha existente en infraestructura con relación a economías de primer mundo, sólo podrá superarse con el gasto público destinado a impulsar las fuerzas productivas y el mejoramiento del estado del desarrollo.

⁸³ Martner, Ricardo y Varinia Tromben (2005). Pág. 12.



**Cuadro 4. Gasto Público Total en
Argentina, Brasil y México, 1990-2003
(% del PIB)**

	Gasto Público		
	Argentina	Brasil	México
1990	28.8%	34.2%	27.5%
1991	29.1%	23.5%	23.8%
1992	29.0%	28.5%	22.2%
1993	29.8%	36.5%	22.5%
1994	30.0%	32.9%	23.1%
1995	30.3%	N/D	22.9%
1996	28.4%	N/D	23.1%
1997	27.7%	23.9%	23.6%
1998	27.2%	26.2%	21.6%
1999	29.8%	21.4%	21.9%
2000	29.6%	19.0%	22.7%
2001	32.6%	20.2%	22.6%
2002	25.9%	20.1%	23.3%
2003	26.3%	22.5%	24.3%

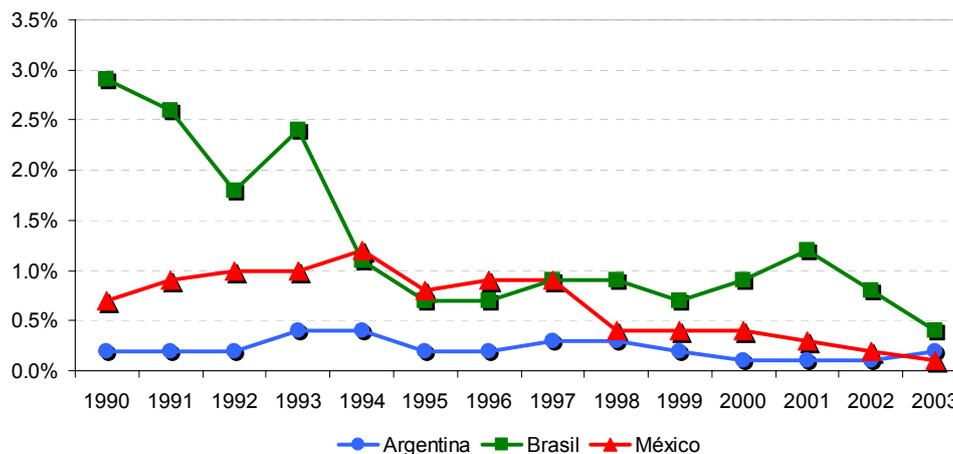
N/D: No disponible

Fuente: Elaboración propia con base en World Bank (2005b) y CEPAL (2004)

El caso brasileño es francamente alarmante, considerando que la inversión pública real (IPR) cayó desde 2.90% del PIB en 1990, hasta 0.40% del PIB en 2003 (Ver Gráfica 10). En México se mantuvieron tasas de IPR que sólo en 1994 alcanzaron el 1.20% del PIB, pero en el resto de los años estuvieron por debajo del 1% (Ver Gráfica 10). La inversión en infraestructura se desplomó de 0.70% del PIB en 1990 a 0.10% del PIB en 2003 (Ver Gráfica 10). En Argentina se presenta un estancamiento de la IPR, que se mantuvo alrededor de 0.20% del PIB, contrayéndose a la mitad durante el periodo recesivo entre 2000 y 2002 (Ver Gráfica 10).

Para economías con urgencia de fomentar la inversión productiva, como es el caso de las analizadas, una caída del gasto público de 2 puntos porcentuales del PIB, se traduce en un estrechamiento de las expectativas de rentabilidad en el sector real, desviando capitales hacia inversiones estériles y afectando gravemente el crecimiento y el flujo de recursos para el desarrollo.

Gráfica 10. Inversión real de los gobiernos centrales de Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (% del PIB)

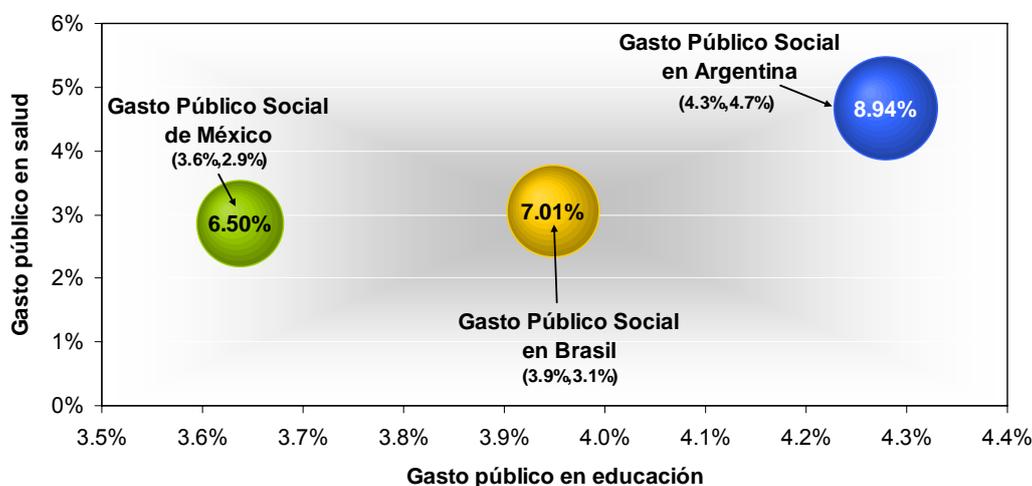


Fuente: Elaboración propia con base en Martner, Ricardo y Varinia Tromben (2005).

2.3.2. Indicadores de bienestar social

El entorno macroeconómico es la primera condición para fortalecer el desarrollo. En una segunda instancia, corresponde el análisis de los indicadores de bienestar social, que se mueven reflejando la situación de las variables fundamentales de la economía. Las cifras del bienestar social permiten evaluar el éxito de un modelo de desarrollo, pues de nada sirve la estabilidad macroeconómica (en el caso de que existiera), sino se manifiesta en mejores condiciones de vida de la población. Dos aspectos deben ser considerados al estudiar el estado del bienestar social. En primer lugar, la indispensable medición del monto de los recursos destinados a educación, salud, combate a la pobreza, seguridad social, vivienda, etc. En segundo lugar, una valoración de los efectos del gasto social en variables específicas, que muestren los avances o retrocesos en el desarrollo humano. Es verdad que mayores cantidades de capital destinadas a la inversión social, no garantizan mejoras en los indicadores de bienestar, ni la satisfacción total de las necesidades básicas. Sin embargo, el análisis cuantitativo es el primer paso indispensable para medir el desarrollo. El análisis de esta sección se concentra en la calificación numérica de los indicadores del desarrollo económico, considerando que a nivel cualitativo se requiere una investigación independiente y especializada para cada uno de estos temas.

Gráfica 11. Gasto Público Social, en Educación y en Salud en Argentina, Brasil y México (1990-2004)
(Valores promedio del periodo como % del PIB)



Nota: En el eje de las Y se grafica el gasto público en salud y en el eje de las X se grafica el gasto público en educación (Datos indicados en la gráfica como coordenadas (X,Y)). El tamaño de la esfera representa el valor promedio del Gasto Público Social 1990 y 2004 como porcentaje del PIB, indicado al interior de la esfera. Fuente: Elaboración propia con base en datos de BADEINSO (2005) y: a) Argentina: Secretaría de Política Económica, Dirección de Análisis de Gasto Público y Programas Sociales del Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina, Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina, del sitio en línea <http://www.mecon.gov.ar/>; b) Brasil: Periodo (1990-1993) CEPAL del sitio en línea: <http://www.eclac.org/>, (1994-2001) World Bank (2005b), (2002-2004) cálculos propios con base en Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Ministerio do Planejamento, Orçamento e Gestão, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Ministério da Fazenda; (c) México: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Para el estudio de los recursos públicos destinados a la inversión social, se emplean dos indicadores: 1) Gasto público en educación como porcentaje del PIB y 2) Gasto público en Salud como porcentaje del PIB. Para efectos descriptivos y para la elaboración del análisis econométrico que se realizará posteriormente, la suma de estos dos rubros se denomina Gasto Público Social (GPS). Argentina es el país que destina una mayor cantidad de recursos públicos al bienestar social respecto a Brasil y México, por lo cual el GPS en este país ascendió a 8.94% del PIB en promedio durante el lapso comprendido entre 1990 y 2004 (Ver Gráfica 11). En Brasil el mismo indicador equivalió a 7.01% del PIB (Ver Gráfica 11). La nación cuyo gobierno gasta menos en salud y educación es México con un GPS de 6.5% del PIB en promedio, resultado de la estricta aplicación de las medidas contractivas neoliberales (Ver Gráfica 11). Uno de los tantos factores que marcan diferencia entre AByM con respecto a



los países con altos niveles de desarrollo, es el GPS que en Noruega es de 15.6% del PIB, en Islandia de 14.8%, en Suecia de 15.5%, en Dinamarca de 15.8%, en Estados Unidos de 12.3%, en Australia con 11.4% y en Canadá de 11.9% por citar sólo algunos. Incluso Cuba con todas las dificultades económicas que enfrenta, tiene una GPS de 15.5% del PIB duplicando, en términos relativos, el gasto de AByM.

2.3.2.1. Educación

De manera global y principalmente al nivel básico, se han destinado crecientes recursos fiscales a la educación para compensar la caída del gasto público total y tratar de paliar los evidentes rezagos educativos. Sin embargo, la adopción de las medidas impuestas por el consenso con respecto a la política fiscal, se convirtió en el principal factor de presión para la contracción del gasto público en los niveles superiores de educación. Los esfuerzos de los gobiernos de AByM se orientaron a reasignar la mayor parte de los recursos educativos hacia la instrucción primaria, en menor proporción a la secundaria y la menor cantidad hacia la terciaria. El criterio que sustenta la reasignación, es que a la enseñanza superior deben acceder sólo aquellos que puedan pagarla. Un ambiente económico adverso y una fuerte oposición, han impedido que los gobiernos de AByM confieran una proporción más elevada del financiamiento educativo al sector privado y den el carácter de elitista a la educación terciaria.

El gasto público total en educación muestra una ligera tendencia positiva desde principios de los noventa. Los recursos fiscales dedicados al sistema educativo en Argentina promediaron 4.3% del PIB entre 1990 y 2004, en Brasil alcanzaron el 3.9% y en México 3.6% (Ver Gráfica 11). En este rubro, Argentina encabeza la clasificación, obteniendo con ello, los mejores resultados a nivel cualitativo. A pesar de que en los tres países se gasta más en educación que hace quince años, aun se ubican por debajo de las naciones que ocupan los primeros niveles de desarrollo (GPE en 2003 de Noruega con 7.6% del PIB, Islandia con 6.0%, Suecia 7.7%, Dinamarca 8.5%, Estados Unidos 5.7% e incluso Cuba que gasta 9% del PIB en educación⁸⁴). Además, estos países se encuentran por delante de AByM en cuanto a la calidad

⁸⁴ PNUD (2005). Págs. 278-280.

educativa se refiere. Por lo tanto, no bastaría con igualar el GPE de países desarrollados, sino que habría que situarse por arriba de ellos, para reducir el atraso acumulado durante varias décadas.

Cuadro 5. Principales indicadores de la situación educativa en Argentina, Brasil y México

	Matrícula escolar (2002)*			Población analfabeta de 15 y más años de edad (2005)**	Esperanza de vida escolar (2003)***	
	Tasa neta de matrícula en el primer nivel de enseñanza	Tasa neta de matrícula en el segundo nivel de enseñanza	Tasa neta de matrícula en el tercer nivel de enseñanza		Educación Primaria y secundaria	Educación Primaria a terciaria
Argentina	99.8%	80.8%	56.0%	2.8%	13.2	16.4
Brasil	96.5%	71.6%	17.9%	11.1%	13.5	14.7
México	99.0%	60.0%	21.0%	7.4%	11.4	12.6
América Latina y el Caribe	94.4%	65.2%	22.6%	9.5%	11.7	13.8

Notas: 1) Tasa neta en el primer nivel de enseñanza: Proporción de alumnos, en edad escolar oficial, matriculados en el primer nivel de enseñanza, como porcentaje de la población total de niños en edad escolar oficial del mismo nivel. Desde el año escolar 1998, las tasas de matrícula han sido calculadas según la nueva Clasificación Internacional Normalizada de la Educación 1997 (CINE 1997). Tasa neta en el segundo nivel de enseñanza: Proporción de alumnos, en edad escolar oficial, matriculados en el segundo nivel de enseñanza, como porcentaje de la población total de niños en edad escolar oficial del mismo nivel. Tasa neta en el tercer nivel de enseñanza: Total de matriculados, independiente de su edad, sobre la población de edad escolar oficial, multiplicado por 100.

2) Esperanza de vida escolar: Años que una persona en edad de admisión escolar puede esperar pasar en los niveles especificados.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de *CEPAL (2005), **CEPAL (2005) y ***UNESCO (2005). Pág. 119-120.

La creciente proporción de GPE ha redituado positivamente en AByM al reducir el analfabetismo de manera importante, logrando en los casos de Argentina y México tasas menores a las de la región durante 2005, aunque en Brasil la cantidad de población en estas circunstancias sigue siendo muy elevada (Ver Cuadro 5). Una de las condiciones básicas para alcanzar un estado más avanzado de desarrollo, será continuar con la reducción del analfabetismo.

Un tema fundamental es la manera en que se asignan los recursos, pues en este aspecto también descansa el avance educativo de un país, considerando siempre de mayor beneficio para una sociedad, una población con nivel de estudios más elevado. La matrícula escolar se ha incrementado en los tres grados educativos, pero el gasto por alumno no se ha comportado de la misma forma. En el primer nivel el gasto público por estudiante como porcentaje del PIB per cápita se incrementó en Argentina y México de 1990 a 2003, en tanto



que en Brasil el gasto por estudiante se ha mantenido constante (Ver Cuadro 6). En el segundo nivel de enseñanza el gasto por alumno en Argentina y en Brasil aumento para 2003. Por el contrario, en México desde este nivel educativo ya se registra una caída en la inversión por estudiante entre 1998 y 2003. (Ver Cuadro 6).

La reorientación del gasto público en educación hacia el nivel básico, se corrobora con la caída en la subvención fiscal por alumno en el tercer nivel de enseñanza. En Argentina la reducción es de 7 puntos porcentuales, el gasto por alumno en Brasil presenta la contracción más drástica, de alrededor de 34 puntos porcentuales desde 84.9% en 1998 a 50.7% en 2003 (Ver Cuadro 6). Para México se presenta una situación particular, pues los números indican que el gasto por alumno en el tercer nivel avanzó de 44.3% en 1998 a 47.4% en 2003 (Ver Cuadro 6). Sin embargo, en México el aumento de la matrícula educativa en este nivel, esta muy por encima del aumento relativo de los recursos invertidos por alumno, lo que significa una reducción en términos absolutos del gasto público por estudiante en la educación superior.

Así, se confirma la postura de los gobiernos de AByM para gastar cada vez menos en los niveles superiores de educación, enfocando la mayor parte de los recursos públicos hacia la enseñanza básica, pues los tecnócratas consideran que la instrucción primaria es más relevante que la universitaria.⁸⁵

Un indicador importante que refleja la adecuada aplicación de los recursos fiscales en la educación, es la esperanza de vida escolar (EVE).⁸⁶ (Ver Cuadro 5) De manera conjunta, en los tres niveles de educación la EVE tiene su mejor registro en Argentina con 16.4 años, seguida de Brasil con 14.7 años. Los dos países se ubican por encima del promedio latinoamericano de 13.8 años. La EVE en México entre la educación primaria y terciaria, se ubica a la zaga con un valor de 12.6 años (Ver Cuadro 5). A manera de comparación, los valores de la EVE de los países que ocupan los

⁸⁵ Williamson, John (1990). Pág. 5.

⁸⁶ Esperanza de vida escolar (EVE): Años que una persona en edad de admisión escolar puede esperar pasar en los niveles especificados.



primeros sitios en cuanto a desarrollo humano se refiere, son los siguientes: Noruega 17.8 años, Holanda 16.6 años, Reino Unido 21.8 años, Suecia 19 años, Francia 15.6 años, Australia 20.6 años y Estados Unidos 15.6 años. Solo Argentina se acerca al promedio de EVE de estas naciones, Brasil muestra un rezago educativo significativo y la situación de México es mucho más crítica, porque el nivel de EVE esta muy por debajo del correspondiente a los países desarrollados.

Un asunto esencial para en el impulso del desarrollo económico es la Investigación científica. En este sentido, AByM tienen un atraso importante con relación a las economías mas desarrolladas. De acuerdo con los últimos datos disponibles, en Argentina por cada millón de habitantes existen 715 investigadores y se destina el 0.4% del PIB a Investigación y Desarrollo (R&D). En Brasil por cada millón de habitantes hay 352 investigadores, con un gasto anual para R&D equivalente al 1% del PIB. Mientras que en México se cuenta con 274 investigadores por cada millón de personas y una inversión para R&D de 0.4% del PIB.⁸⁷ En estos términos las cifras dicen poco, pero al contrastarlas con lo que sucede en naciones desarrolladas, el panorama se aclara plenamente.

Algunos de los países que ocupan los primeros lugares en el Índice de Desarrollo Humano están muy por arriba de AByM en el número de investigadores por cada millón de habitantes y el gasto destinado a R&D como % del PIB, tal es el caso de: Australia con 3,446 investigadores y gasto de 1.5%, Francia 3,134 investigadores y gasto de 2.3%, Noruega 4,442 investigadores y gasto de 1.7%, Japón 5,085 investigadores y gasto de 3.1%, Reino Unido 2,691 investigadores y gasto de 1.9%, Suecia 5,171 investigadores y gasto de 4.3% y Estados Unidos 4,526 investigadores y gasto de 2.7%.⁸⁸ Así que, la brecha en estos rubros entre los países citados y AByM es abismal, siendo uno de los factores más influyentes en las diferencias de desarrollo económico.

⁸⁷ Institute for Statistics de la UNESCO del sitio en línea: <http://www.uis.unesco.org/>.

⁸⁸ *Ibíd.*



Cuadro 6. Distribución de recursos públicos por nivel educativo en Argentina, Brasil y México

	Gasto público por estudiante como % del PIB per cápita					
	Primer nivel de enseñanza		Segundo nivel de enseñanza		Tercer nivel de enseñanza	
	1998	2003	1998	2003	1998	2003
Argentina	10.6%	11.0%	13.6%	15.1%	20.2%	13.2%
Brasil	11.3%	11.2%	10.9%	11.1%	84.9%	50.7%
México	9.7%	14.3%	17.0%	15.2%	44.3%	47.4%

	Matrícula escolar					
	Tasa neta en primer nivel		Tasa neta en segundo nivel		Tasa neta en tercer nivel	
	1990	2002	1990	2002	1990	2002
Argentina	100%	98.0%	73.6%	80.8%	38.8%	56.0%
Brasil	86.4%	96.5%	15.5%	71.6%	11.2%	17.9%
México	100%	99.0%	44.8%	60.0%	14.5%	21.0%

Fuente: elaboración propia con base en UNESCO (2005) y CEPAL (2005).

De acuerdo con los indicadores analizados, Argentina tiene el mayor avance en cuanto a educación se refiere, en comparación con México y Brasil. En general, la población argentina tiene un mejor nivel educativo, la matriculación es más alta en todos los niveles de enseñanza, la esperanza de vida escolar es superior y tiene la menor tasa de analfabetismo. Brasil y México, aun tienen que realizar esfuerzos significativos para paliar las deficiencias educativas, tanto cuantitativas como cualitativas.

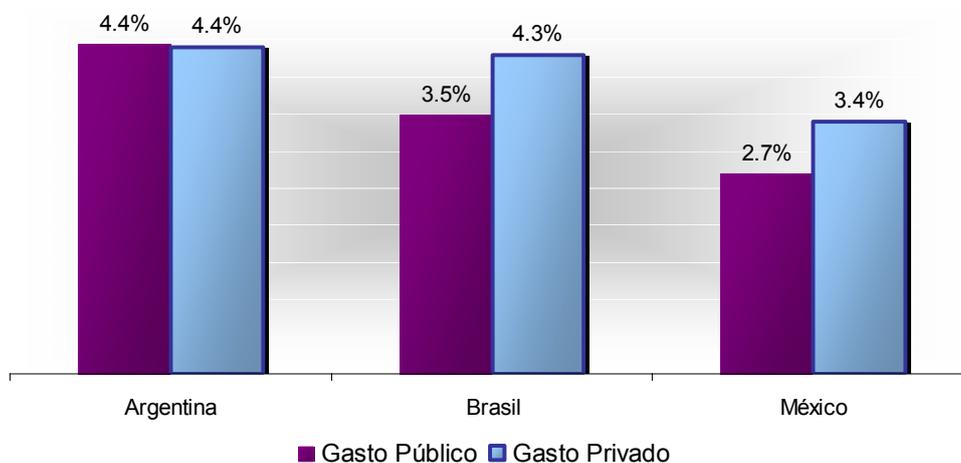
2.3.2.2. Salud

Más allá de algunas oscilaciones a lo largo de 14 años, el gasto público en salud (GPS) se ha mantenido estable, en términos relativos. El problema es que la demanda de servicios de sanidad aumenta con una población creciente, lo que se combina con el lento ritmo de expansión económica, haciendo insuficientes los recursos destinados para este rubro. La creciente desigualdad social en AByM, además de una caída de los ingresos, provoca que el acceso a la salud sea cada vez más difícil para los desempleados, para aquellos que laboran en el sector informal y sobre todo, para la población en situación de pobreza. Hoy en día surgen grandes hospitales privados, equipados con los últimos adelantos tecnológicos y con precios exorbitantes sólo asequibles para el reducido porcentaje de la población con mayores ingresos. Mientras tanto, las instituciones públicas de salubridad presentan condiciones cada vez más deplorables, escasean las medicinas y la atención es deficiente. Resulta sumamente difícil contar con indicadores que permitan evaluar la calidad de los

servicios de sanidad, sin embargo, la experiencia popular en AByM coincide en la desaprobación de los mismos. Así se configura un panorama desalentador, en términos generales, para las economías analizadas.

En el curso de tiempo comprendido entre 1990 y 2004, los recursos públicos destinados a la salubridad en Argentina, Brasil y México, en promedio representaron 4.7%, 3.1% y 2.9% como porcentaje del PIB respectivamente (Ver Gráfica 11). El país cuyo sector público invirtió más en la materia durante todo el periodo fue Argentina, prácticamente duplicando al GPS de México, también superando notoriamente a Brasil. En AByM el nivel de GPS es sensiblemente menor que el de países con alto grado de desarrollo, por ejemplo en 2003 Noruega tuvo un GPS de 8% del PIB, Islandia de 8.3%, Alemania de 8.6% y Suecia de 7.8%, Australia de 6.5%, Francia de 7.4% y Japón 6.5% (Ver Gráfica 13). Esto significa que en Argentina se gasta poco más de la mitad que en estos países, en Brasil dos veces menos y en México tres veces menos. Las distancias se acentúan si consideramos que en AByM los requerimientos de la población son mayores y habiendo un retraso previo en los sistemas de salud, la única forma de aminorar la brecha es elevar el GPS por encima de naciones con mayor desarrollo, además de aplicar eficientemente los recursos mediante adecuadas políticas públicas.

**Gráfica 12. Gasto público en salud vs. Gasto privado en salud
en Argentina, Brasil y México, 2002
(% del PIB)**

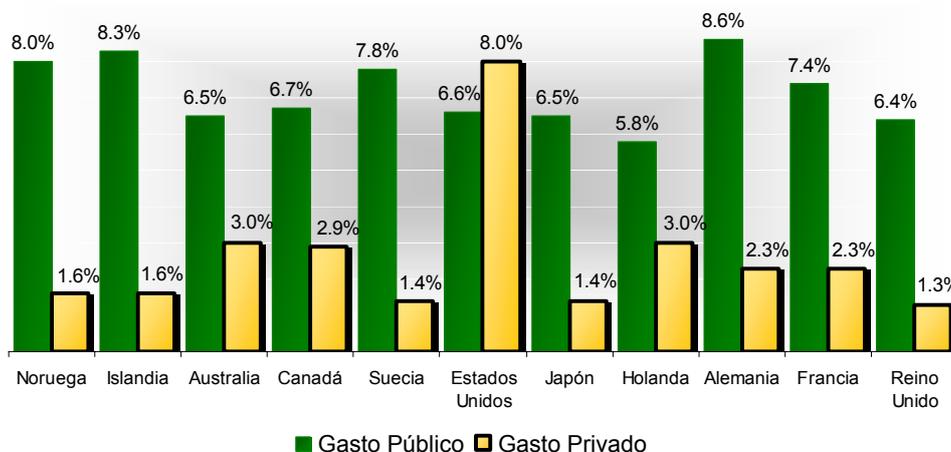


Fuente: Elaboración propia con base en cifras de BADEINSO (2005) y PNUD (2005).

Uno de los aspectos que confirman la desatención gubernamental y la paulatina privatización de las responsabilidades públicas en AByM, es la creciente participación del sector privado en el financiamiento de los servicios de sanidad. Contrariamente a lo que se observa en el primer mundo, en Argentina, Brasil y México el gasto privado en salud supera al gasto público; mientras tanto, en las economías desarrolladas (excepto Estados Unidos), el GPS supera considerablemente al gasto privado (Ver Gráfica 12 y Gráfica 13).

Por su parte, en algunos de los países clasificados entre los 20 primeros por su nivel de desarrollo humano⁸⁹, el gasto privado en salud no va más allá de 3% del PIB, en tanto que el GPS difícilmente baja del 6% (Ver Gráfica 13). Citando el caso de Noruega, cuyo GPS asciende a 8% del PIB, cuatro veces más que el gasto privado de 1.6% del PIB. Islandia tiene un GPS de 8.6% del PIB y un gasto privado de 1.6% (Ver Gráfica 13). Destacan también Suecia, Canadá, Australia y Alemania (Ver Gráfica 13). El contraste con las economías desarrolladas, permite corroborar que el gasto privado en salud es muy elevado en AByM, para el entorno económico que prevalece en estos países; mientras que el GPS es sumamente bajo de acuerdo con los requerimientos de la población.

Gráfica 13. Gasto público en salud vs. Gasto privado en salud en países con alto nivel de desarrollo humano, 2002 (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia con base en cifras de PNUD (2005).

⁸⁹ PNUD (2005). Págs. 243-146.



El retroceso y evidente atraso padecido en los sistemas de salud en AByM, comienza por la escasez de recursos financieros públicos y se manifiesta en el acelerado deterioro en la calidad de los servicios de salubridad. En Argentina la oferta de servicios de sanidad está concentrada en organizaciones sindicales fuertemente centralizadas y esto genera una dispersión de la cobertura y hace difícil coordinar políticas públicas.⁹⁰ En Brasil y México, el desmantelamiento de los servicios de salud pública y su progresiva privatización, se convierten en una amenaza para la estabilidad social de estas naciones. La conjunción de los factores analizados anteriormente, deja en una absoluta desprotección a la mayoría de la población con menores ingresos y junto a la deficiente cobertura y calidad de los esquemas de salubridad, actúa en contra del desarrollo económico de Argentina, Brasil y México.

Algunos indicadores adicionales permiten apreciar que nuevamente Argentina registra las mejores cifras y en consecuencia obtiene los mejores resultados en lo servicios de sanidad, seguido de México que tiene buenos datos en esperanza de vida, tasa de mortalidad infantil y camas de hospital (Ver Cuadro 7). Repitiendo el caso de la educación, Brasil es el país más rezagado en este tema, de acuerdo a los números presentados en el Cuadro 7.

Cuadro 7. Principales indicadores de salud en Argentina, Brasil y México

	Esperanza de vida (años)		Tasa de mortalidad infantil (por cada 1,000 nacidos vivos)		Promedio de habitantes por médico ^a	Camas de hospital por cada 1,000 habitantes	
	1990	2003	1990	2003	1990-2004	1990	2002
Argentina	71.6	74.5	25%	17%	331	4.6	2.0
Brasil	65.6	68.7	50%	33%	386	3.3	2.6
México	70.8	73.6	37%	23%	546	0.8	1.1

a. Los datos se refieren al año más reciente disponible durante el período especificado.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL (2005), PNUD (2005) y World Bank (2005b).

2.3.2.3. Pobreza y distribución del ingreso

La consecuencia más lastimosa del modelo de crecimiento económico basado en el Consenso de Washington, es la agudización de la pobreza y la creciente polarización de los ingresos en AByM. Sin embargo, ambas situaciones son

⁹⁰ PNUD (2002). Pág. 25.



refutadas por los defensores del modelo: gobiernos nacionales, organismos internacionales y círculos de pensamiento económico ortodoxo. Con la finalidad de ocultar la pauperización de la población de AByM, se manipulan las cifras oficiales y se interpretan de manera sesgada los deteriorados datos sobre el bienestar social. Se construyen indicadores alejados de las auténticas condiciones de vida de la población, con la finalidad de aparentar avances inexistentes en la reducción de la pobreza.

El análisis comparado de la pobreza en AByM resulta sumamente complejo por la diferencia en los métodos nacionales para medir las condiciones de vida de la población. Por este motivo, con pleno convencimiento de las insuficiencias y deficiencias de las estadísticas de la CEPAL, del Banco Mundial, del PNUD, éstas son empleadas por dos razones básicas: 1) por la posibilidad de tener indicadores estandarizados que permitan contrastar la situación de AByM; y 2) por la dificultad de emplear un método general más riguroso para la medición de la pobreza en los tres países. Los principales desacuerdos con las metodologías de cálculo en las instituciones antes señaladas, giran en torno al distanciamiento deliberado de métodos más precisos para medir la pobreza.⁹¹ La urgencia de mantener vigentes los privilegios generados a partir del fomento de las actividades financieras, de la especulación, del irrestricto flujo de capitales y de la liberalización comercial, ha estimulado la minimización de la gravedad de la pobreza a nivel mundial.

De acuerdo con datos del Banco Mundial y la CEPAL, en 1990 al comienzo el periodo caracterizado por la estricta aplicación del decálogo neoliberal, en América Latina el 48.3% del total de la población total, es decir, 210 millones de personas vivían en condiciones de pobreza. De esta cifra, 123 millones de pobres provenían de Argentina, Brasil y México (el 58.5% del total de pobres), 5.80%, 33.81% y 18.90% respectivamente. Mientras tanto, en el mismo año la pobreza extrema alcanzaba a 98 millones de latinoamericanos (22.5% de toda la población en la región), correspondiendo 52 millones, el 53.5% del total de indigentes a Argentina, Brasil y México (2.18%, 35.38% y 15.90%

⁹¹ Como el empleado por la Oficina de Censos de los Estados Unidos ó el Método de Medición de la Pobreza (MMIP) (Véase Boltvinik, Julio y E. Hernández-Laos 1999)

respectivamente del total de indigentes en América Latina)⁹². La situación se mantuvo en la misma línea para el 2002, cuando 231 millones de latinoamericanos (44% de la población en la región) estaban en condiciones de pobreza. AByM aportaron el 54.1% de pobres (125 millones), repartidos de la siguiente manera: 8.57% en Argentina, 28.31% en Brasil y 17.19% en México. La pobreza extrema tocó a 102 millones de hispanoamericanos (19.4% del total de población latina), 45 millones de indigentes originarios de AByM (8.84%, 22.60% y 12.47% respectivamente).

Cuadro 8. Principales indicadores de pobreza e indigencia en Argentina, Brasil y México

	Línea de pobreza		Línea de indigencia		Brecha de la pobreza		Brecha de la pobreza extrema		FGT de la pobreza total ^a		Población bajo el umbral de pobreza de ingresos	
	1990	2002	1990	2002	1990	2002	1990	2002	1990	2002	US\$1 diario US\$2 diario	
											1990-2003	1990-2003
Argentina	33.7%	54.3%	6.6%	24.7%	7.2%	19.1%	1.6%	7.5%	3.4%	11.5%	3.3%	14.3%
Brasil	48.0%	37.5%	23.4%	14.2%	23.5%	17.3%	9.7%	5.8%	14.7%	10.7%	9.9%	26.3%
México	47.7%	39.4%	18.6%	12.6%	18.7%	13.9%	5.9%	3.5%	9.9%	6.7%	8.2%	22.4%

a. FGT (Foster, Greer y Thorbecke): Índice de severidad de la pobreza. Para una explicación más detallada, véase CEPAL (2004b).

Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL (2004b), PNUD (2005) y World Bank (2005b).

En Argentina el porcentaje de pobres respecto a la población total aumentó dramáticamente después de la crisis de 2001, llegando a 54.3% en octubre de 2002 (Ver Cuadro 8). El número absoluto de pobres fue de 20 millones en ese año, registrando un incremento de 64% desde 1990 (12 millones). La situación de la pobreza extrema es aun más grave, porque después de afectar al 6.6% de la población al inicio de los noventa, durante 2002 ya era un 24.7% de argentinos los que vivían en condiciones de subsistencia (Ver Cuadro 8). El número de indigentes llegó a 9 millones en el 2002, aumentando más de 300% desde 1990. Argentina pasó en 15 años a ser la nación con mayor pobreza relativa, respecto a Brasil y México, después de que se ubicaba muy por debajo de estos países. En base a la acelerada pauperización del nivel de vida en Argentina, se le asignó el mote del “país de los nuevos pobres”.⁹³ Esta economía representa un contundente ejemplo de cómo la crisis derivada del

⁹² Cálculos propios con base en cifras de World Bank (2005b) y CEPAL (2004b).

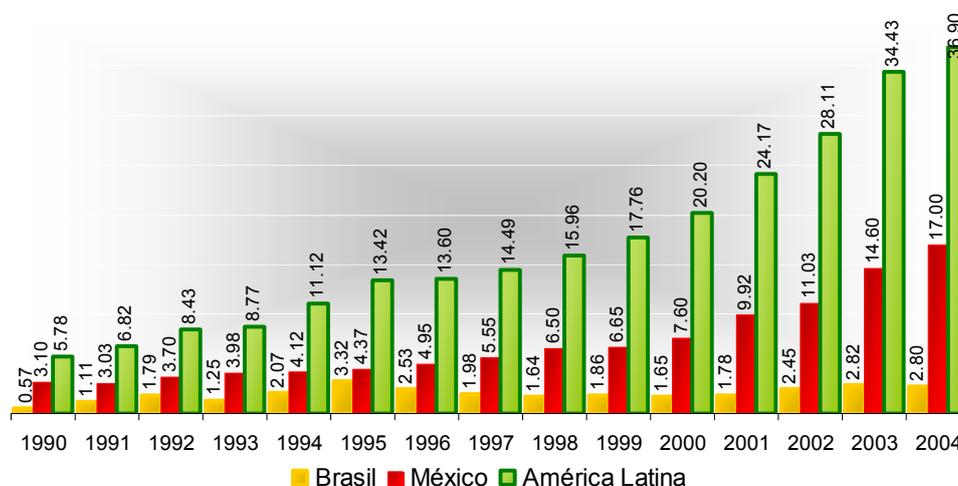
⁹³ PNUD (2002). Pág. 48.

constante predominio de la actividad financiera sobre la productiva, ha sido el obstáculo más importante para el desarrollo.

Al inicio de la década de los noventa, la población brasileña empobrecida representaba el 48% del total nacional. De acuerdo con las estadísticas oficiales, Brasil logró avances en el combate a la miseria, al reducir la cantidad de pobres en -6.75%, pasando de 71 millones en 1990 a 65 millones en el 2002. El dato oficial más reciente indica que en 2002 el 37.5% de la población brasileña se ubicaba bajo la línea de pobreza, además de que la brecha cayó de 23.5% a 17.3% y el índice FGT también se retrajo 4 pp (Ver Cuadro 8). Los datos de la CEPAL indican que la pobreza extrema también decreció entre 1990 y 2002; después de haber aquejó al 23.4% de la población brasileña, la indigencia se estrecho a 17.3%. Resulta alarmante saber que el número de habitantes que viven en la miseria absoluta en Brasil (23 millones en 2002), supera a la población total de Noruega, de Australia, de Suecia, de Suiza, de Bélgica, de Holanda y de Portugal por citar sólo algunos. Por la cantidad absoluta de pobres e indigentes, Brasil encabeza a toda Latinoamérica y el Caribe.

Los organismos financieros internacionales también han presentado cifras alentadoras sobre la pobreza para México, aunque estas no sean del todo certeras. El gobierno mexicano se vanagloria de los programas de combate a la pobreza, aun cuando los datos oficiales muestran que en el 2002 había 40 millones de pobres; en valores absolutos, el mismo número que en 1990. La pretendida reducción de la pobreza se dio en el porcentaje de la población clasificada bajo éste status, que en 1990 representaba 47.7% y para 2002 fue el 39.4% del total (Ver Cuadro 8). La pobreza extrema en México se habría reducido un 17% entre 1990 y 2002, lo que representa 2.7 millones de indigentes menos que en los albores de la década pasada. A pesar de ello, encontrarse con una pobreza extrema que alcance al 12.6% de la población mexicana en 2002 resulta pasmoso, pues significa que aproximadamente 13 millones de seres humanos carecen de los satisfactores más elementales para sobrevivir.

Gráfica 14. Remesas totales de los trabajadores emigrantes de Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (miles de millones de dólares corrientes)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de World Bank (2005b).

Un indicador poco mencionado que alude directamente a la pobreza es la migración de trabajadores de Latinoamericanos hacia países con entornos económicos más favorables y posibilidades de empleo. El fenómeno tiene menor incidencia en Brasil, pero en Argentina después de la crisis de 2001, arriba del 5% de la población emigra en busca de mejores condiciones de vida. Sin embargo, en México, la insultante pobreza y la carencia de fuentes de empleo con salarios y condiciones laborales dignas, provocaron el explosivo incremento de la migración, favorecida por la cercana posición geográfica con la primera potencia económica a nivel mundial. El monto de las remesas enviadas por los trabajadores mexicanos a su país de origen, demuestra la magnitud de la migración. En 1990 los emigrantes mexicanos enviaron 3,100 millones de dólares, equivalentes al 1.18% del PIB en ese año; para 2004, el monto de las remesas remitidas al país ascendió a 17,000 millones de dólares, aproximadamente el 2.3% del PIB. La TMCA de las remesas fue de 8.86% entre 1990 y 1999, pero el ritmo de expansión del envío de dinero a México se triplicó en los siguientes años para registrar una TMCA entre 2000 y 2004 de 30.8% (Ver Gráfica 14). Esto sólo confirma que la pobreza obliga a buscar alternativas para generar los recursos necesarios para sobrevivir, como la que representa la migración.



La pobreza y la indigencia han tenido como uno de sus principales catalizadores a la inequidad distributiva de los ingresos en AByM. La deficiente redistribución de la riqueza, se erigió como una de las máximas limitantes del desarrollo económico. En los últimos años, en AByM se ha producido un enriquecimiento desproporcionado por parte de sectores empresariales minoritarios, favorecidos por el entorno económico y de negocios configurado por el neoliberalismo. Por otro lado, se observa la pauperización agravada de grandes masas de la población, que cada vez participan con menores proporciones del ingreso disponible.

En los primeros años de la década de los noventa, la población más pobre en Argentina, de acuerdo a la clasificación por quintiles, ostentaba 4.7% de los ingresos. Mientras tanto, las elites ubicadas en el quintil cinco, mantenía el 50.6% de los ingresos. Trece años después, la concertación de los recursos se ha deterioro sensiblemente, porque el quintil uno ahora dispone de menores ingresos, 3.1% del total y el cinco se apropia de una porción superior con 56.4% (Ver Cuadro 9). Con base en este indicador, Brasil es el único que muestra mejoría en ambos extremos de la clasificación, aunque los avances son casi imperceptibles. Al inicio del periodo de estudio, la fracción del ingreso para el primer quintil era de 2.2%, mientras que los brasileños en mejores condiciones económicas acaparaban en 67.2% de la riqueza. Para 2002, se registró una exigua recuperación de los ingresos del quintil uno que alcanzaron el 2.4%, en tanto que los brasileños más acaudalados vieron disminuida su participación en los ingresos que decayó a 63.2% del total (Ver Cuadro 9).

Los datos sobre la concentración del ingreso en el caso de México, son contrastantes con la pretendida reducción de la pobreza, porque indican que los millonarios en este país aglomeran una cantidad superior de la riqueza en comparación con la década pasada. Entre 1990 y 1992, la población mexicana catalogada en el primer quintil sólo tenía acceso a 4.1% de los ingresos, pero en el quintil cinco se concentraba el 55.4%. Después de poco más de 10 años, los habitantes en condiciones de miseria, tan sólo disponen de 3.1% de los ingresos totales y el segmento con poder adquisitivo superior incremento su apropiación de la riqueza para llegar a ostentar el 59.1%(Ver Cuadro 9).

Un indicador adicional, es la participación en los ingresos o el consumo del 10% y 20% de los sectores más pobres y ricos de cada país. Basándose en esta clasificación, el panorama más complicado se vive en Brasil, donde 17.4 millones de habitantes tan sólo participan con 0.7% de los ingresos. En el otro lado, el 20% y 10% de los pobladores más acaudalados detentan 63.2% y 46.9% del consumo respectivamente (Ver Cuadro 9). Esto significa que aproximadamente la mitad de los recursos disponibles en la economía, están en manos de una minoría privilegiada. Lamentablemente el fenómeno se repite en Argentina y en México, donde los números son idénticos para el 10% y 20% más pobre de la población, que sólo participa con 1% y 3.1% del ingreso nacional (Ver Cuadro 9). En el polo opuesto, la concentración de la riqueza por parte de las clases más acomodadas, ya muestra una diferencia desfavorable para México donde el 20% más rico realiza el 59.1% del consumo y el 10% más adinerado el 43.1%. Por su parte, en Argentina la distribución es del 56.4% y el 38.9% para el 20% y 10% de la población más rica (Ver Cuadro 9).

Cuadro 9. Principales indicadores sobre la distribución de los ingresos en Argentina, Brasil y México

Concepto	Periodo ó categoría	Argentina	Brasil	México
Proporción de ingresos que recibe el primer quintil	1990-1992	4.7%	2.2%	4.1%
	2000-2002	3.1%	2.4%	3.1%
Proporción de ingresos que recibe el quintil cinco	1990-1992	50.9%	67.2%	55.4%
	2000-2002	56.4%	63.2%	59.1%
Índice de Gini	1990	0.501	0.627	0.536
	2002	0.590	0.639	0.514
Índice de desigualdad	10% más rico respecto al 10% más pobre	39.1%	68.0%	45.0%
	20% más rico respecto al 20% más pobre	18.1%	26.4%	19.3%
Participación en los ingresos o consumo (%)	10% más pobre	1.0%	0.7%	1.0%
	20% más pobre	3.1%	2.4%	3.1%
	20% más rico	56.4%	63.2%	59.1%
	10% más rico	38.9%	46.9%	43.1%

Nota: Los información sobre la Proporción de ingresos por quintiles corresponde al dato más reciente disponible para los periodos especificados.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de CEPAL (2004b), PNUD (2005) y World Bank (2005b).



Se han construido algunos indicadores para la medición de la desigualdad⁹⁴, entre ellos el Índice de Gini (IG)⁹⁵. Las discrepancias en el coeficiente de Gini están relacionadas con las diferencias en la participación de los más pobres en la riqueza nacional. Mientras mayor es el Índice de Gini, menor es la proporción de ingreso nacional que captan los sectores más pobres de la sociedad.⁹⁶ La situación de AByM, de acuerdo con este coeficiente, no puede calificarse como privilegiada, pues simplemente confirma los problemas distributivos padecidos por estas economías. La CEPAL estratifica a los países de América Latina en cuatro categorías derivadas del índice de Gini, evidenciando la heterogeneidad de la desigualdad en la región⁹⁷. De acuerdo con esta clasificación, Argentina y Brasil tienen un nivel de desigualdad muy alto, superando a ligeramente a Honduras que se ubica en el mismo rango. En el nivel medio de desigualdad, al lado de Panamá, Ecuador, Paraguay, Venezuela y Costa Rica, se sitúa México por el valor de su IG.⁹⁸

La evolución del índice de Gini en Argentina y Brasil refleja un deterioro en la distribución de los ingresos entre 1990 y 2002. En Argentina, el IG avanzó 18% de 0.501 en 1990 a 0.590 en 2002, erigiéndose como el ejemplo más notable de la mayor concentración del ingreso inducida por el decálogo neoliberal (Ver Cuadro 9). Esta nación pasó, en poco más de una década, del rango de desigualdad medio al de desigualdad muy alta. Brasil se mantuvo en el mismo nivel de desigualdad, pero el IG se incrementó casi 2%, variando de 0.627 en 1990 a 0.639 en 2002 (Ver Cuadro 9). Sobre México, los valores del IG indican que la distribución del ingreso tuvo una leve mejoría, pues de 0.539 en 1990 cayó a 0.514 en 2002, modificando el estatus del país del nivel de desigualdad alto al medio (Ver Cuadro 9).

⁹⁴ Por ejemplo el índice de Atkinson.

⁹⁵ El Índice de Gini mide el grado en que la distribución de los ingresos (o del consumo) entre individuos u hogares de un país se desvía con respecto a una distribución en condiciones de igualdad perfecta. La curva de Lorenz representa los porcentajes acumulados de los ingresos totales recibidos en función de la suma de los receptores, comenzando por el individuo u hogar más pobre. El Coeficiente de Gini mide el área situada entre la curva de Lorenz y una línea hipotética de igualdad absoluta, expresada como un porcentaje del área máxima por debajo de la línea. Este índice toma valores entre 0 (igualdad perfecta) y 1 (desigualdad total).

⁹⁶ PNUD (2005). Pág. 82.

⁹⁷ CEPAL (2005c). Pág. 90-91.

⁹⁸ *Ibidem*. Pág. 91.

Con la finalidad de dimensionar el deplorable estado de la distribución del ingreso en AByM, se presenta el Diagrama 2 que muestra el IG promedio para diferentes regiones del mundo. La mayor inequidad a nivel mundial se observa en África Subsahariana cuyo IG es de 0.722, siendo la única región en peores condiciones distributivas que las de América Latina. El IG promedio de Latinoamérica y el Caribe es de 0.571, la desigualdad en Argentina y Brasil esta por arriba de la media regional, mientras que México se ubica por debajo de la misma. El resto de las regiones tienen valores de IG inferiores al de América Latina y el Caribe, que de manera lastimosa se coloca como una de las zonas geográficas con peor equidad distributiva. Particularmente, por el coeficiente de Gini, países como Malasia (0.492), Filipinas (0.461), Bolivia (0.447), Kenya (0.425), Vietnam (0.37), Camboya (0.404), Uganda (0.43) y Rwanda (0.289) (todos más pobres que AByM), por mencionar sólo algunos, tienen una mejor distribución de los ingresos que AByM.

Diagrama 2. Desigualdad regional de los ingresos

Zona Geográfica	Índice de Gini
África Subsahariana	0.722
América Latina y del Caribe	0.571
Asia Oriental y el Pacífico	0.520
Europa Central y Oriental	0.428
OCDE, Ingresos altos	0.368
Asia Meridional	0.334

Nota: En el Índice de Gini un valor igual a cero significa igualdad perfecta y un valor cercano a 1 indica concentración perfecta.

Fuente: Elaboración propia con base en PNUD (2005).

De manera concluyente, al realizar una evaluación global de la situación distributiva, Brasil es el país más desigual de entre los tres comparados. Enseguida se ubica Argentina cuyas condiciones distributivas, al igual que las económicas y sociales, son las que se han deteriorado de manera más acelerada entre 1990 y 2002. En México la equidad aparentemente ha mejorado, hecho sumamente cuestionable cuando en los últimos años suceden dos cosas diametralmente opuestas: 1) por un lado, unos pocos empresarios



mexicanos han amasado fortunas que los colocan arriba de los multimillonarios árabes⁹⁹, por la cuantía de su riqueza; 2) por el otro, hay regiones tan pobres en México, como el municipio de Metlatónoc en Guerrero, que por su nivel de desarrollo son comparables con Malawi que ocupa el lugar 165 en el Índice de Desarrollo Humano 2005.¹⁰⁰

2.3.2.4. Ingreso per cápita

El análisis del nivel de ingresos de la población con base en el PIB per cápita, resulta demasiado alejado de la realidad por los problemas distributivos analizados en la sección anterior. Sin embargo, es un referente útil para apreciar las brechas en el nivel de vida de los países con mayor desarrollo y AByM, de acuerdo al ingreso que teóricamente correspondería a cada uno de los habitantes.

En el 2003 el PIB per cápita de Argentina fue de US\$12,106, el de México de US\$9,168 y el menor fue de Brasil con US\$7,790 (Ver Gráfica 15). El PIB per cápita de los países más desarrollados en promedio fue de US\$25,665, dos veces mayor que el de los argentinos, casi tres veces más que el de México y tres veces superior al brasileño. Los tres países se ubican por arriba del PIB per cápita medio de América Latina y el Caribe que en 2003 era de US\$7,404, por lo que son los países de mayor poder adquisitivo en la región, junto con Chile. Las grandes desigualdades a nivel mundial, permiten que Argentina y México, superen también el promedio del PIB per cápita a nivel mundial (US\$8,229). En el caso del país con mayor desarrollo humano en el mundo, registró un PIB per cápita de US\$37,670, triplicando el valor de Argentina, cuatro veces superior al de México y cinco veces arriba del PIB per cápita en Brasil.

El ritmo de expansión del ingreso por persona entre 1990 y 2003 ha sido inferior que el del PIB. En 1990 el PIB per cápita en Argentina era de US\$7,247, creciendo a una TMCA de 4.03% en todo el periodo de estudio. La

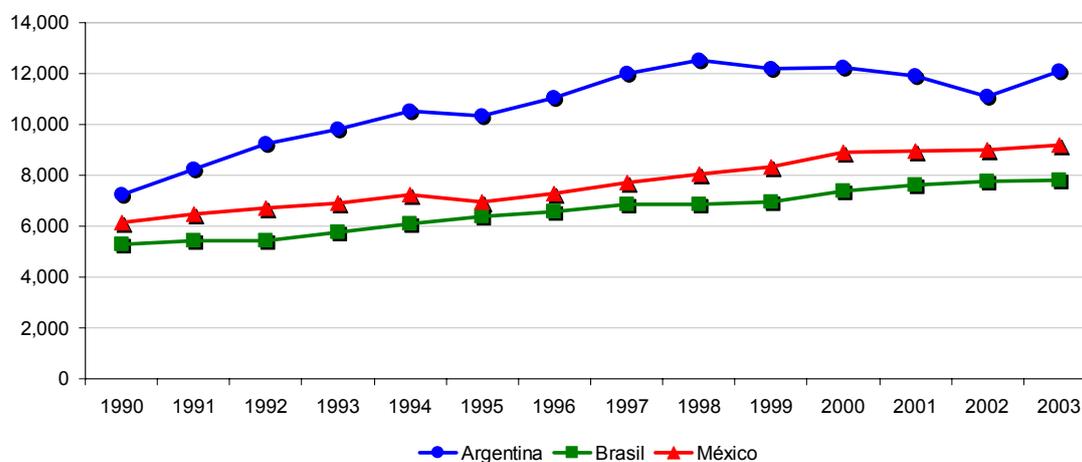
⁹⁹ Takahashi, Hiroshi (2005). Pág. 26.

¹⁰⁰ PNUD (2005a). Pág. 55.

expansión del PIB per cápita argentino, refleja las secuelas de la crisis, pues entre 1990 y 1999 la TMCA fue de 5.95%, pero entre 2000 y 2003 la TMCA fue negativa, -0.40%. La situación de Brasil es menos apremiante, porque el PIB per cápita tiene tasas positivas en los tres periodos, entre 1990 y 2003 con TMCA de 3.03%, entre 1990 y 1999 con 3.07% y con un menor dinamismo entre 2000 y 2003 la TMCA fue de 1.88%. Esto significa un avance total de 47%, desde el nivel US\$5,282 en 1990 (Ver Gráfica 15). La expansión global el PIB per cápita en México entre 1990 y 2003 fue de 49%, a partir de un valor de US\$6,146, con una TMCA de 3.12%. La división en dos periodos de los años analizados, arroja tasa promedio de crecimiento del PIB per cápita mexicano diferenciadas, sobresaliendo la TMCA de 3.42% entre 1990 y 1999, para reducirse considerablemente en el segundo lapso 2000-2003 ubicándose en 0.92%. (Ver Gráfica 15)

El PIB per cápita tuvo su mayor crecimiento en Argentina, seguida por México y finalmente Brasil. En los casos de México y Argentina, el PIB per cápita presentó caídas en el año siguiente al advenimiento de las crisis financieras (1994 y 2001) (Ver Gráfica 15). En los tres casos el ingreso por persona muestra una tendencia positiva en el periodo de análisis, aunque con graves rezagos respecto a los países altamente desarrollados, además de las distorsiones por la elevada desigualdad persistente en estos países.

Gráfica 15. PIB per cápita en Argentina, Brasil y México, 1990-2003
(PPA en US\$ corrientes)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de World Bank (2005b).



2.3.3. El estado del desarrollo económico en Argentina, Brasil y México

El progreso económico de Argentina, Brasil y México debe evaluarse de manera integral, considerando la situación de las variables macroeconómicas y todos los indicadores que revelen las condiciones de vida y de bienestar de la población. El análisis conjunto del crecimiento económico, empleo, la salud, la educación, los niveles de pobreza y los ingresos, permite determinar de manera empírica el estado en el que se encuentran AByM.

De acuerdo con las cifras presentadas a lo largo de este capítulo, el desarrollo económico de Brasil y México muestra significativos rezagos respecto al grupo de los países más avanzados. A nivel económico el mejor logro del modelo neoliberal ha sido el control inflacionario, a costa de la expansión de la producción. En salud, educación pobreza y desigualdad, Brasil y México tienen números poco alentadores, que manifiestan los magros avances en materia social y el inexistente progreso del bienestar de la población durante los quince años de vigencia de las medidas impulsadas por el consenso de Washington. Por el tamaño de la economía Brasil se ubica en primer lugar, seguido de México y Argentina. Sin embargo, el orden se invierte completamente por la forma en que los resultados macroeconómicos impactan en el desarrollo económico.

En Brasil la pobreza alcanza a un número alarmante de la población, mientras que la salud y la educación se alejan de estándares elevados de calidad. Los escándalos de corrupción gubernamental y la insuficiente alteración de las políticas neoliberales, alientan la decepción respecto a un gobierno que atado de manos, se vio impedido para modificar el rumbo del país e impulsar el desarrollo. En México la tecnocracia dirigente del país se empeña en negar la paupérrima realidad económica y social. La pobreza alcanza a más de la mitad de la población¹⁰¹, al mismo tiempo que se dismantelan los esquemas de

¹⁰¹ 79.2 millones de pobres, de los cuales 40.9 se ubican en condiciones de indigencia de acuerdo con Julio Boltvinik (2005).



salud pública cada vez más deficientes. El acceso a la educación es más complicado por la creciente transferencia de la responsabilidad educativa al sector privado y las deficiencias cualitativas son más evidentes. La cobertura de la salud en ambos países es insuficiente, mientras que los gobiernos escatiman los recursos para mejorar los servicios de sanidad.

Argentina es un caso aparte, pues el neoliberalismo permitió erigir un espejismo a lo largo de los noventas. En este país también se logró el abatimiento de la inflación y estabilidad de algunas variables. Durante varios años, la economía argentina mostró un dinamismo importante, los resultados a nivel macro fueron destacados y esto permitió que la población pampera elevara su nivel de vida. Sin embargo, la crisis financiera de 2001 rompió la ilusión, generando una debacle en todos aspectos. A partir de entonces Argentina ha sufrido un proceso de contracción del desarrollo, duplicándose la pobreza y la indigencia en el país. De los tres países estudiados, Argentina es el que alcanzaba un nivel de progreso humano similar a las naciones de primer mundo. Durante algún tiempo en este país los logros económicos se materializaron de una manera más eficaz en los indicadores de bienestar social. Hoy en día, Argentina se encuentra cuesta arriba, tratando de recuperar lo perdido y sentar las bases para iniciar un nuevo proceso de desarrollo.

De esta forma, esta primera calificación empírica del progreso económico puede resumirse afirmando que aunque Argentina se encuentra en un grado más avanzado, ha sufrido severas regresiones que deterioraron las condiciones de vida de su población; en tanto que en Brasil y en México las distancias son abismales respecto a las naciones más desarrolladas. En los tres casos existe actualmente un estancamiento del bienestar social y carecen de un modelo de desarrollo.

La segunda evaluación del progreso económico se desprende del Índice de Desarrollo Humano (IDH) que considera tres aspectos fundamentales, salud, educación e ingresos¹⁰² y que representa el indicador más avanzado que existe

¹⁰² PNUD (2005). Pág. 367.



en la actualidad para medir y comparar los niveles de desarrollo de casi la totalidad del mundo. De entre 177 naciones calificadas por el IDH 2005, Argentina con el lugar 34, es el mejor ubicado por el adelanto relativo de sus indicadores de bienestar, superando considerablemente a Brasil y México. Estas dos últimas naciones, son aventajadas en la clasificación del desarrollo humano, por países con economías de menor tamaño, como Costa Rica, Bahamas, Cuba, Croacia, Uruguay, Letonia, Panamá, Trinidad y Tobago y Saint Kitts y Nevis por citar solo algunos. De lo anterior puede concluirse que el crecimiento cuantitativo y la estabilidad macro de la economía, no pueden considerarse como un logro exitoso, si esto no permite alcanzar un estado superior de desarrollo y elevar la calidad de vida de la totalidad de la población.

La triste realidad social de Argentina, Brasil y México hoy en día, es el mejor ejemplo del fracaso del neoliberalismo, que fomentó la desvinculación del sistema financiero y el sector productivo, imposibilitando la generación de recursos para abatir la miseria y consolidar un proceso sostenido de desarrollo económico.

CAPÍTULO III

3. Los sistemas financieros en Argentina, Brasil y México

Las transformaciones de las estructuras financieras a nivel mundial y las reformas implementadas principalmente en las economías en desarrollo, han agudizado la inestabilidad de los mercados. Bajo distintas denominaciones, como globalización, liberalización o integración de mercados, la revolución de las estructuras financieras se ha manifestado en un rompimiento con el sector real de la economía. Mientras que la actividad financiera aumento descomunalmente en los últimos treinta años, el crecimiento económico fue altamente volátil, con fuertes periodos recesivos, menores tasas de expansión y serios problemas para impactar positivamente al desarrollo.

El desacoplamiento entre el sector productivo y el sistema financiero y la hegemonía de la esfera financiera sobre la real en los últimos años, se manifiestan en los diferentes mercados. Como ejemplo puede citarse lo ocurrido con los instrumentos derivados, cuyas actividades se han incrementado exponencialmente; el monto total de los contratos derivados en el mercado OTC en el año 2004 fue \$248.29 billones de dólares¹⁰³, cifra que representa 4.5 veces el PIB mundial en 2004 (\$ 55.5 billones de dólares), 21 veces el PIB de Estados Unidos en 2004 (\$ 11.75 billones de dólares) y 21 veces el PIB total de la Unión Europea en 2004 (\$ 11.65 billones).¹⁰⁴

El predominio e impulso de las actividades financieras, fundamentalmente de carácter especulativo, sobre las productivas, se manifiesta en la imposibilidad de estimular el desarrollo económico. El análisis de la situación económica de un país, requiere se ponga especial atención de la ruptura del vínculo positivo entre el sistema financiero y el sector productivo, ya que la eficiente actuación de los intermediarios para impulsar la inversión real, particularmente de los

¹⁰³ Cifras del Bank for International Settlements, "OTC derivatives market activity in the second half of 2004", del sistio en línea: <http://www.bis.org/>

¹⁰⁴ Estimación elaborada con base en World Bank (2005b).

bancos, es determinante para el proceso de desarrollo económico. Contrariamente, en la actualidad se revela la incapacidad ó el desinterés de las instituciones financieras para hacer fluir el financiamiento hacia las unidades productivas, lo que motiva a tratar de establecer una renovada relación desde el punto de vista del circuito postkeynesiano.

La causa de la sistemática dicotomía padecida en los últimos años entre las esferas productiva y financiera, es la búsqueda de ganancias de corto plazo, tratando de aprovechar la volatilidad de las variables fundamentales. El caos financiero ha permitido obtener beneficios en breves lapsos de tiempo, atrayendo capitales que abandonan inversiones cuyo beneficio se da en un horizonte de mayor plazo. De esta manera, el sistema financiero ha dejado de movilizar capital hacia el sector real y su actuación, contrariamente a lo necesitado, debilitó las estructuras productivas principalmente de las economías en desarrollo.

La inestabilidad característica en los mercados financieros a nivel mundial, fue agravada por las transformaciones requeridas por la globalización. La desregulación y liberalización motivaron la expansión de las actividades financieras y el explosivo incremento de la especulación. Como resultado de lo anterior, los efectos desestabilizadores sobre los mercados mundiales generaron 150 crisis en alrededor de 70 países durante las últimas tres décadas.¹⁰⁵ La esfera financiera ha sido el canal de transmisión más importante de las crisis entre países y hacia la economía real.

En América Latina, las tres economías más grandes, Brasil, México y Argentina, han experimentado algunas de las crisis de mayor envergadura en el mundo, durante la década de los noventa y los primeros años del 2000, motivadas por las reformas emprendidas desde finales de los ochenta. Las consecuencias de las crisis en las naciones latinoamericanas se manifiestan en la carencia de financiamiento productivo, causando el deterioro de los niveles

¹⁰⁵ Tablada, Carlos y Wim Dierckxsens (2003). p.35.

de vida de la población, el escaso ó nulo avance de los indicadores de bienestar social y la mayor polarización económica.

A lo largo de este capítulo se realiza un análisis de los sistemas financieros en Argentina, México y Brasil, su problemática, estructura, desempeño y participación en el financiamiento del desarrollo económico. La comparación entre estas tres naciones de tamaño y condiciones similares, arroja mayor evidencia del impacto que tiene el sistema financiero en el sector real y finalmente en el desarrollo económico.

Primeramente se plantean los aspectos más relevantes de las reformas financieras, que marcan el inicio de la desvinculación sistema financiero-sector productivo. Enseguida se lleva a cabo el estudio de las crisis que agobiaron a las naciones en estudio. Finalmente se analiza la estructura y condiciones actuales de los sistemas financieros de las tres economías más importantes de América Latina, así como su desempeño y participación en el fomento del desarrollo económico.

3.1. Las reformas financieras en Argentina, Brasil y México

En América Latina, el origen de las turbulencias se remonta a la década de los ochenta, cuando se implementaron programas de estabilización del FMI, concebidos desde una perspectiva monetarista ortodoxa. Con ellos se pretendían resolver los problemas de economías en desarrollo (inflación elevada y recesión económica), como el caso de México, Brasil y Argentina. Al mismo tiempo, se realizaron profundos cambios en los sistemas financieros. Ambas reformas aplicadas en las naciones objeto de análisis, tuvieron un impacto negativo en la estructura productiva, generaron un elevado costo social y provocaron el incremento en la vulnerabilidad financiera.

Las reformas para Latinoamérica siguieron una línea definida en su ejecución, aunque también tuvieron algunos rasgos que las diferenciaron, como su intensidad y amplitud. Las transformaciones a los sistemas financieros en Argentina, Brasil y México tienen sus primeros antecedentes hacia finales de

los setentas, pero de manera formal se inician en 1989 para el caso de los dos primeros países y 1988 para el tercero (Ver Cuadro 10). El intervencionismo de los organismos internacionales como el FMI, condujo a implementar una serie de medidas tendientes a la liberalización total de los sistemas financieros latinoamericanos y su incorporación al circuito internacional, así como a la creación de condiciones favorables para atraer los flujos de capital extranjero.

El proceso de reforma financiera puede dividirse en dos etapas. Las primeras medidas se denominan reformas de primera generación, cuyo arranque está indicado por la liberalización de las tasas de interés, la supresión de los controles de crédito y la libre entrada de agentes a los sistemas financieros, particularmente al sector bancario (Ver Cuadro 10). Asimismo se desencadenó un intenso proceso de extranjerización de los intermediarios de Argentina, Brasil y México (AByM), que se desarrolló a la par de la implementación del resto de las medidas. Complementariamente, se concretó la liberalización de los flujos de capital internacionales y se impulsó la mayor competencia entre agentes financieros.

En lo referente a la política monetaria, se dio un importante cambio en el manejo de la misma, al enfocarla hacia la contención inflacionaria, a través del uso de instrumentos tales como el manejo de la base monetaria y otros controles cuantitativos específicos. Lo anterior significó que los bancos centrales de las naciones en cuestión, dejaran en segundo término el fomento del crecimiento económico, a cambio de la estabilidad de precios.

Por otro lado, se realizaron cambios importantes en la regulación, como la adopción de requisitos de capital, de acuerdo con lo estipulado en el Acuerdo de Basilea (1988). Los requisitos de capital se adoptaron entre 1989 y 1995, aunque en algunos casos resultó demasiado tarde, ya que se originaron crisis asociadas a la desmedida expansión del crédito bancario (un claro ejemplo es el caso de México en 1994). (Ver Cuadro 10).

**Cuadro 10. Reformas de primera generación de los sistemas financieros en América Latina**

	Liberalización de las tasas de interés	Inicio del proceso intenso de privatización	Adopción de requisitos adecuados de capital
Argentina	1989	1995	1991
Bolivia	1985	1992	1995
Brasil	1989	1997	1995
Chile ^a	1974	1974 y 1987	1989
Colombia	1979	1993	1992
Costa Rica	1995	1984	1995
México	1988	1992	1994
Paraguay	1990	1984	1991
Perú	1991	1993	1993
Uruguay	1974	1974	1992
Venezuela	1989	1996	1993

Fuente: CEPAL (2002). "La inversión extranjera en América Latina y el Caribe 2002", Unidad de Inversiones y Estrategias Empresariales, Santiago de Chile, marzo de 2003.

^a Entre 1982 y 1984 los bancos estuvieron intervenidos y el sistema volvió a liberalizarse a partir de 1985.

La liberalización financiera no logró consolidarse como un detonador de la expansión económica, al contrario, concedió mayor importancia a las actividades financieras sobre las productivas. A causa de la inestabilidad padecida en los años posteriores a las reformas de primera generación, muchos países comenzaron a implementar reformas de segunda generación, que estuvieron orientadas a mejorar los mecanismos de regulación y supervisión y a dar mayor solidez a los sistemas bancarios nacionales. Se entendió que en AByM los bancos eran la base del sistema financiero por el escaso desarrollo de otros intermediarios, como el mercado de valores, en comparación con las naciones de primer mundo.

El efecto contagio de la crisis mexicana en 1994 desestabilizó los sistemas financieros de Argentina y Brasil, impactando directamente a sus sectores bancarios, colocándolos al borde de la crisis. La precaria situación bancaria de las tres naciones, hizo necesario emprender la segunda generación de reformas, que consistieron en tres grandes medidas que debían acatar los bancos: 1) el establecimiento de una cantidad de reservas de capital de acuerdo con el riesgo de los activos bancarios; 2) la adecuada valoración y calificación de las carteras de colocaciones; y 3) el logro de un óptimo nivel de

transparencia en el manejo de la información, que permitiera una apropiada supervisión de los organismos encargados de esta tarea.

Los cambios en la regulación que se hicieron en los sistemas bancarios de Argentina, Brasil y México, fueron de gran alcance debido a la magnitud de los efectos de la crisis mexicana de 1994. La profundidad de las reformas de segunda generación no solo se debió al impacto de ésta crisis sobre el sector bancario, también resultó fundamental la necesidad de mejorar la supervisión y regulación, para apoyar el restablecimiento inmediato de la actividad normal de las instituciones y mercados. En esta segunda etapa, destaca la reestructuración del sistema bancario, en la cual, el estado tuvo una importante participación respaldando su operación con garantías e inyección de liquidez.

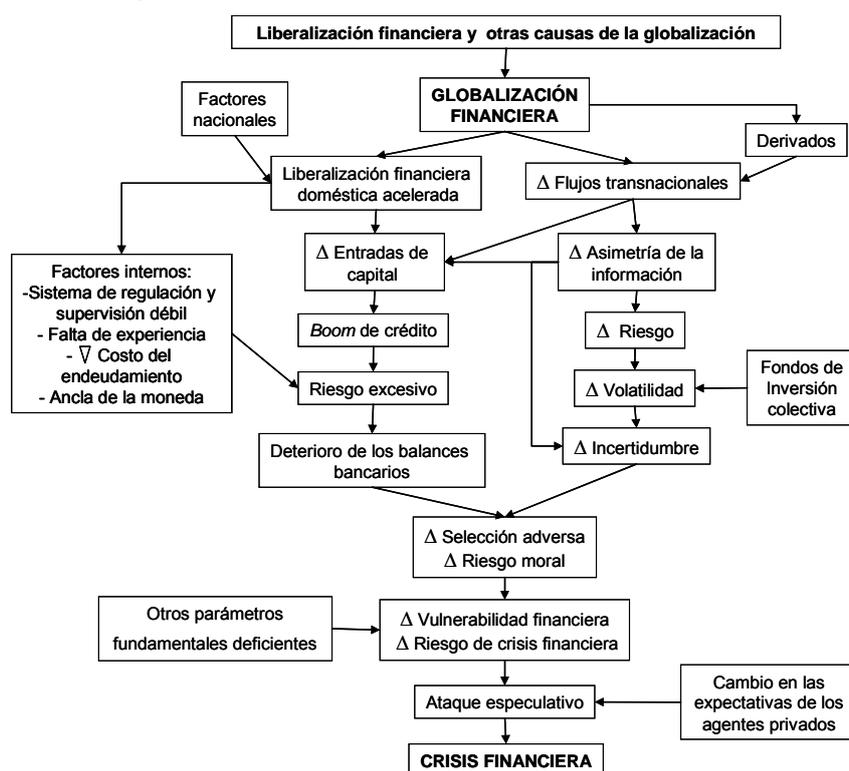
La política adoptada en relación al sistema bancario facilitó las fusiones y las adquisiciones, además de incentivar abiertamente la entrada de instituciones extranjeras. El conjunto de reformas financieras implementadas en AByM fueron definidas en función del objetivo primordial de facilitar la entrada de capital extranjero en el sistema y crear un ambiente más propicio para las estrategias de expansión de la banca internacional. Particularmente atractivas resultaron las actividades bancarias, por el potencial de crecimiento que presentaban. Por este motivo, una parte importante de los activos bancarios pasaron rápidamente a manos extranjeras. En un lapso de 12 años, entre 1990 y 2002, la participación de la banca extranjera en Argentina aumentó de 10% a 58%, en Brasil de 6% a 49%. En México se presentó la situación más dramática, pues en 1990 los activos eran nacionales en su totalidad y para 2002 aproximadamente el 80% era controlado por capital extranjero.¹⁰⁶

Las tres economías tenían como objetivo importante participar en el creciente flujo de recursos, aprovechando la libertad de los mercados de capitales. De esta manera, se empeñaron en que las reformas dieran mayor libertad de acción a los bancos y se facilitaran las operaciones relacionadas con el mercado de valores. Como resultado se esperaba que el ambiente financiero

¹⁰⁶ Cifras de Banco Interamericano de Desarrollo (2005) y CEPAL (2003).

fuera similar al de las economías desarrolladas y los mercados nacionales tuvieran el suficiente atractivo para los inversionistas. Por el contrario, al emprender un proceso de liberalización, se desencadenaron una serie de eventos inherentes al proceso de globalización que finalmente desembocaron en episodios de crisis. Los efectos derivados de la globalización pueden apreciarse en el siguiente Diagrama 3.

Diagrama 3. Efectos de la liberalización financiera

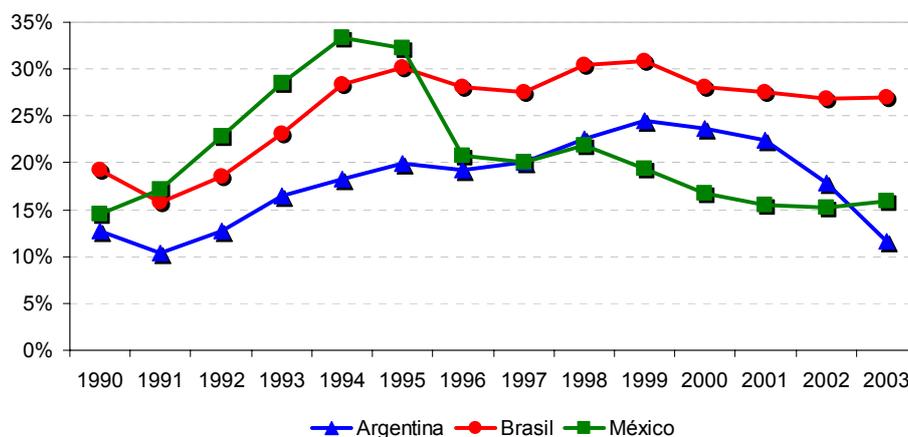


Fuente: Bustelo, Pablo, Clara García e Iliana Olivie (2000). p. 22.

Si bien es cierto que las reformas permitieron la integración de AByM al circuito financiero internacional, también tuvieron diversas consecuencias como el fomento de las actividades improductivas, el impulso de la especulación, el debilitamiento del aparato económico y la desvinculación de las empresas y las fuentes de financiamiento. La conjunción de estas problemáticas tuvo como resultado el advenimiento de severas crisis, que pusieron al descubierto las vulnerabilidades de las economías de AByM y aumentaron su exposición frente a los mayores y más intensos riesgos. En el transcurso de los noventa, en estos países se crearon las condiciones macroeconómicas y financieras

convenientes para la inversión de cartera de los grandes capitales, pero la estabilidad de algunas variables fundamentales y el mayor flujo de recursos internacionales, no han logrado canalizarse para concretar progresos en el bienestar de la población. La liberalización se dio de manera acelerada y desmedida, sin las condiciones adecuadas para generar ventajas en un entorno financiero mundial inestable. (Ver Diagrama 3)

Gráfica 16. Crédito bancario en Argentina, Brasil y México, 1990-2003
(% del PIB)



Fuente: Elaboración propia con base en Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).

La libertad del mercado de capitales indujo la entrada de capital extranjero y generó un significativo incremento en la demanda de créditos bancarios de corto plazo. Los crecientes requerimientos financieros se empataron con una postura expansiva de los bancos en el otorgamiento de préstamos al sector privado, que se mantuvo hasta las crisis respectivas en cada país¹⁰⁷ (Ver Gráfica 16). Lo anterior originó un boom crediticio, especialmente destinado al consumo, que acrecentó el riesgo de insolvencia. Al mismo tiempo, la mayor volatilidad magnificaba los riesgos financieros, en perjuicio de la estabilidad económica. La combinación de los efectos desencadenados por la liberalización, finalmente logró ampliar las asimetrías de información, afectar la asignación de recursos y frenar el crecimiento económico. Las crisis

¹⁰⁷ México 1994, Argentina 2001 y en el caso de Brasil el crédito no fue interrumpido de manera notable, porque la crisis en esta nación fue de menor profundidad que en otros dos países.



recurrentes exhibirían los efectos negativos de las reformas financieras en América Latina (Ver Cuadro 11).

Cuadro 11. Episodios de crisis y tensión financiera en América Latina

Países	Crisis del sistema financiero ¹ (Fecha de inicio)	Tensión en el sistema financiero y crisis evitadas ²
Argentina	1980, 1989, 1995, 2001	
Bolivia	1986, 1994	2003
Brasil	1990, 1994	2002
Chile	1976, 1981	
Colombia	1982, 1999	
Costa Rica	1987	1994
Ecuador	1982, 1996, 1998	2002
El Salvador	1989	
Guyana	1993	
Haití	1994	
Jamaica	1995	1994, 2003
México	1981, 1994	
Nicaragua	1990, 2000	
Panamá	1988	
Paraguay	1995	2002
Perú	1993	2002
República Dominicana	2003	
Uruguay	1981, 2001	
Venezuela	1994	1978, 1985, 2002

Fuente: Carstens, Agustin G. (2004). "Cómo evitar la crisis bancaria en América Latina", en Finanzas & Desarrollo, septiembre de 2004. Pags. 30-33.

¹ Se refiere al agotamiento de gran parte o de la totalidad del capital bancario, generalmente por retiros masivos de depósitos.

² Se refiere a un patrimonio neto bajo o negativo, sin retiros masivos y sistemáticos de los depósitos.

3.2. Riesgo y volatilidad: amenaza a la estabilidad de las tres mayores economías de Latinoamérica

Un factor determinante en la gestación de las crisis financieras en AByM, fue la convergencia de un sistema bancario debilitado, vulnerable, inadecuadamente regulado y poco eficiente, y el descomunal incremento de los riesgos financieros en los mercados a nivel mundial. Ambas situaciones, producto del intenso proceso de reforma y liberalización financiera. A partir de entonces, las naciones económicamente más importantes de Latinoamérica, padecieron los

efectos de la principal característica del sistema financiero internacional, la elevada volatilidad de las variables fundamentales.

Los riesgos financieros se convirtieron en la mayor amenaza para la estabilidad de la economía mundial. Las reformas en AByM enfatizaron la vulnerabilidad de sus economías, por el efecto de la elevada volatilidad de las tasas de interés y los tipos de cambio. La fluctuación de las variables fundamentales se sumó al proceso de liberalización, para fracturar el vínculo positivo entre el sistema financiero y el aparato productivo, y permitir la libre entrada de inversión especulativa. La transmisión de los efectos del sistema financiero se dio únicamente en sentido negativo y la economía real resintió intensamente la falta de financiamiento y la presencia de riesgos más intensos.¹⁰⁸

Las economías de AByM fueron afectadas fuertemente por toda la variedad de riesgos financieros existentes, sobre todo durante la década de los noventa. En primera instancia, amenazaron los riesgos generados por las fluctuaciones de las tasas de interés y los tipos de cambio. Casi en el mismo momento las autoridades financieras argentinas, brasileñas y mexicanas, determinaron que resultaba apremiante, en primera instancia, atenuar el riesgo cambiario para impulsar la expansión económica. En los tres países se adoptaron programas de estabilización basados en el ancla cambiaria, lo que les permitió controlar el tipo de cambio. Adicionalmente, inversionistas y empresas tuvieron la oportunidad de acceder a herramientas para controlar el riesgo, a través de un mercado de derivados con mayor desarrollo a nivel mundial.

La conjunción de estabilidad cambiaria y mayor acceso a herramientas de gestión de riesgo, permitió reducir el impacto de las fluctuaciones de la moneda y con ello la incertidumbre de los agentes económicos. La consecuencia de la minimización del riesgo de tipo de cambio, fue que durante algunos años de la década de los noventa, las economías de AByM crecieron con bajas tasas de inflación. En el caso de Argentina, el PIB aumentó durante siete años,

¹⁰⁸ Los riesgos financieros se dividen en riesgos de mercado (tasas de interés, tipo de cambio y precios), riesgo de liquidez, riesgo de crédito, riesgo legal y riesgo operativo.



destacando 1991 con 10.6%, 1992 con 9.6% y 1997 con 8.0% además de una inflación de 0.5%.

Por otra parte, el comportamiento del producto en Brasil fue menos variable, ligando cinco años consecutivos de crecimiento en el lapso de 1993 a 1997, donde los más importantes fueron 1993 con 4.92%, 1994 con 5.85% y 1995 con 4.22%. Cabe señalar la tasa de inflación se redujo desde 2,497% en 1990 a 6.9% en 1997 con una tasa de crecimiento de 3.3%, por lo que este año se considera el de mayor éxito en la política de estabilización basada en la fijación cambiaria. En México durante la mayor parte de la década se registraron tasas de crecimiento del PIB, exceptuando 1995 cuando se produce la crisis. Sobresalen los años de 1990 con una expansión del producto de 5.0%, 1991 con 4.22%, 1997 con 6.77% y 1998 con 5.03%¹⁰⁹, siendo 1994 el año más representativo del efecto de la política de anclaje, al combinarse una tasa de crecimiento de 4.42% con inflación de 7.05%.

Una vez que se logró un aparente y temporal control del riesgo cambiario, la mayor amenaza para la estabilidad fue la elevada volatilidad de la tasa de interés de referencia nominal.¹¹⁰ A lo largo de la década de los noventa, las tasas de interés de referencia nominales en AByM tuvieron una tendencia decreciente, con fuertes alzas en los años en los cuales estos países padecieron crisis en sus sistemas financieros (Argentina 2001, Brasil 1990, 1994 y 1998, y México 1995). Las tasas de interés de referencia nominales se redujeron significativamente, considerando que en enero del 90 en Argentina la tasa Baibor alcanzó la cifra de 237.9%, en Brasil la tasa de referencia nominal registró la desproporcionada cifra de 438,769.7% en febrero del 90 y en México la tasa de Cetes a 28 días comenzó a descender desde 46.65% en marzo del mismo año.¹¹¹

¹⁰⁹ La tasa de crecimiento de 1996 también resultó significativa (5.15%), pero no se hace referencia a este año por considerar que la expansión económica fue producto de un efecto rebote posterior a la profunda crisis de 1995.

¹¹⁰ Baibor 30 días en Argentina, Selic 30 días en Brasil y Cetes 28 días en México, expresadas en valores nominales.

¹¹¹ En noviembre de 1995 la tasa de Cetes a 28 días volvió a elevarse llegando a 53.16%, cifra máxima para la década de los noventa.



La caída de las tasas de interés de referencia nominales fue notable como resultado del abatimiento de la inflación y una mejoría en las expectativas de los inversionistas por la implementación de los programas de estabilización en AByM. La evolución de los niveles de las tasas nominales y reales en las tres naciones, tuvo algunas consecuencias a destacar. En primer lugar, el rendimiento ofrecido por los instrumentos gubernamentales resultaba muy elevado por el diferencial de tasas de AByM con respecto a los mercados de los países desarrollados. Esto provocó el ingreso de importantes flujos de inversión, que posteriormente serían detonantes de las crisis por su calidad de corto plazo.

En segundo lugar, a causa de que las tasas nominales (de referencia, activas y pasivas) habían caído, se registraba una mayor oferta crediticia para la inversión (hacia un segmento empresarial bien definido) y el consumo. Asimismo, se incrementó el fondeo de mayor plazo por parte de la banca comercial¹¹², lo que al mismo tiempo generó un riesgoso nivel de sobreendeudamiento privado. En tercer lugar, aun con la expansión crediticia, para un importante segmento de las PyMES resultaban elevados los niveles de tasas de interés activa nominal y real, factor que se convirtió en el principal obstáculo para acceder al financiamiento¹¹³, impactando negativamente al sector productivo.

De esta manera, las tasas de interés se convirtieron en una de las fuentes más importantes de riesgo financiero. Su comportamiento altamente volátil, acentuado a partir de la liberalización, se mantuvo durante toda la década de los noventa como una amenaza para la estabilidad macroeconómica en AByM. Técnicamente utilizando la desviación estándar de los rendimientos (del cambio porcentual en una variable)¹¹⁴, que es la medida comúnmente empleada en los mercados financieros para medir la volatilidad, se pueden obtener las cifras que muestran el grado de inestabilidad de las tasas de interés en los tres países analizados.

¹¹² Mendoza Pichardo, Gabriel (2003). Pág. 342.

¹¹³ CEPAL (2004). Pág. 38.

¹¹⁴ Sánchez Cerón, Carlos (2001). Pág. 205.



En el Cuadro 12 aparecen las cifras de la volatilidad calculada para el periodo de 1990 al 2004. Tomando como punto de referencia el valor obtenido para el caso de la tasa de interés de referencia nominal en Estados Unidos (T-Bill 1 mes) que para el mismo periodo fue de 0.8308, se puede discernir que la volatilidad en Argentina (4.40), Brasil (7.68) y México (2.21) es infinitamente superior, pero sobre todo salta a la vista el caso brasileño que casi duplica la cifra argentina y triplica la mexicana. En los tres casos influyen los periodos de crisis y tensión financiera, además de la elevada inflación que padecieron a principios de los noventa.

Cuadro 12. Volatilidad de las tasas de interés de referencia nominales en Argentina, Brasil y México, 1990-2004 (porcentaje)

	Argentina	Brasil	México
	Baibor 30 días	Selic 30 días	Cetes 28 días
Volatilidad (%) *	440	768	221
Desviación estandar	0.461	328.963	0.123
Media	0.278	35.292	0.194
Mediana	0.100	0.277	0.170
Máximo	2.379	4387.697	0.748
Mínimo	0.022	0.152	0.045
Coefficiente de variación	1.659	9.321	0.635

Fuente: Elaboración propia con base en cifras del Banco Central de la República Argentina, Banco Central de Brasil y Banco de México.

* Nota: La volatilidad se refiere a la desviación estándar de los rendimientos o del cambio porcentual de la variable de un periodo con respecto al inmediato anterior. Fuente: Sánchez Cerón, Carlos (2001). Pág. 205.

Los números simplemente reflejan, que el menor desarrollo de los sistemas financieros y las condiciones económicas desfavorables, obligaron a ofrecer elevados premios al riesgo para mantener el flujo de capital externo, fundamentalmente especulativo, del cual eran dependientes. Así, el riesgo de tasas de interés nominales y reales se ha manifestado en contra del crecimiento y el desarrollo económico, al frenar proyectos de inversión en el sector real y evitar sus efectos positivos sobre el bienestar social.



En las tres economías se magnifico la presencia de algunos riesgos financieros suplementarios. El riesgo de crédito se presentó como consecuencia del auge crediticio. En México, el crédito al sector privado creció desde 14% del PIB en 1990 a 33% en 1994, cifra máxima en más de 30 años y que hasta ahora no se ha vuelto a alcanzar.¹¹⁵ El financiamiento estuvo destinado a créditos al consumo, hipotecas y deuda pública. La consecuencia de la irresponsable y deficiente expansión del crédito fue un grave sobreendeudamiento, cuyas secuelas se manifestaron al detonar la crisis económica más grave de la historia contemporánea mexicana, hacia finales de 1994. La crisis provocó que las tasas de interés activas, nominales y reales, se dispararan causando que las empresas y familias se vieran imposibilitadas para liquidar sus deudas ante los bancos. Esto significó la realización del riesgo crediticio, que derivó en un severo problema de cartera vencida, el cual tuvo su máxima expresión en México con la puesta en marcha del fondo de contingencia denominado Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA).

Las sucesivas crisis económicas a nivel mundial, habían tenido como uno de sus principales efectos, la falta de liquidez del sistema bancario. Previendo esta amenaza latente, en 1990 el gobierno mexicano crea el FOBAPROA, con la finalidad de enfrentar posibles problemas financieros extraordinarios. Como argumento para su creación, se sostenía que una eventual quiebra de los bancos habría hecho imposible el acceso a créditos y los ahorradores no hubieran podido disponer de sus depósitos, hasta colapsar la infraestructura productiva. Esto habría debilitado aun más al sistema financiero mexicano, minando la confianza de los inversionistas extranjeros, lo que agravaría la fuga de capitales y profundizaría los problemas financieros del sector productivo. La sucesión de estos eventos, sólo empeoraría aún más la crisis económica.

Ante la posibilidad de llegar a esta situación límite, el Gobierno Federal aplicó el FOBAPROA para absorber las deudas ante los bancos, capitalizar el sistema financiero y garantizar el dinero de los ahorradores. El mecanismo consistió en entregarles pagarés a las instituciones bancarias a cambio de los créditos en

¹¹⁵ Datos de “A New Database on Financial Development and Structure” versión electrónica 2005. Del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>



cartera. La deuda llegó a representar el 40% del PIB de 1997. En diciembre de 1998 el FOBAPROA fue sustituido por el Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB). En 1999, la capitalización de los bancos y la compra de cartera vencida, se convierte en deuda pública, lo cual ha representado una pesada carga para los contribuyentes mexicanos y una importante fuga de recursos que pudieron invertirse en el desarrollo del país.

En el caso de Argentina el riesgo crediticio se dio por el boom del crédito, que en proporción del PIB, se duplicó entre 1990 y 1999 al pasar del 12% al 24%.¹¹⁶ El crédito privado destinado a hipotecas y a préstamos al consumo creció más que el dirigido a empresas.¹¹⁷ Además, una parte importante del crédito a empresas se destinó a actividades que aumentaban el riesgo crediticio (inversiones poco rentables o muy rentables pero arriesgadas), el riesgo de cambio (por la ausencia de cobertura ante una eventual devaluación) y el riesgo de liquidez (por tratarse de inversiones a largo plazo). Asimismo, Argentina es un claro ejemplo del riesgo crediticio hacia el exterior, es decir, el propio país estuvo impedido para hacer frente a sus obligaciones financieras con los acreedores internacionales, hasta que se decretó la moratoria que originó la crisis de 2001.

En Brasil, la posibilidad de llegar a una moratoria en 1998 se quedó tan sólo en una amenaza, que movió bruscamente los mercados y afectó las expectativas a nivel internacional. El riesgo crediticio fue de menor envergadura, aunque también se dio un notorio incremento del crédito entre 1990 y 1998, al pasar de 19% a 30% como porcentaje del PIB.¹¹⁸

Igualmente AByM padecieron el riesgo de liquidez por la imposibilidad de las empresas, beneficiarias del crédito bancario, de renovar sus pasivos y hacer frente a sus obligaciones de flujo de efectivo, lo que en ese momento pudo dañarlas hasta llevarlas a la posibilidad latente de quiebra, que en algunos casos se consumaría de manera dramática (México 1995 y Argentina 2001).

¹¹⁶ *Ibidem*.

¹¹⁷ Kiguel, M. A. (2001). Pág. 15.

¹¹⁸ Datos de "A New Database on Financial Development and Structure" versión electrónica 2005. Del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>



Asimismo, el riesgo operativo en las tres economías estuvo relacionado con las inadecuadas prácticas bancarias, la mala evaluación de los potenciales acreditados y la deficiente regulación de las operaciones del sector bancario.

Cuando todos los riesgos mencionados confluyeron en Argentina, Brasil y México, en diferente tiempo en cada caso, y se combinaron situaciones como la sobrevaluación cambiaria, los ataques especulativos y la fuga de los capitales de corto plazo, se generaron condiciones insostenibles para los sistemas financieros de AByM. Particularmente difícil fue la situación para el sector bancario, estratégico y de gran peso en estos países, lo que impactó negativamente a la economía en su conjunto y finalmente derivó en severas crisis financieras.

3.3. Crisis financiera en las principales economías latinoamericanas

En Argentina, Brasil y México se adoptó en la década de los noventa un modelo económico similar. Este modelo fue la respuesta a la crisis estructural productiva, estaba basado en un ancla cambiaria y favoreció la acumulación financiera. Los tres países utilizaron la política cambiaria como instrumento clave de la política económica; en Brasil y México se utilizó un tipo de cambio semi-fijo, mientras que en Argentina fue totalmente fijo. El ancla cambiaria se justificó por el combate a la inflación y la atracción del capital extranjero. Se esperaba reducir drásticamente el ritmo del incremento en los precios, a través del impulso de la presión competitiva desde el exterior.¹¹⁹ Por algún tiempo el tipo de cambio no tuvo grandes sobresaltos y se controló la inflación a la par que se daban tasas de crecimiento de PIB, pero finalmente los efectos de la política cambiaria derivarían en severas crisis financieras.

¹¹⁹ Becker, Joachim (2003).



3.3.1. La crisis financiera en México

En México, el tipo de cambio nominal sirvió como ancla del programa de estabilización. Aunque sufrió modificaciones durante su ejecución (de estar completamente fijo, al deslizamiento, y de éste a una banda creciente), el tipo de cambio permaneció sin modificaciones hasta 1989, pero a partir de ese año y hasta 1994, comenzó el deslizamiento de la paridad en relación con el dólar.¹²⁰ La estabilidad de la moneda y de las condiciones macroeconómicas, dependió de la permanencia de capitales especulativos. En este sentido, a partir de la renegociación de la deuda externa en 1990, se produce una fuerte entrada de inversión extranjera que llegó a 33,308 mdd en 1993, de los cuales 28,920 mdd correspondieron a inversión de cartera (37% en renta variable y 63% en renta fija).

La entrada masiva de capitales, se sumó a la sobrevaluación del tipo de cambio real que había propiciado la política cambiaria, en la medida en que una mayor oferta de divisas contribuía a mantener el tipo de cambio nominal. Al iniciar 1994, la economía mexicana ya mostraba todos los elementos que la harían extremadamente vulnerable a cambios adversos del entorno económico, político y social, y además se enfrentaba al incremento de las expectativas devaluatorias. Ante la insistencia de las autoridades de mantener la política cambiaria, desde 1992 se advertía la necesidad de imprimir mayor flexibilidad a la cotización peso/dólar, para evitar que continuara su apreciación real.¹²¹ Una devaluación a tiempo habría impedido proseguir con el programa contra la inflación, pero hubiera evitado la crisis de 1994, porque no se hubiera deteriorado mayormente el nivel de reservas internacionales.

Los efectos de las tasas de interés elevadas amenazaban el crecimiento, mientras que se trataba de evitar un ajuste cambiario a través del incremento en la emisión de títulos denominados en dólares (Tesobonos). Para finales de 1994, el 74% del total de valores gubernamentales en poder del público era en Tesobonos, mientras que en 1993 era tan sólo el 4%, por lo que las reservas internacionales netas de Tesobonos eran negativas. La única arma disponible

¹²⁰ Millán Valenzuela, Henio (1999).

¹²¹ Sachs, Jeffrey, Aarón Tornell y Andrés Velasco (1996). p. 10.



para defender la paridad, después de que fue abandonada la política monetaria restrictiva, fue la emisión de Tesobonos.¹²² La clave del ajuste fue la política monetaria, elevando las tasas de interés y recurriendo a una mayor emisión de Tesobonos, que significaban una dolarización de la deuda interna. Estos instrumentos dañaban la credibilidad en la política cambiaria y tenían un perfil de vencimiento muy corto: 30 mil millones de dólares emitidos a principios de 1994, vencían en los primeros meses de 1995.¹²³ El monto de la deuda de corto plazo contratada por medio de estos valores, ocasionó que los inversionistas pusieran en duda la posibilidad de su cumplimiento.

Asimismo, las reservas del Banco de México fueron considerablemente mermadas por la salida de capitales y el vencimiento de los Tesobonos. Los esfuerzos por mantener al peso redujeron las reservas de \$28,000 millones de dólares a finales de 1993 a \$17,200 millones de dólares para noviembre de 1994 y a menos de \$7,000 millones de dólares para diciembre de 1994. Entonces, el Banco de México dejó de respaldar al peso y amplió la banda de flotación del tipo de cambio, hasta dejarlo flotar libremente, para hacer frente a las presiones contra la moneda nacional.

La crisis finalmente se desató con un ataque especulativo sobre el peso que desembocó en una fuerte devaluación. El 21 de diciembre de 1994, el peso cayó 23%, pero finalmente perdió el 80% de su valor, al pasar de una paridad de \$3.5 por dólar el 20 de diciembre de 1994 a \$6.3 por dólar el 13 de febrero de 1995. Solamente entre enero y marzo de 1995, el peso se depreció un 46%. La devaluación y el consecuente aumento en las tasas de interés, tuvieron como resultado una recesión económica sin precedente al caer el PIB -6.2% en 1995 (contracción que no se registraba desde la crisis de 1929) y provocar una gran debilidad del sistema bancario.¹²⁴

Lo que finalmente detuvo la crisis financiera, cuando sólo restaban \$3,500 millones de dólares en las reservas del Banco de México en febrero de 1995,

¹²² Del Villar, Rafael, Daniel Backal y Juan P. Treviño (1997). Pág. 72.

¹²³ Villarreal, René (1998). Págs. 31-32.

¹²⁴ Datos del Banco de México e INEGI.



fue un paquete de ayuda encabezado por la Reserva Federal de los Estados Unidos.¹²⁵ Entonces, la primera tarea para la estabilización del tipo de cambio y la restitución de esos activos internacionales, implicaba un profundo ajuste de la demanda, cuyos efectos serían devastadores para el sistema bancario. Las medidas principales fueron: el alza en las tasas de interés, mediante una política monetaria restrictiva que retrajo el nivel de la actividad económica; el incremento de tasas impositivas que gravaban el consumo; y la reducción del gasto público en términos reales.

El efecto más grave de la crisis, quizá fue el incremento exponencial de la tasa de inflación, que llegó a 51.97% durante algún momento de 1995. La inflación trajo como consecuencia inmediata un incremento de las tasas de interés bancarias. La tasa de CETES a 28 días se ubicó en 8.81% en marzo de 1994 y en 76.5% en el mismo mes de 1995. Con el incremento de la inflación y el alza de las tasas de interés, el servicio de la deuda bancaria alcanzó niveles insostenibles.

Los prestatarios se vieron entonces imposibilitados para continuar cumpliendo con sus obligaciones: por un lado debían pagar más; por el otro, sus ingresos habían disminuido significativamente. Así, la cartera vencida de los bancos se disparó hasta poner en riesgo la propia viabilidad de dichas instituciones financieras: los índices de morosidad aumentaron de 7.26% en 1993 a 14.21% en 1995. Durante 1995 miles de empresas quebraron y la tasa de desempleo abierto aumentó en casi 3 puntos porcentuales, situándose en el 6.3 % de la población económicamente activa (PEA).

¹²⁵ Orozco, Wistano L. (2002).

3.3.2. La crisis financiera en Brasil

En 1998, las crisis financieras en Suramérica comenzaron su desastroso andar en Brasil. La crisis financiera brasileña se desató por el efecto contagio de la situación en Rusia.¹²⁶ Las primeras causas de la crisis se remiten a la implementación del Plan Real, que fue lanzado en julio de 1994, para abatir de manera drástica y rápida la inflación. Los resultados fueron contundentes: la inflación pasó de niveles superiores al 10,000% al año a niveles de un dígito en 1997.

En el Plan Real, la estabilidad de los precios se apoyaba en la apreciación de la moneda, causada por las altas tasas de interés y la consiguiente entrada de capitales. Al generarse un desequilibrio comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el país pasó a depender cada vez más del financiamiento externo para mantener su programa económico. Las elevadas tasas de interés generaban problemas, tanto para el aparato productivo como en el sistema financiero.

Por otro lado, la deuda crecía aceleradamente: a fines de 1997, la deuda pública representaba más del 100% de los ingresos fiscales (35% del PIB). El mayor problema era la concentración de vencimientos en el corto plazo. Adicionalmente, el gobierno brasileño no consiguió contener el déficit de la cuenta corriente. Así, surgieron dudas respecto al mantenimiento del sobrevaluado tipo de cambio. Estas generaron una fuerte ola especulativa contra el Real. El Banco Central respaldó a la moneda a través de intervenciones en el mercado de divisas y alzas de las tasas de interés. Para mantener la paridad cambiaria, el banco central colocó una gran parte de sus

¹²⁶ La moratoria del rublo tuvo como una de sus principales consecuencias la quiebra del Fondo de Cobertura (Hedge Fund) Long Term Capital Management (LTCM). Esta correduría mega especulativa apostaba a las inversiones de alto riesgo en los mercados de derivados OTC, desde el paraíso fiscal de las Islas Caimán, en donde fue fundado y que increíblemente era dirigida por dos Premios Nobel de Economía de 1997 (Morton y Scholes). La firma no solamente fracasó, sino que dejó en el aire 100 mil millones de dólares de deudas apalancadas, que de alguna manera tuvieron que ser liquidadas para que no sucediera un estrangulamiento crediticio a nivel mundial. (Rubin, Robert E., Alan Greenspan, Arthur Levitt and Brooksley Born, 1999).

reservas de divisas. Éstas se redujeron de 65.5 mil millones de dólares a 35.2 mil millones de dólares entre agosto de 1998 y enero de 1999.¹²⁷

La sobrevaluación del Real se mantuvo gracias a que el FMI otorgo un crédito multilateral de 41.5 mil millones de dólares en noviembre de 1998. Al comienzo de 1999, Brasil dejó flotar el Real lo que significó una devaluación de alrededor de 56%. Eso fue un gran alivio para los sectores productivos. La devaluación consiguió una mejora considerable en la balanza comercial que se fue recuperando gradualmente, hasta que en el 2001 registró un superávit.¹²⁸ La estabilización y la mejoría de las cuentas externas permitieron un moderado crecimiento económico. Por el contrario, el desempleo abierto y la precariedad laboral aumentaron.

El modelo requirió ingresos importantes de capital extranjero para poder tener las reservas necesarias con los cuales defender el tipo de cambio, lo que a su vez exigió implantar tasas de interés pasivas reales del orden del 20%, alcanzando su máximo nivel en 1998 con 29.3%.¹²⁹ No solamente fue un modelo rígido, sino que también "externalizó" efectivamente la política económica en un momento en que el capital había inundado los mercados mundiales. La confianza del inversionista importaba más que las realidades de la economía interna y cuando ésta se evaporó, Brasil cayó en recesión.

La crisis en este país tuvo un impacto menor que las crisis en México y Argentina. En Brasil, el PIB no llegó a registrar tasas negativas, pero durante dos años el ritmo de la actividad económica fue notablemente frenado. El PIB pasó de un crecimiento de 3.3% en 1997, a una expansión de tan sólo 0.1% en 1998 y durante 1999 el año en que se agudizó la crisis, el crecimiento fue de 0.8%. Para el 2000, la tasa de crecimiento de la economía se había recuperado alcanzando una expansión de 4.4%, mientras que en 2004 el PIB creció 5.2%, pero al igual que México y Argentina, Brasil continua hoy en día, siendo un paraíso para los especuladores.

¹²⁷ Becker, Joachim (2003). p. 5.

¹²⁸ Datos del Banco Central de Brasil.

¹²⁹ CEPAL (2005a). Pág. 161.

3.3.3. La crisis financiera en Argentina

“Argentina hoy es un hito importante en el proceso de cuestionamiento del modelo neoliberal hegemónico.”

Norma Sanchos (2002)

En Argentina se puso en práctica la versión más radical de fijación del tipo de cambio (hard peg), mediante la Ley de Convertibilidad. Los primeros efectos del anclaje se manifestaron en la reducción del riesgo cambiario, que junto con la liberalización financiera y los diferenciales de tasas de interés, allanaron el camino para las entradas de capital que sufrieron un notable incremento. En 1991 se adoptó la Ley de Convertibilidad (LC)¹³⁰ que decretaba una paridad 1 a 1 entre el peso argentino y el dólar, por lo cual, el Banco Central estaba obligado a mantener como mínimo de reservas, el equivalente al 110% de la base monetaria.¹³¹ La LC era el principal fundamento del programa de estabilización de precios.

La crisis argentina tuvo su origen la creación de la junta monetaria o caja de conversión (currency board) que significaba la fijación del tipo de cambio al dólar. Durante los primeros años, se logró exitosamente el objetivo primario de estabilizar los precios. A finales de la década de los ochenta y principios de los noventa, las tasas de inflación eran descomunales, el incremento de precios en 1989 fue de 3,080% y en 1990 fue de 2,314%. El resultado del programa fue sorprendente pues en 1992 la tasa de inflación fue tan sólo de 24.9%, evolucionando positivamente en los siguientes años, hasta llegar a menos de 1% en 1996. La caída de la inflación derivó la reducción de las tasas de interés,

¹³⁰ La Ley de Convertibilidad se decreta el 1 de abril de 1991, estableciendo que el tipo de cambio equivalía a 10,000 australes por un dólar. Se permitió entonces, la libre convertibilidad de los australes a dólares a la cotización establecida. En 1992 entro en curso el nuevo peso argentino con paridad fija 1 a 1 contra el dólar y equivalente a 10.000 australes.

¹³¹ De acuerdo con Guillermo Vitelli (2001. p. 73), la “lógica de la convertibilidad, al apartar de la política monetaria las necesidades de la producción y comercialización de bienes internos, ha gestado una de las asociaciones más perversas que puede imponer cualquier política económica: vinculó el crecimiento de la actividad económica interna con la expansión del endeudamiento externo. Sólo el ingreso de capitales, dentro de la mecánica operativa del modelo, puede facultar el incremento necesario para el desenvolvimiento pleno de la actividad económica”.



lo cual permitió que se expandiera el crédito hacia los sectores productivos. En 1989 los préstamos bancarios representaron el 11.8% con respecto del PIB, mientras que para 1998 el crédito fue de 22.5% del PIB.¹³²

Argentina presentaba un importante déficit de cuenta corriente, que hacía necesario el ingreso de una gran cantidad de recursos del extranjero para su financiamiento, originando que la moneda se sobrevaluara. La sobrevaluación del peso argentino incentivó el incremento de las importaciones y desalentó las exportaciones, derivando en el deterioro de la balanza comercial. La balanza de cuenta corriente cambió de un superávit de 4,552 millones de dólares en 1990 a un déficit de 10,949 millones de dólares en 1994 y después de una efímera mejora, el déficit llegó a 14,698 millones de dólares en 1998.¹³³ Otro problema que amenazaba la economía argentina era el alto grado de dolarización. En 1988, 11.5% de los depósitos estaban en moneda extranjera. Esta proporción creció a 37.1% en 1991, a 48.3% en 1998 y 61.0% en 2000.¹³⁴

En Argentina, el FMI apoyó tanto la continuidad del modelo como la política económica resultante. En diciembre de 2000 organizó un blindaje de 40,000 millones de dólares. No obstante, la situación empeoró en el 2001, la crisis financiera y social se agudizó y se sumó una crisis política. En ese año, el gobierno argentino debería enfrentar vencimientos de la deuda por un valor de 15,000 millones de dólares y comenzaron las dudas acerca de su capacidad para hacer frente a los compromisos financieros.

En el 2002, la economía financiera de Argentina se derrumbó, extinguiéndose el modelo de la convertibilidad. A comienzos de diciembre de 2001, el gobierno de Fernando de la Rúa decretó la congelación de los depósitos e impuso fuertes restricciones a los retiros en efectivo. Las autoridades dispusieron la “pesificación asimétrica”¹³⁵ de activos y pasivos del sistema financiero. Además, se instauró el esquema denominado “corralito” y se introdujeron fuertes restricciones a los flujos de divisas. Sabiendo que el Banco Central

¹³² Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).

¹³³ CEPAL (2001). Pág. 446.

¹³⁴ Cintra, M. A., Macedo, Castro, Elza Moreira Marcelino de (2001). Pág. 95.

¹³⁵ Becker, Joachim (2003). Pág. 11.



carecía estructuralmente de la posibilidad de actuar como prestador de último recurso, los bancos respaldaron el “corralito”. Se dijo entonces que éste era el único camino de evitar la quiebra.¹³⁶

El “corralito” asfixió la economía monetaria, mediante el establecimiento de un límite mensual para el retiro de depósitos que se fijó en primera instancia en \$1,000 pesos argentinos y posteriormente se elevó a \$1,500 pesos; a su vez, los depósitos en dólares fueron congelados y así permanecerían hasta por lo menos 2003. El objetivo era evitar la quiebra del sistema bancario. Debido al establecimiento del corralito, la fuerte devaluación no causó presiones inflacionarias. Hubo una escasez dramática de liquidez, que combinada con el incremento del riesgo de la economía argentina, elevó fuertemente las tasas de interés. Éstas se incrementaron 1,242% entre enero de 1999 y enero de 2002, en el punto más álgido de la crisis. El 1 de enero de 1999 la tasa de interés era de 9.87%, pasando a 132.6% durante enero de 2002. El impacto del incremento en las tasas de interés se manifestó en la contracción de la inversión que después de haberse incrementado 17.7% en 1997 con respecto al año anterior, cayó -12.6% en 1999, -6.8% en el 2000, -15.7% en 2001. Empero, la baja más fuerte fue durante el año de la crisis 2002, cuando la inversión se contrajo -36.4%.

Los desequilibrios macroeconómicos y las expectativas desfavorables para la economía Argentina, junto con la transmisión de los efectos de la crisis, generaron una profunda recesión económica. El PIB se retrajo durante cuatro años consecutivos a partir de 1999, cuando cayó -3.4% mientras se manifestaban los primeros síntomas que derivarían posteriormente en la crisis. En el 2000 el PIB cayó -0.8%, en el 2001 la contracción fue de -4.4% y en el 2002, cuando la crisis se manifestaba de más intensamente, el PIB se constriñó -10.9%. Así, en 2002 el PIB fue un 20% menor que en 1998 y la tasa de desempleo alcanzó el 19.6%; la inflación fue de 25.9%, tras haber sido negativa en 1999-2001. La balanza por cuenta corriente pasó de ser deficitaria

¹³⁶ Curiosamente en México se maneja el mismo argumento, pues aun se sostiene que el FOBAPROA fue el único camino para evitar la quiebra financiera del país.

en 2001 (-1.7% del PIB) a ser fuertemente superavitaria en 2002 (8.3% del PIB).

3.4. La realidad actual de los sistemas financieros en Argentina, Brasil y México

Una vez ocurridas las crisis bancarias en AByM se dieron una serie de cambios en las estructuras financieras y se aceleraron procesos como la extranjerización de los intermediarios, la concentración, las fusiones y adquisiciones, que habían comenzado con la liberalización. En los años subsecuentes y con las evidencias derivadas de las crisis, se ha determinado con mayor nitidez que el grado de avance de los mercados financieros de una economía se relaciona estrechamente con su desempeño económico. Los sistemas bancarios y los mercados de valores pueden mejorar la asignación de recursos e impulsar el crecimiento, ambos, factores definitivos en el combate a la pobreza. La combinación adecuada de eficientes bancos y mercados de valores significativos, puede ser determinante para el progreso de una economía.

Ahora, la discusión se ha centrado en las transformaciones que deben producirse en los sistemas financieros para evitar crisis recurrentes. Sin embargo, la realidad de los mercados de AByM parece ser ignorada y no se avanza en la búsqueda de alternativas viables para que la actividad financiera influya positivamente en la economía. El proceso de modernización en AByM estuvo enfocado a mejorar el funcionamiento del sistema financiero y así, hacer más accesible y de mayor calidad la información, además de reducir los costos de transacción. Se buscaba que ambas situaciones actuaran para optimizar la asignación de recursos, que tradicionalmente había sido deficiente y con ello, en última instancia, elevar el desarrollo económico.

El resultado hasta el día de hoy en Argentina, Brasil y México, no ha sido el que se presumió, principalmente por dos motivos: 1) el escaso desarrollo alcanzado por el sistema financiero y su inoperante funcionamiento; y 2) la desvinculación



entre la esfera real y la financiera, y la esterilidad productiva de las actividades financieras, enfocadas a la especulación.

Los sistemas financieros de AByM son considerados entre los más importantes de las economías en desarrollo. El brasileño es relativamente diferente en cuanto a su composición que los de Argentina y México e incluso que los de otros países más avanzados. Cuenta con una mayor diversificación, es más dinámico e innovador, tiene instituciones financieras nacionales sólidas y competitivas y mercados de títulos con alta liquidez. Además, es el que tiene una menor parte de los activos bancarios en manos extranjeras. Todo lo anterior, lo coloca como uno de los refugios “emergentes”¹³⁷ con mayor atractivo para el inversionista extranjero especulador.

En cuanto a desempeño se refiere, los sistemas financieros de AByM funcionan de manera similar. En los tres casos exhiben graves carencias, particularmente en su papel de soporte al crecimiento económico, ofreciendo poco apoyo a los demandantes de recursos y contribuyendo mucho menos de lo que deberían al aprovechamiento de las potencialidades económicas de los tres países. En Argentina, el sistema financiero ha sido más volátil y el de mayor afectación por las crisis financieras. Mientras tanto, México ha logrado estabilizar su sistema financiero y posterior a la crisis de 1995, se ha convertido en el refugio más atractivo, comparado con Argentina y Brasil, para los capitales del exterior.

El deterioro de las condiciones económicas en los años posteriores a las crisis y la volatilidad manifiesta en cada uno de los mercados, se ha reflejado en el fuerte aumento de la tasa de riesgo país en la década de 2000, sobre todo en Argentina y Brasil. Por otro lado, en México se logró abatir el diferencial de tasas con respecto a los Estados Unidos, gracias al estrangulamiento de la actividad productiva, provocado por la política económica contractiva. El riesgo país se expresa en puntos base (1 punto base es igual a un centésimo por ciento, es decir, 1pb=0.01%) y mide el spread (la diferencia de tasas de interés)

¹³⁷ Definición dada en los círculos financieros para caracterizar a países como Argentina, México, Brasil, entre otros, no compartida en cuanto a su concepto para fines de esta investigación, en la cual se utiliza preferentemente los términos economías, países ó mercados en desarrollo.

que pagan los bonos públicos de los países emergentes respecto a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos que tienen similar plazo de vencimiento. Este indicador permite realizar un primer acercamiento al estado actual de los sistemas financieros en AByM, pues refleja la estabilidad de las variables fundamentales (Ver Gráfica 17 y Gráfica 18).

Gráfica 17. Riesgo país en Argentina y Brasil, 1999-2004
(puntos base)

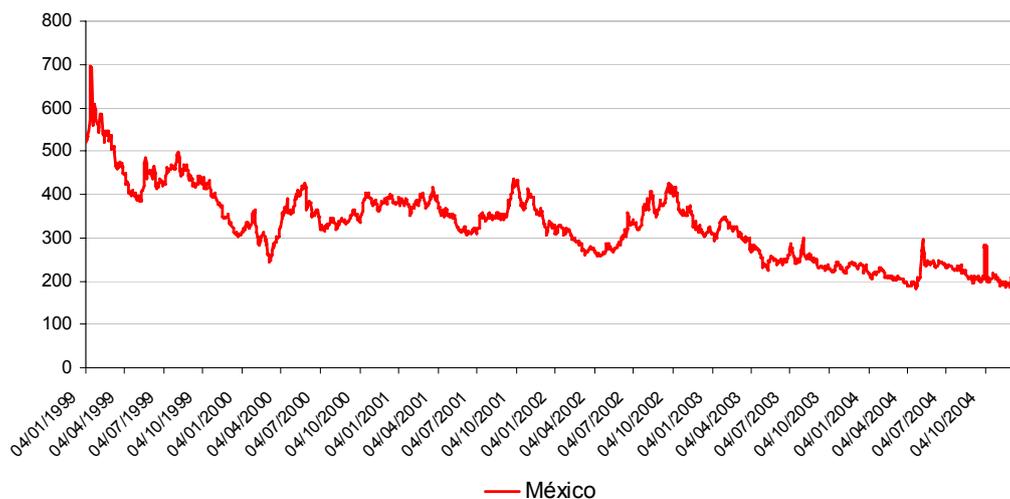


Fuente: Elaboración propia con base en cifras del Emerging Market Bond Index de JP Morgan.

En Argentina el riesgo país¹³⁸ alcanzó niveles exorbitantes en agosto de 2002 al llegar a 6,548 pb, lo cual muestra que este país fue el que sufrió mayores daños por las turbulencias financieras (Ver Gráfica 17). Brasil registró el segundo valor más elevado de riesgo país 2,002 pb el 27 de septiembre de 2002, debido a una tensión en el sistema financiero y el posible contagio de la situación Argentina (Ver Gráfica 17). En México no se registran niveles tan elevados de riesgo país, lo que marca una gran diferencia con las otras dos naciones, resultando receptor de un mayor flujo de capitales (Ver Gráfica 18). Las turbulencias económicas, financieras, políticas y sociales, en estos países, obligaron a un fuerte incremento en el premio ofrecido a los inversionistas para compensar el riesgo de inestabilidad y crisis.

¹³⁸ El riesgo país es cuantificado por el Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) de J.P. Morgan-Chese. Fuente: J.P. Morgan Emerging Market Research. Del sitio en línea: <http://www.jpmorgan.com>

**Gráfica 18. Riesgo país en México, 1999-2004
(puntos base)**



Fuente: Elaboración propia con base en cifras del Emerging Market Bond Index de JP Morgan.

3.4.1. La estructura y el desarrollo de los sistemas financieros

Los esfuerzos realizados para modernizar los sistemas financieros en Argentina, Brasil y México, si bien lograron modificar su estructura, no mejoraron significativamente la eficiencia. Los intermediarios de estas naciones fueron reestructurados y transformados por los disturbios financieros, se dieron procesos como la concentración, las fusiones, adquisiciones y extranjerización de los activos, principalmente bancarios. Los mercados financieros de AByM aun se encuentran muy lejos de funcionar como los del primer mundo y mucho menos tienen posibilidades para competir con ellos.

La actitud de los intermediarios financieros en AByM se ha distanciado del fomento a las actividades productivas, en detrimento del crecimiento económico. El objetivo primario se ha fijado en la obtención de ganancias extraordinarias, a través del cobro excesivo de comisiones, de elevados diferenciales entre tasas activas y pasivas, además de participar en actividades especulativas, sacrificando el financiamiento de proyectos de inversión. Inclusive las filiales de las instituciones de los países desarrollados que operan en el territorio de AByM, ofrecen distintas condiciones que las de sus casas matrices, explotando su poder de mercado (resultado de la elevada

concentración) y todas las ventajas por las deficientes regulaciones que obtienen en estos países.

Alguno de los obstáculos para la eficiente asignación de recursos a las actividades productivas en AByM, han sido el tamaño, la estructura y el nivel de desarrollo del sistema financiero.¹³⁹ La acotada cobertura de la intermediación dificulta el acceso al financiamiento por parte de un mayor número de agentes económicos y esta situación, aun después de las crisis y las reformas, no se ha logrado resolver en AByM.

En lo que respecta al tamaño de los sistemas financieros de AByM, se utiliza como principal medida las razones con respecto al PIB de los activos del banco central, los activos de los bancos de depósito y los activos de otras instituciones financieras.¹⁴⁰ En este sentido, Brasil tiene el sistema financiero de mayor tamaño: en 2003 la suma de los activos de los tres sectores (Banco central, bancos de depósito y otras instituciones financieras) fue de 69.05% del PIB, creciendo tan sólo 8.7% desde 1990 y con ligeros altibajos durante el periodo (Ver Gráfica 19).

En Argentina la presencia del sistema financiero en cuanto activos se refiere ha crecido de manera significativa incrementando su participación de de 27.52% del PIB en 1990, hasta llegar en 2003 al 53.50% del PIB. El caso de México es similar al argentino, los activos financieros alcanzaron el 50.23 del PIB en 2003, con un crecimiento de 45.9% con respecto a 1990 (34.43% del PIB). Debe señalarse que el PIB brasileño es el de mayor tamaño en Latinoamérica, lo que confirma que la extensión de su aparato financiero es superior a los de Argentina y México. Para dimensionar adecuadamente el tamaño de los sistemas financieros de AByM y comprender su limitada cobertura en relación con la de los países desarrollados, basta citar que en Estados Unidos los activos financieros alcanzaron 184% del PIB en 2003.

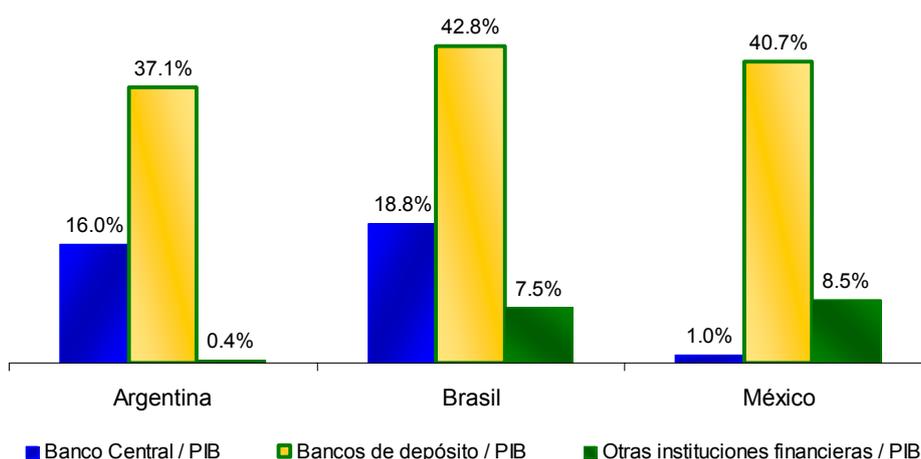
¹³⁹ Gómez Ochoa, Gabriel y Patlán Ruiz, David (2003). Pág. 295.

¹⁴⁰ Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).

En referencia a la estructura, la tenencia de los activos se distribuye de una manera parecida en Argentina y Brasil, mientras que México presenta una notable diferencia. En Argentina, la presencia del banco central se ubica en 16% del PIB en 2003. Mientras tanto, los bancos de depósito incrementaron su cobertura para llegar a 37.1% del PIB en 2003, 68% más que en 1990. En lo que respecta al resto de las instituciones financieras, éstas mantienen una discreta presencia, reflejo del subdesarrollo de la intermediación no bancaria, pues sólo significan el 0.38% del PIB en 2003 (Ver Gráfica 19).¹⁴¹

En Brasil la banca de depósito registra la mayor cobertura con una cifra equivalente a 42.7% del PIB en 2003, aumentando 38% desde 1990 cuando el mismo rubro fue de 30.9%. La participación del banco central brasileño en la estructura del sistema financiero es de 18% del PIB en 2003, un nivel de activos que es similar al de Argentina. En tanto, el resto de los intermediarios financieros tienen una participación de 7.46% del PIB en 2003, marcando una tendencia decreciente de 12% en relación al valor de 1990 (8.46%).

Gráfica 19. Estructura de los sistemas financieros en Argentina, Brasil y México, 2003 (activos como % del PIB)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de "A New Database on Financial Development and Structure" versión electrónica 2005. Del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>

¹⁴¹ Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).



En México la estructura del sistema financiero muestra algunas diferencias. Los activos del sector bancario constituyeron el 40.68% del PIB en 2003, mientras que en 1990 fueron de 28.08%, lo que indica una mayor cobertura bancaria como resultado de las reformas, sin que esto signifique que exista una mejor vinculación con el sector productivo. Asimismo, la presencia del resto de los intermediarios financieros ha ido en aumento, mostrando un fuerte incremento de 249% entre 1998 y 2003, para alcanzar el 8.54% del PIB. Cabe señalar que México supera a Brasil y Argentina en el total de activos de los intermediarios no bancarios. Por otra parte, los activos del banco central equivalieron a 1.01% del PIB en 2003, lo que termina de marcar una clara diferencia con la estructura de los otros dos países (Ver Gráfica 19).¹⁴²

De vital importancia resulta el análisis de la profundización financiera, entendida como un factor determinante en la óptima asignación de recursos en beneficio del crecimiento, el empleo y en última instancia del desarrollo económico. En la medida que la cobertura de los servicios financieros alcanza las unidades productivas con potenciales proyectos de inversión, se pueden generar una serie de externalidades positivas para la economía. Generalmente, los países desarrollados cuentan con una profundización financiera de superior alcance.

Una medida comúnmente aceptada de profundización financiera es la razón de Obligaciones líquidas (Liquid liabilities) como proporción del PIB¹⁴³. A manera de ejemplo, cabe citar que el valor de este indicador en algunos países desarrollados durante 2003 fue de: Estados Unidos 67.25%, Japón 169.27% y Reino Unido 112.97%. Contrasta la situación de AByM por su bajo nivel de profundización, lo que está altamente correlacionado con la deficiente asignación de recursos y el escaso impulso financiero para el desarrollo económico.¹⁴⁴

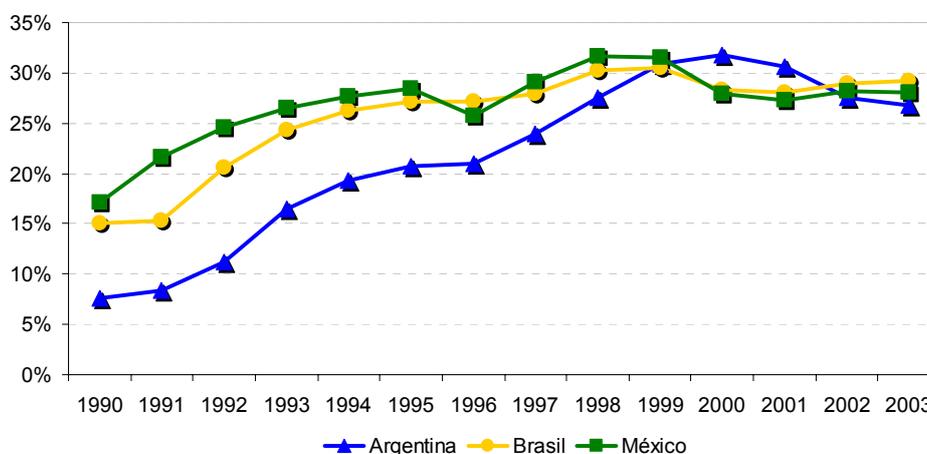
¹⁴² Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).

¹⁴³ Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2000). Pág. 6.

¹⁴⁴ Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).

En Argentina la profundización financiera en 2003 fue de 26.78% del PIB, muy lejos de los valores señalados anteriormente en los países desarrollados, pero significativamente más importante que en 1990 (7.64% del PIB). Ciertamente el sistema financiero argentino es el de menor profundización, pero registró el incremento más importante entre 1990 y 2003 (250.4%) en comparación con los de Brasil y México, aunque la tendencia creciente se ha revertido a partir de la crisis del 2001. En el mismo periodo la profundización en Brasil aumentó 94.8%, para situarse en 29.24% del PIB en 2003. Mientras tanto, en México la profundización financiera fue de 28.09% del PIB en 2003, cifra superior en 64.2% con relación a 1990. En general, las reformas lograron un discreto avance en la profundización financiera en AByM, pero se encuentran muy distantes de los valores registrados en los países más avanzados (Ver Gráfica 20).¹⁴⁵

Gráfica 20. Profundización financiera en Argentina, Brasil y México, 1990-2003
(Obligaciones liquidas como % del PIB)



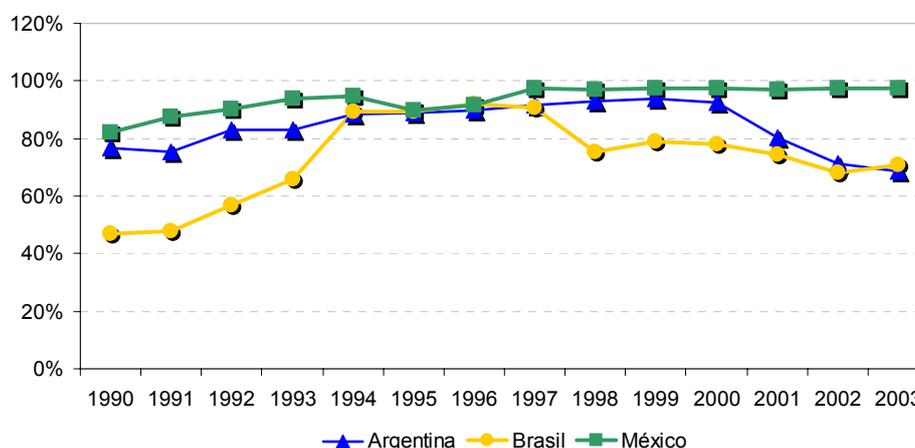
Fuente: Elaboración propia con base en datos de "A New Database on Financial Development and Structure" versión electrónica 2005. Del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>

Adicionalmente, el nivel de desarrollo de los sistemas financieros de AByM permite corroborar las desventajas contra las economías de primer mundo. Para estimar el desarrollo financiero, se emplea el cociente de los activos de los bancos de depósitos y los activos del banco central. Esta razón mide el grado en el cual los bancos comerciales asignan los recursos de la sociedad,

¹⁴⁵ Loc. Cit.

con respecto al banco central.¹⁴⁶ El valor de este indicador en Argentina es de 68.4% en 2003 y en Brasil para el mismo año es de 70.7% (Ver Gráfica 21). Así, en estos países el banco central aun participa en la asignación aproximada del 30% de los recursos financieros, situación considerada como una falla que obstaculiza el crecimiento. El nivel de desarrollo financiero en México alcanza el 97.64% para 2003 (Ver Gráfica 21), situándose en el rango de países como Estados Unidos (91.91%), Japón (87.73%), Reino Unido (99.61%) y Alemania (99.86%).¹⁴⁷

Gráfica 21. Desarrollo financiero en Argentina, Brasil y México, 1990-2003 (%)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de "A New Database on Financial Development and Structure" versión electrónica 2005. Del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>

Nota: Desarrollo financiero se refiere a la razón activos de los bancos de depósito / activos del banco central.

3.4.2. Características del sistema bancario

La particularidad de los países con menor desarrollo económico, es que los bancos comerciales tienden a dominar el sistema financiero nacional, mientras que en países más desarrollados los mercados de valores tienen un mayor peso y en algunos casos llegan a competir con los bancos como principal fuente de financiamiento.¹⁴⁸ En Argentina, Brasil y México, predomina el sector bancario en la actividad financiera, al igual que en el resto de los países con

¹⁴⁶ Beck, Thorsten, Ross Levine and Norman Loayza (2000). Pág. 5.

¹⁴⁷ Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).

¹⁴⁸ World Bank (2005a). Pág. 115-116.

entornos económicos similares. Complementando el escenario financiero, los mercados de valores en AByM muestran un considerable nivel de subdesarrollo, en relación con las de naciones de primer mundo.

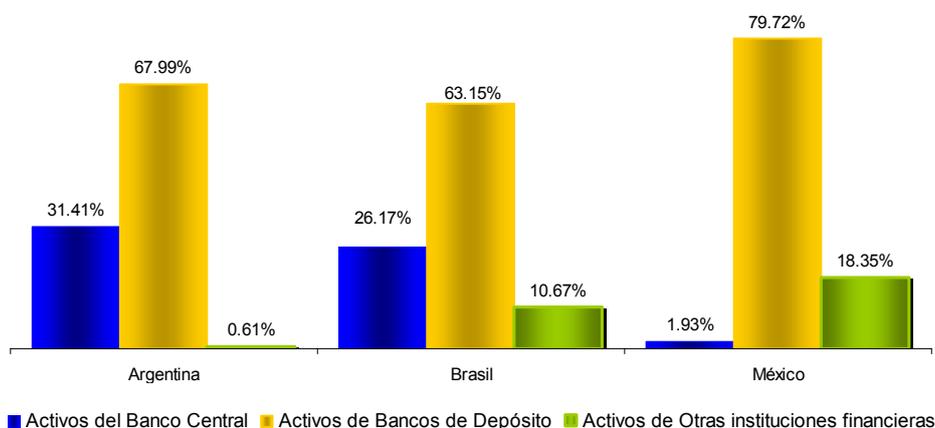
En AByM, los recursos excedentes creados durante el ciclo económico anterior no llegan al proceso productivo, porque no se destinan a incrementar el volumen de crédito requerido para ampliar la inversión en el sector real, debido al escaso desarrollo de los sistemas financieros. Por esta causa, adquiere mayor relevancia la participación del sistema bancario que puede generar financiamiento a partir de una decisión de inversión y sin la necesidad de un stock de capital previo. El hecho de que el sistema bancario funcione con base en la causalidad inversión-ahorro, puede resultar fundamental para el fortalecimiento económico de AByM. La preponderancia bancaria en estos países, es un factor que se circunscribe adecuadamente dentro del enfoque postkeynesiano, (expuesto en el primer capítulo), el cual representa una alternativa viable para impulsar el crecimiento y el desarrollo en estas naciones latinoamericanas.

Los sectores bancarios de las tres economías se estructuran y funcionan de manera similar. En AByM los bancos tienen la mayor presencia absoluta, medida como porcentaje del PIB, en relación con el resto de los intermediarios y el banco central (Ver Gráfica 19). En términos relativos sucede algo parecido, al medir el total de activos del sector bancario con respecto a los activos totales del sistema financiero, se corrobora el predominio de las instituciones crediticias en las actividades de intermediación.

Los bancos de depósito en Argentina, Brasil y México, detentaron el 68%, 63.1% y 79.7% respectivamente del total de los activos del sistema financiero en 2003 (Ver Gráfica 22). Por otro lado, los intermediarios no bancarios alcanzan su mayor desarrollo en México, pues mantienen el 18.3% del total de activos del sistema financiero, cifra muy superior a Brasil (10.7%) y Argentina (0.61%), donde esta función de intermediación la desempeña el Banco Central que aun conserva una presencia sumamente importante (Ver Gráfica 22). Resalta el nivel de subdesarrollo de los intermediarios no bancarios en

Argentina, pues poseen menos del 1% de los activos financieros.¹⁴⁹ Mientras tanto, en Estados Unidos la proporción de activos en poder de los bancos en 2003 es de 36.1% contra 60.7% de activos de las instituciones financieras no bancarias, confirmando el señalado desarrollo de los mercados de valores y otros intermediarios financieros.

Gráfica 22. Tamaño relativo del sector bancario y el resto de las instituciones financieras en Argentina, Brasil y México, 2003
(Activos por institución respecto a activos financieros totales)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de "A New Database on Financial Development and Structure" versión electrónica 2005. Del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>

Los números ratifican el papel que juegan los bancos de depósito en AByM y su importancia como principal fuente de recursos dentro del sistema financiero. Sin embargo, el problema más significativo que enfrentan estos países, es que frente al insuficiente desarrollo del resto de los intermediarios financieros, los bancos no responden con una eficiente actuación para canalizar recursos al sector productivo. En este tema, de acuerdo con los informes de competitividad internacional, AByM muestran graves desventajas respecto de otras regiones del mundo.¹⁵⁰ Uno de los indicadores considerados para evaluar al sector bancario, es el que mide el nivel de desarrollo de los servicios financieros, en

¹⁴⁹ Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).

¹⁵⁰ World Competitiveness Yearbook 2002, Anuario de Competitividad Mundial del IMD, Índice de libertad económica de la fundación Heritage, Índice de competitividad microeconómica del World Economic Forum



donde Argentina, Brasil y México ocupan las posiciones 48, 22 y 43 respectivamente, de entre una muestra de 49 países.¹⁵¹

De acuerdo con el World Competitiveness Yearbook 2002, en Argentina, Brasil y México el crédito tiene notables dificultades para llegar a las empresas y los ubica en los sitios 49, 35 y 48 respectivamente, de una muestra de 49 países en los que se evaluó la facilidad para acceder al financiamiento bancario. Esto es indicativo de la dicotomía entre la esfera real y la financiera, caracterizada por la carencia de recursos para la actividad productiva. Brasil, a pesar de su posición superior en los indicadores de competitividad, no presenta una mejor situación crediticia para las empresas, ni tampoco exhibe menos obstáculos de acceso al capital proveniente del sistema financiero, aspectos que se repiten en Argentina y México. En estos dos países es evidente que las empresas enfrentan condiciones críticas, considerando que en algunos indicadores de competitividad, sus sistemas bancarios son superados por los de países con economías de menor tamaño como Colombia, Chile y Venezuela.¹⁵²

La conformación y desempeño de los sectores bancarios de AByM, están estrechamente relacionados con el proceso de liberalización y las crisis. Las transformaciones del sistema financiero condujeron a la reducción del número de bancos, el incremento en la concentración, a la extranjerización de los activos y a una gran volatilidad del crédito. Entre 1990 y 2000, las crisis que afectaron a AByM provocaron la desaparición de 35 bancos y la fusión de otros 37 en Argentina, mientras que en Brasil desaparecieron 76 bancos. En el caso de México, la crisis del 1995 produjo una entrada masiva de bancos extranjeros.

Actualmente, Brasil es el país que tiene un mayor número de bancos con 177¹⁵³ y 49% de la propiedad de activos en manos extranjeras. En Argentina existen 76 instituciones bancarias¹⁵⁴, predominando la propiedad extranjera que controla el 58% de los activos. Por su parte, México tienen una menor

¹⁵¹ Pollack, Molly y Álvaro García (2004). Pág. 24.

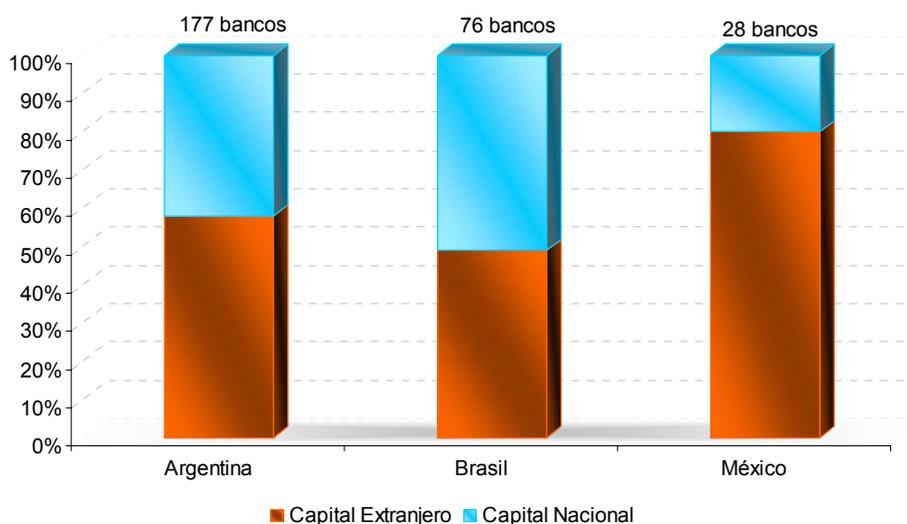
¹⁵² Loc. Cit.

¹⁵³ Bank for International Settlements (2005). Pág. 92.

¹⁵⁴ *Ibidem*. Pág. 92.

dimensión en cuanto al número de bancos se refiere, pero una mayor participación del capital extranjero. Los bancos establecidos en territorio mexicano son tan sólo 28¹⁵⁵, pero el 80% de su propiedad es de capital extranjero (Ver Gráfica 23).

Gráfica 23. Distribución de la propiedad del capital bancario en Argentina, Brasil y México, 2005



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Bank for International Settlements (2005). Pág. 92. y Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2005).

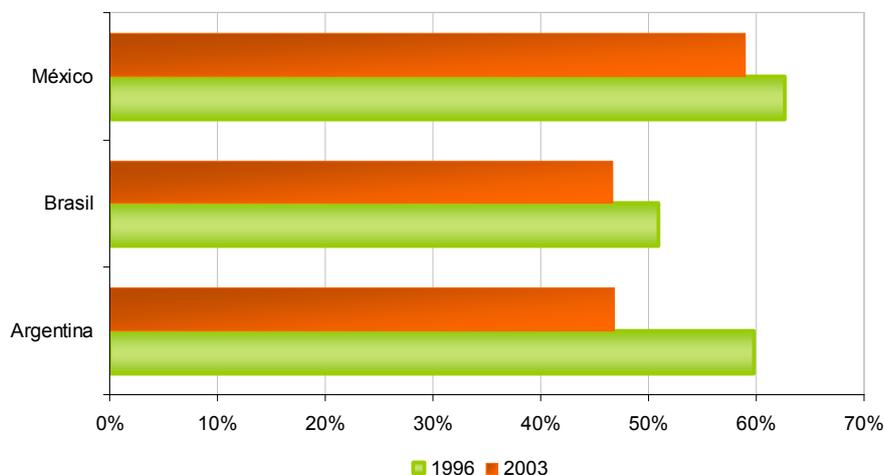
Los cambios en el sistema financiero y la operación de las instituciones crediticias en un ambiente globalizado y competitivo, han llevado a un incremento en la concentración bancaria en ABYM. El nivel de concentración sumado a la reducción del número de instituciones, representa un riesgo para la competencia interna, el costo del crédito, la eficiencia y la estabilidad financiera de ABYM. En Argentina la concentración, medida como el total de activos de los tres bancos más grandes, representa el 46.8%, nivel muy parecido al de Brasil, donde la concentración es de 46.6%. La situación de la concentración bancaria en México es aun más grave, pues los tres bancos más grandes del país mantienen en su poder el 63.4% de los activos.¹⁵⁶ (Ver Gráfica 24)

¹⁵⁵ Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2005).

¹⁵⁶ Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).



**Gráfica 24. Concentración bancaria en Argentina, Brasil y México
(% de activos de los tres bancos más grandes como proporción
de los activos totales del sistema bancario)**



Fuente: Elaboración propia con base en “A New Database on Financial Development and Structure” versión electrónica 2005, del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>

3.4.3. Los indicadores de la desvinculación del sistema financiero y el sector productivo en los casos de Argentina, Brasil y México

El desempeño del sistema financiero en la canalización de capital para financiar al sector productivo, es igualmente cuestionable en Argentina, Brasil y México. Las consecuencias del deficiente funcionamiento del canal financiero, repercutieron en la situación del desarrollo económico de los tres países en los últimos 15 años. En AByM la asignación de recursos ha sido afectada por el predominio de la esfera financiera sobre la real, lo cual tuvo dos efectos contrarios: 1) la disminución significativa del ritmo de actividad económica; y 2) la superlativa inestabilidad, derivada del incremento de la volatilidad de las variables fundamentales.

La disociación de las esferas productiva y financiera se concreta con la entrada en vigor del Consenso de Washington, particularmente con las medidas encaminadas a lograr la liberalización y la integración de las tres economías a los mercados internacionales. El creciente flujo de capitales detonado a partir

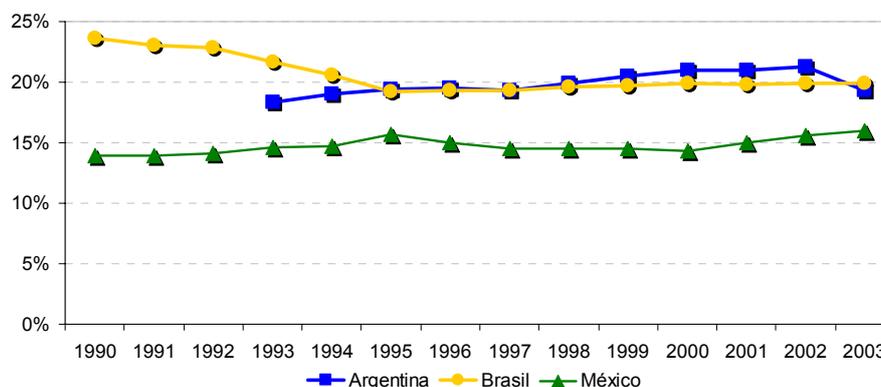
de la globalización, dio prioridad a la actividad financiera sobre la productiva al encumbrar a los mercados de valores como el principal y más rentable destino para el capital. El escaso compromiso de los intermediarios para participar en el financiamiento productivo, contrastó con el creciente interés por la inversión de portafolio, lo que limitó la expansión productiva y afectó al progreso económico en AByM.

El primer síntoma de la dicotomía surge del análisis del comportamiento del producto interno bruto por rama de actividad económica. En los años de hegemonía del modelo neoliberal, el peso del sistema financiero en la producción nacional, medido como porcentaje del PIB, presentó limitados avances en Argentina y México, mientras que en Brasil retrocedió. Entre 1993 y 2003, el aporte del sistema financiero al PIB de Argentina paso de 18.4% a 19.3% (Ver Gráfica 25). El producto financiero argentino creció a una tasa media anual de 1.31%, ritmo de expansión inferior al crecimiento del PIB. En Brasil, donde el sistema financiero tiene el mayor peso en la producción nacional, el mismo indicador representó el 23.6% del PIB durante 1990, cayendo a 19.9% del PIB en 2003 (Ver Gráfica 25). La tasa media de crecimiento del producto generado por el sistema financiero brasileño fue de 0.91%, también muy por debajo de la expansión del PIB entre 1990 y 2003. Para México el producto financiero avanzó de 13.9% del PIB en 1990 a 16% en 2003, con una tasa media de expansión en este lapso de 3.91% (Ver Gráfica 25).

De acuerdo con estos números, aunque se produjeron importantes reformas financieras de AByM, la profundización mejoró, al igual que el desarrollo en los casos de Brasil y México, y la actividad de los mercados de valores aumentó exponencialmente, acompañada de rendimientos espectaculares de los índices accionarios, esto no se reflejó en un mayor aporte del sistema financiero al PIB de los tres países. Tampoco se consiguió que el producto financiero fuera más dinámico que el resto de las ramas de actividad económica, para impulsar las tasas de crecimiento de AByM. La paradoja de la mejoría de los indicadores financieros, con un escaso aporte al dinamismo de la economía, es indicativa

de que el sector real y sistema financiero funcionan con aparente independencia en detrimento de la inversión real.

Gráfica 25. Peso del sistema financiero en la producción nacional de Argentina, Brasil y México (producto generado como % del PIB)



Nota: Datos no disponibles para Argentina en los años de 1990, 1991 y 1992.

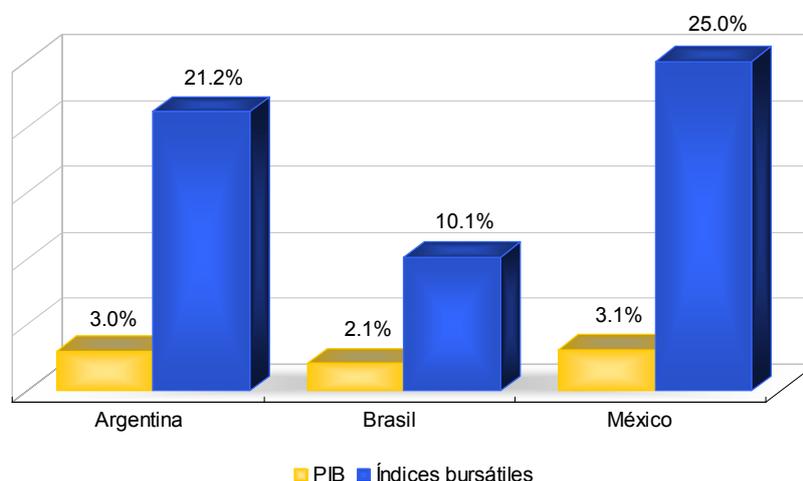
Fuente: Elaboración propia con base en de CEPAL.

El siguiente elemento para probar la disociación de la actividad financiera con la productiva, es la ostensible disparidad entre las tasas de crecimiento de la economía y de los mercados financieros. Entre 1990 y 2004 los tres países registraron discretas tasas de expansión del PIB. En este periodo el incremento promedio del producto en Argentina fue de 3%, en Brasil de 2.1% y en México de 3.1%; mientras tanto, los índices de las bolsas de valores registraron rendimientos espectaculares, en el mismo lapso el Merval tiene un rendimiento promedio anual de 21.2%, el Bovespa de 10.1% y el IPC de 25% (Ver Gráfica 26). Durante el 2002, como resultado de la crisis financiera, el PIB de Argentina se contrae -10.9%, contrastando con el comportamiento de la plaza bursátil de Buenos Aires que tuvo uno de sus mejores años en la última década, cuando el Índice Merval arroja un rendimiento de 78%.

En Brasil, el mercado de valores tiene un desempeño espectacular en 1999, reflejado en el incremento de 158% del Bovespa, lo cual no tiene ninguna conexión con la economía real que tan sólo presentó un moderado crecimiento de 0.8%. Esta situación se repite en el 2003, cuando el PIB cae -0.2%, pero el rendimiento de le bolsa de valores alcanza el 97.3%. La nula correlación entre

las dos esferas se confirma en el caso de México, en donde la crisis de mediados de los noventa origina una contracción del producto de -6.2% en 1995, mientras que el indicador del mercado de valores crece 17% en el mismo año. Durante el 2000 la economía mexicana tiene una tasa de crecimiento de 6.6%, una de las mejores de los años recientes, discrepando notablemente de la actividad financiera, porque en el mismo lapso el IPC de la Bolsa Mexicana de Valores se retrae -20.7%.

Gráfica 26. Tasa Media de Crecimiento Anual del PIB vs. Tasa Media de Crecimiento Anual de los Índices Bursátiles de Argentina, Brasil y México (1990-2004)



Fuente: Elaboración propia con base en World Development Indicators 2005, Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina, Instituto Brasileiro de Geografia e Estadística, Ministério da Fazenda e Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática.

La disparidad de las tasas de crecimiento del producto y de los índices accionarios enfatiza que durante los años de validez del decálogo neoliberal de Washington, las bolsas de valores en América Latina han operado ajenas a la actividad de la económica real, pues aun cuando el producto se ha estancado e incluso contraído, los índices siguen en ascenso sin motivo aparente, ratificando la inexistente correlación con el desempeño de la economía. Anwar M. Shaikh (1995) realiza un análisis en el que demuestra que en el largo plazo, los movimientos de los precios de las acciones pueden ser explicados directamente por los fundamentales; lo que significa que la tasa de retorno del mercado accionario, esta atada a la tasa incremental de beneficio en el sector



corporativo, debido a los movimientos del capital entre los dos sectores. Su estudio se basa en cifras correspondientes a Estados Unidos, particularmente al índice accionario Standard and Poors 500 y a los datos corporativos de la economía norteamericana. Esto nos permite destacar una substancial diferencia entre lo que sucede en una economía avanzada, con un sistema financiero desarrollado y las economías de Argentina, Brasil y México.

En la primera, la tasa de retorno requerida en el mercado accionario es igual a la tasa de beneficio en el sector productivo, por lo que existe una directa y estrecha relación entre las trayectorias de los beneficios de la esfera real y del sistema financiero. Esta conclusión no puede extenderse para Argentina, Brasil y México, porque el neoliberalismo instauró una hegemonía financiera¹⁵⁷, que impulsó la actividad especulativa y distanció al sector productivo de la principal fuente de recursos para la inversión real. La profundización del neoliberalismo a partir de los noventa, la situación económica y el estado de desarrollo de los sistemas financieros en AByM, son la causa de que en estos países, los rendimientos de los mercados de valores no sigan el camino de la tasa de beneficio del sector productivo.

En las economías más importantes de América Latina, desde hace algún tiempo se ha olvidado que lo que se negocia en los mercados financieros, son títulos que representan a los valores generados en la economía real. Las bolsas de AByM operan tan sólo como destinos alternativos de los grandes capitales para obtener ganancias inmediatas, a través de la inversión estéril. A partir de la especulación que domina a la actividad bursátil, se crea un canal financiero que sólo transmite volatilidad y choques negativos para la economía real, pero que de ninguna manera lleva recursos para la inversión productiva. Lo que actualmente se busca, de manera intensiva, es la obtención de un beneficio extraordinario, ante el declive que desde hace algún tiempo, había presentado la tasa de ganancia del sector productivo.

¹⁵⁷ Duménil, Gérard and Dominique Levy (2003). Pág. 2.



Un fenómeno similar al descrito en los párrafos anteriores, se presentó en el caso de la inversión real, cuyo ínfimo ritmo de crecimiento discrepó rotundamente del presentado por la inversión bursátil. La formación bruta de capital fijo, tuvo una tasa media de crecimiento anual (TMCA) de 3.6% en Argentina, 1.7% en Brasil y 3.5% en México. Las tasas de expansión medias de la inversión productiva durante estos 15 años, son correspondientes con la expansión promedio de la economía. Sin embargo, esto no concuerda con el desempeño de los mercados de valores, que reflejan claramente el explosivo incremento de la actividad financiera. El aumento de la inversión bursátil se manifiesta en el comportamiento del valor de capitalización del mercado de valores, que tiene tasas medias de crecimiento anual de 20.9%, 23.9% y 12.6% en Argentina, Brasil y México respectivamente.

Aun más sorprendente es constatar que mientras el valor de capitalización bursátil aumentó a tasas que fluctuaron entre el 12% y 21%, el número de empresas listadas en las bolsas de AByM se redujo notablemente. En 1990 en la bolsa de Argentina cotizaban 179 empresas, en Brasil 581 empresas y en México 199 empresas; para el 2004 hubo una reducción de 75, 224 y 47 compañías respectivamente, para llegar a 104 empresas listadas en Argentina, 357 en Brasil y 152 en México. En ninguno de los tres países existen fundamentos económicos que justifiquen el desproporcionado aumento del valor de capitalización de las empresas listadas en los mercados accionarios. Cabe agregar que las bolsas de valores no representan una alternativa de financiamiento por su limitada cobertura y las dificultades de acceso para la mayor parte de las empresas. En países desarrollados como Estados Unidos, Reino Unido y Japón, el número de empresas listadas en bolsa asciende a 5,295, 2,311, 3,116 respectivamente, por lo que el mercado de valores es una fuente de recursos comparable con los bancos comerciales.

El comercio exterior ha sido alardeado como uno de los mayores éxitos del modelo neoliberal en América Latina, sin embargo, el ritmo de expansión de la actividad comercial ha quedado rezagado, en casi la totalidad de los casos, respecto al incremento en las operaciones del mercado de valores. Entre 1990 y 2004 las exportaciones de Argentina tuvieron un promedio de crecimiento



anual de 7.1%, que en primera instancia podría parecer buena, pero que se encuentra lejos de la tasa media de crecimiento del valor negociado en el mercado accionario que fue de 18.8%. La situación en Brasil es similar, pues el 6.9% registrado por la tasa de expansión promedio de las exportaciones, fue superado considerablemente por el aumento medio del total negociado en bolsa que ascendió a 22.1%.

El caso de México es la excepción, porque la apertura comercial fue más intensa logrando, en consecuencia, que sus exportaciones alcanzaran una tasa de crecimiento promedio anual de 10%. En tanto, el ritmo de expansión del volumen negociado en el mercado de valores ha venido en descenso desde 1995, para promediar 1.1% en los 15 años de estudio. En 1994, el importe total negociado en la Bolsa Mexicana de Valores alcanzó su punto más alto, representando 20% del PIB. A partir de entonces, a la par de la reducción en el número de empresas listadas en la bolsa y la concentración de las operaciones en unas cuantas compañías, se ha producido un descenso en el valor negociado como porcentaje del PIB para alcanzar 3.8% en 2004. El hecho de que el incremento de las exportaciones en México sea superior a la actividad en el mercado de valores, no ha representado ninguna ventaja en términos de crecimiento del PIB¹⁵⁸ porque las importaciones han aumentado a una tasa superior y porque la actividad exportadora se concentra principalmente en un reducido número de grandes empresas.

Cabe mencionar que al igual que en México, en Argentina y Brasil las importaciones crecieron a un ritmo superior que las exportaciones, generando el deterioro de la balanza de pagos y una restricción al crecimiento económico, tal y como lo prescribe la Ley de Thirlwall.¹⁵⁹

El sector bancario proporciona mayor evidencia empírica, contundente y determinante, de la dicotomía entre el sistema financiero y el sector productivo. Como se ha señalado con anterioridad, los sistemas financieros de AByM descansan fundamentalmente en la actividad bancaria, de manera que el canal

¹⁵⁸ Tornell, Aaron, Frank Westermann, Lorenza Martinez (2004). Pág. 2.

¹⁵⁹ Thirlwall, Anthony P. (2003). Pág. 99.

del crédito es de mayor importancia relativa, y por ello el escaso dinamismo y limitada eficiencia de éste a lo largo del periodo de estudio, ha representado una grave escasez de financiamiento.

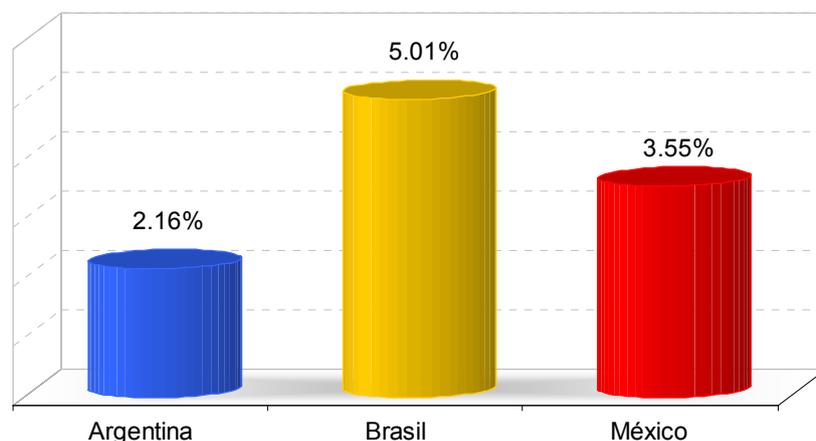
La liberalización financiera y el creciente flujo de capitales a nivel internacional, significaron un cambio en las funciones tradicionales de los bancos, que pasaron de ser receptores de depósitos de corto plazo y oferentes de crédito de largo plazo, para convertirse en inversionistas institucionales con frecuente participación en actividades especulativas e inversiones de alto riesgo (por ejemplo, incursionando en los mercados de derivados OTC). Esto se tradujo en una crítica carencia de recursos para el sector productivo, particularmente para las micro, pequeñas y medianas empresas, determinante en la desaceleración económica padecida por AByM, en diferentes etapas, durante los últimos quince años. La consecuencia en última instancia ha sido la imposibilidad de estimular la mejoría de los indicadores de bienestar social, en detrimento del desarrollo económico.

A lo largo del periodo comprendido entre 1990 y 2004, el crédito bancario al sector privado creció lentamente y fue superado de manera notable por la expansión del mercado de valores en AByM. En Argentina el crédito de la banca para el sector privado registró una tasa media de crecimiento anual de 2.16%, la menor en relación a Brasil y México, y nueve veces inferior al rendimiento promedio anual de la bolsa de valores (Ver Gráfica 26 y Gráfica 27). La mejor tasa media de incremento del crédito bancario se registró en Brasil con un valor de 5.01%, dos veces menor que el aumento del índice Bovespa en el mismo lapso (Ver Gráfica 26 y Gráfica 27). México tuvo una expansión media del crédito bancario de 3.55%, también muy lejana del crecimiento promediado por la Bolsa Mexicana de Valores, que en el mismo lapso fue de 25% (Ver Gráfica 26 y Gráfica 27).

El discreto crecimiento del crédito bancario ha sido insuficiente para satisfacer los requerimientos del sector productivo, pero el panorama es aun peor considerando que la expansión de la cartera de los bancos ha tenido como principal motor al crédito al consumo. Éste ha sido fundamental para los

bancos en AByM, porque en este segmento encontraron en el cobro de comisiones y el diferencial de tasas activas y pasivas su mayor fuente de ganancias, alejándose aun más del financiamiento productivo que no les otorga estos beneficios extraordinarios. De esta manera, el crecimiento del crédito en AByM, estuvo encabezado por el segmento de los préstamos al consumo. Entre 1990 y 2004 la tasa media de crecimiento del crédito bancario al consumo en Argentina fue de 11.9%, en Brasil de 27.8% y en México alcanzó el 18.2%, extraordinario dinamismo con respecto al mostrado por el financiamiento a los sectores productivos.

Gráfica 27. Tasa media de crecimiento anual del crédito bancario al sector privado en Argentina, Brasil y México, 1990-2004



Fuente: Elaboración propia con base en datos de "World Development Indicators 2005", del sitio en línea <http://www.worldbank.org/data/wdi2005/> y de "A New Database on Financial Development and Structure" versión electrónica 2005, del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>

De acuerdo con Angélica Bala, especialista de Standard & Poor's:

En los últimos cinco años los créditos bancarios al consumo en México han registrado un fuerte crecimiento que se refleja en una tasa anual compuesta de 33%... La cartera al consumo de la banca comercial mexicana es la única que muestra un crecimiento constante desde 1999

en comparación con la cartera comercial, hipotecaria y a entidades públicas y gobiernos.¹⁶⁰

Pero el análisis va más allá y profundiza mostrando la composición del crédito al consumo, así como los motivos que alientan el interés de los bancos para aumentar su participación en este segmento, para lo cual apunta que:

Las tarjetas de crédito han sido el producto 'estrella' para los bancos, las cuales se estima que concentran 52% de los créditos al consumo otorgados, mientras que el restante 48% son créditos de nómina y para la adquisición de automóviles...El interés de los bancos y de otros participantes en créditos al consumo no es infundado, ya que dicho segmento representa una buena fuente de ingresos, especialmente por las comisiones derivadas de dichos servicios, y sus márgenes muy atractivos.¹⁶¹

La situación en México llega a ser dramática, pues los bancos captan los recursos usados para prestar a sus clientes a un costo promedio de 6.9% a mediados de 2005, mientras que las tarjetas de crédito proporcionan a los bancos un margen de hasta 33%. En Argentina y Brasil se vive un escenario similar, considerando que algunos bancos extranjeros tienen filiales en los tres países y funcionan bajo las mismas políticas operativas.

Los elevados márgenes de los créditos bancarios al consumo en AByM, justifican las tasas de expansión del financiamiento para este segmento. El resultado de las comisiones y los spreads manejados por los bancos en los tres países, permiten a la Federación Latinoamericana de Bancos concluir que: "En América Latina, la región del mundo en desarrollo con uno de los más pobres desempeños económicos en los últimos años, la actividad de la banca privada es una de las más rentables del planeta"; para continuar señalando que: "México es el país de la región con la mayor tasa de crecimiento de

¹⁶⁰ Bala, Angélica (2006). Pág. 1.

¹⁶¹ *Ibidem*. Pag. 4.



ganancias”¹⁶². Adicionalmente FELABAN afirma que: “La rentabilidad que obtienen los bancos que operan en la región latinoamericana, supera en 60 por ciento el margen de ganancia con que funciona el sistema financiero en Europa Occidental, y es mayor al de los dividendos que genera la intermediación en Asia, la zona del mundo con mejor desempeño económico”¹⁶³. La banca nacional y extranjera, ha encontrado un jugoso negocio en el crédito destinado al consumo, desvinculándose de la esfera real al desinteresarse absolutamente del financiamiento productivo, en contra del crecimiento y el desarrollo económico de Argentina, Brasil y México.

Un factor de gran influencia en el distanciamiento del sector productivo respecto a los recursos proveídos por el sistema bancario en AByM a partir de 1990, ha sido la elevada volatilidad del crédito real (medido como la desviación estándar del crecimiento). En conjunto, América Latina y el Caribe ha sido una de las regiones con mayor volatilidad del crédito (14%), mientras que los países desarrollados tienen una menor volatilidad crediticia (6%)¹⁶⁴. Las discrepancias en la volatilidad del crédito se explican por las diferencias en la magnitud de los choques financieros ocurridos en la década de los noventa y los primeros años de la década subsiguiente.

A lo largo de los quince años del periodo de análisis, Brasil ha tenido el flujo de crédito real relativamente menos inestable, pues la volatilidad del mismo es de 12.7%, contra 20.6% de Argentina y 18.9% de México (Ver Cuadro 13). En estos dos últimos países, la mayor volatilidad crediticia es resultado del impacto más severo y profundo de las crisis. Contrastante resulta la situación de países desarrollados como Estados Unidos, Inglaterra y Alemania, que mantienen una volatilidad del crédito que oscila entre el 3.4% y 4.7% (Ver Cuadro 13). La elevada volatilidad también es consecuencia de que el crecimiento del crédito en AByM se ha caracterizado por ciclos muy vigorosos de auge y caída. Considerando que las empresas requieren de un significativo flujo de financiamiento para consolidarse y expandirse, la fluctuación crediticia en los

¹⁶² FELABAN (2005). Pág. 5.

¹⁶³ *Ibidem*. Pág. 6.

¹⁶⁴ Banco Interamericano de Desarrollo (2005). Pág. 8.



tres países, al ser una limitante para la actividad productiva y el crecimiento económico, se ha constituido como un signo de ruptura entre las esferas real y financiera.

Cuadro 13. Volatilidad del crédito en Argentina, Brasil, México y Países desarrollados (1990-2003)
(%)

	Países en desarrollo			Países desarrollados		
	Argentina	Brasil	México	Estados Unidos	Alemania	Reino Unido
Volatilidad del crédito bancario al sector privado (%)	20.6%	12.7%	18.9%	4.7%	2.9%	3.4%

Fuente: Elaboración propia con base en "A New Database on Financial Development and Structure" versión electrónica 2005, del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>

Nota: La volatilidad se refiere a la desviación estándar de los rendimientos o del cambio porcentual de la variable de un periodo con respecto al inmediato anterior.

Un indicador adicional de la fractura del vínculo financiamiento-producción, es la insuficiencia de crédito bancario al sector privado, que se ha convertido en un problema endémico para Argentina, Brasil y México. Los países con mayor desarrollo de acuerdo con el Índice de Desarrollo Humano 2005¹⁶⁵, registran niveles de crédito sobresalientes. Tal es el caso de Noruega, en donde el crédito bancario al sector privado en el 2003 representó el 76.5% del PIB, en Australia el mismo rubro fue de 95.3% del PIB, en Canadá de 70% del PIB, en Holanda de 151.5% del PIB, en Suecia fue de el 102.1% del PIB, en Japón alcanzó el 104.6% del PIB, en Inglaterra el 141.3%, en Francia el 87.8% del PIB, en Alemania del 117.4% del PIB y en Estados Unidos fue del 62.5% del PIB.

Mientras tanto, en las tres mayores economías latinoamericanas el crédito al sector privado es limitado y ha evolucionado discretamente durante la vigencia del consenso de Washington. En Brasil el crédito al sector privado en 2003 correspondió a 27% del PIB, mostrando un ligero avance de tan solo 8 puntos porcentuales desde 1990 (19.2% del PIB). En México, el panorama es sumamente gris porque el crédito bancario al sector privado esta muy por

¹⁶⁵ PNUD (2005). Págs. 243-146.



debajo del nivel registrado en países desarrollados y avanzó únicamente 1.4 puntos porcentuales desde un nivel de 14.5% del PIB en 1990 a 16% del PIB en 2003. Empero, en Argentina la situación es aun más complicada, pues la crisis de 2001 provocó una severa contracción del crédito bancario que en 2003 representó 11.7% del PIB, nivel inferior al de 1990 de 12.8%. (Ver Gráfica 28)

Gráfica 28. Crédito bancario al sector privado y capitalización del mercado de valores en Argentina, Brasil, México y Países desarrollados, 1990-2003

	Crédito bancario al sector privado (% del PIB)		Capitalización del Mercado de valores (% del PIB)		Crédito y capitalización del mercado de valores (% del PIB)	
	1990	2003	1990	2003	1990	2003
Argentina	12.8	11.7	4.5	62.4	17.2	74.1
Brasil	19.2	27.0	6.8	36.2	26.0	63.2
México	14.5	16.0	10.6	18.1	25.1	34.1
Países desarrollados	125.8	158.3	51.6	100.1	177.4	258.4
Latinoamérica y el Caribe	28.4	25.7	7.7	33.2	36.1	58.9

Fuente: Elaboración propia con base en "A New Database on Financial Development and Structure" versión electrónica 2005, del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>

El estado del crédito bancario y la acotada cobertura del mercado de valores, conforman un horizonte poco alentador para los sectores productivos de Argentina, Brasil y México. La insuficiencia de financiamiento bancario se suma a la inaccesibilidad de acceso a recursos por la vía de acciones, lo que se refleja en bolsas con niveles de capitalización muy distantes al promedio de países desarrollados. La capitalización bursátil en Argentina alcanzó el 62.4% del PIB en 2003, en Brasil el 36.2% y en México el 18.1%, contra un monto promedio equivalente al 100.1% de PIB en las naciones más desarrolladas (Ver Gráfica 28). De esto se pueden derivar dos reflexiones. La primera, es que la distancia entre los valores de capitalización de ABYM con respecto a las naciones desarrolladas, indica que la obtención de recursos a través de la emisión de acciones, no es una alternativa viable para las empresas de estos países. La segunda, es que no existe una correspondencia lógica entre el desempeño económico de ABYM y el valor de capitalización, como porcentaje

del PIB, de un reducido número de empresas que cotizan en las bolsas de los tres países.

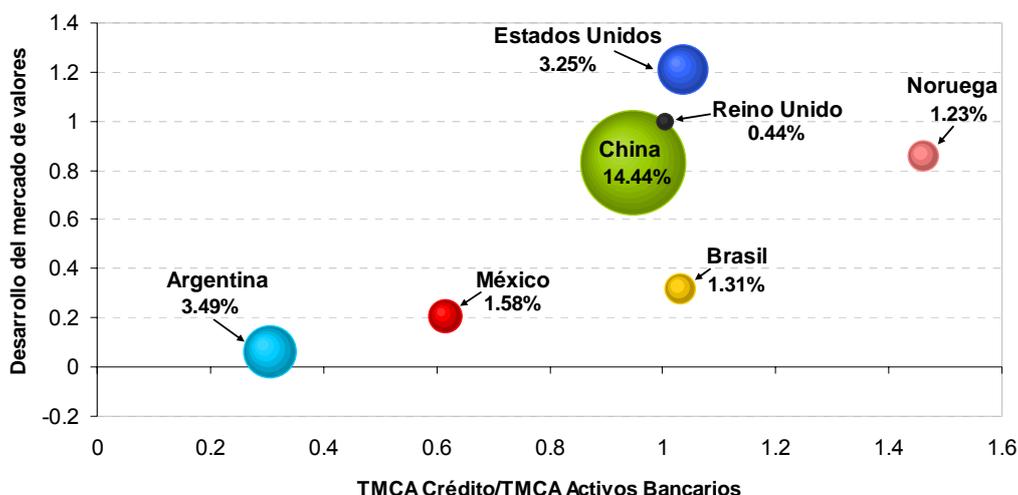
En Argentina, Brasil y México ni los bancos, ni las bolsas de valores, pues la suma del crédito bancario y la capitalización del mercado accionario (ambos como % del PIB), no representa en ninguno de los tres casos, ni la mitad del crédito bancario de los países desarrollados (Ver Gráfica 28). Entonces ¿en donde puede obtenerse financiamiento necesario para potenciar la actividad productiva, expandir el mercado interno y generar recursos para el desarrollo económico de estas naciones?

Vale la pena mencionar que la espectacular burbuja generada por la especulación, puede corroborarse con las cifras provenientes de los dos centros financieros más importantes del mundo, Estados Unidos y Reino Unido. Así, el valor de capitalización de los mercados de valores de los dos países equivale al 34% del PIB mundial; en Estados Unidos la capitalización del mercado equivale al 117.5% del PIB y en Reino Unido al 119.9% del PIB. Asimismo, el valor total negociado en el mercado accionario corresponde al 48.5% del PIB mundial y es 10 veces superior al PIB de América Latina. Los números indican la inexistente correspondencia entre el desempeño de la economía real y el del sistema financiero.

El distanciamiento entre el funcionamiento del sistema financiero y la evolución del sector productivo, puede probarse mediante una evaluación global del desarrollo financiero comparado con indicadores reales como la inversión. A su vez, el desarrollo financiero puede medirse apropiadamente con base en dos indicadores: 1) la razón de rotación del mercado accionario (valor total de las acciones negociadas entre valor de capitalización de la bolsa de valores), que mide el desarrollo del mercado de valores; y 2) para medir la eficiencia del sistema bancario, se propone la razón de la tasa crecimiento anual del crédito bancario entre la tasa de crecimiento anual de los activos bancarios, ambos en términos reales. Este último indicador compara los ritmos de expansión del financiamiento y del tamaño del sector bancario; valores inferiores a uno muestran que los bancos aumentaron su presencia mucho más rápido que el

crédito que otorgaron al sector privado, lo que equivale a contar con instituciones crediticias ineficientes para suministrar recursos hacia la inversión real. Por el contrario, un dato por arriba de uno indicaría que el financiamiento creció a un ritmo superior a los activos, reflejando un sector eficiente y con posibilidades de impulsar el crecimiento económico.

Gráfica 29. Desarrollo del sistema financiero y expansión de la inversión real en Argentina, Brasil, México y países con mayor desarrollo (valores promedio y tasa media de crecimiento anual en el periodo 1990-2004)



Nota: En el eje de las X se grafica la razón de la tasa media de crecimiento anual del volumen de crédito bancario real entre la tasa media de crecimiento anual del valor real de los activos bancarios, como indicador de eficiencia bancaria; en el eje de las Y se grafica la razón de rotación del mercado accionario, que indica el nivel de desarrollo del mercado de valores. El tamaño de la esfera esta definido por la tasa media de crecimiento anual de la inversión real durante el periodo 1990-2003, indicada al interior o junto a la esfera.

Fuente: Elaboración propia con base en "World Development Indicators 2005", del sitio en línea <http://www.worldbank.org/data/wdi2005/> y de "A New Database on Financial Development and Structure" versión electrónica 2005, del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>

A partir de estas definiciones, puede observarse que existe un profundo abismo entre el desarrollo de los mercados de valores en Argentina, Brasil y México, respecto al de países más avanzados. En 2003 el valor de la razón de rotación del mercado accionario para AByM fue de 0.06, 0.32 y 0.21 respectivamente, contra cifras de 0.83, 1.21, 0.86 y 0.99 para China, Estados Unidos, Noruega y Reino Unido (Ver Gráfica 29). Por otro lado, la eficiencia del sector bancario muestra notables rezagos en los casos de Argentina y México, mientras que en Brasil se acerca a los niveles de países desarrollados. En Argentina la razón



promedio Crédito/Activos bancarios fue de 0.31 y en México fue de 0.61; en ambos casos los bancos crecieron en tamaño, pero no aumentaron en la misma proporción el volumen de crédito para las empresas. En Brasil el valor de este indicador fue de 1.03, por arriba de China con 0.95 y cercano a Estados Unidos con 1.03, Noruega con 1.46 y Reino Unido con 1.00 (Ver Gráfica 29). Lo anterior muestra que en estos países la expansión de los bancos estuvo empatada con volúmenes de crédito que aumentaron casi al mismo ritmo (China) o por encima de él (Brasil, Estados Unidos, Noruega y Reino Unido). La diferencia radica en que la dilatación crediticia de Brasil, se sustentó en el acelerado incremento de los crédito al consumo (27.8% promedio anual), que no tienen un efecto multiplicador para la economía real.

La combinación del subdesarrollo de los mercados de valores con el nivel de eficiencia de los sectores bancarios de Argentina, Brasil y México, se refleja en pobres tasas de expansión de la inversión real, cuyos datos son expuestos en el tamaño de las esferas de la Gráfica 29. Argentina es el país más rezagado tanto en eficiencia bancaria, como en desarrollo bursátil; paradójicamente es en donde se presenta la mayor tasa de expansión de la inversión media (3.49%), impulsada principalmente, por el entusiasmo generado por la aparente bonanza vivida de 1991 a 1995, cuando la formación de capital crece 20% en promedio anual (Ver Gráfica 29). Brasil presenta un nivel de eficiencia bancaria similar al de Reino Unido y China, que en realidad es un espejismo sostenido por el financiamiento al consumo, porque la inversión real sólo crece 1.31% en promedio (Ver Gráfica 29). En México, el sistema bancario y el mercado de valores conforman un árido panorama financiero, que únicamente logra sustentar una tasa media de crecimiento de la inversión real de 1.58% en 15 años (Ver Gráfica 29).

De acuerdo con la Gráfica 29, China es el país que muestra un mayor equilibrio entre eficiencia bancaria y desarrollo del mercado accionario, lo que se refleja en una espectacular tasa de crecimiento media de la inversión real de 14.4%, esbozada en el tamaño de la burbuja, que además permite apreciar con claridad la diferencia con respecto a los demás países. Estados Unidos tiene el mercado de valores más desarrollado, con bancos eficientes, lo que se

conjunta para que la inversión se expanda a un ritmo de 3.25% entre 1990 y 2003. En Reino Unido la actividad bursátil es la segunda en cuanto a progreso se refiere, cuenta con financiamiento bancario, pero ambas cosas no tradujeron en beneficios para la economía real, pues su inversión creció ínfimamente. Noruega es el país con mayor desarrollo económico, gracias a la eficacia para lograr que los efectos positivos de una expansión limitada de la inversión real, se multiplicaran en la economía y en los indicadores de bienestar social.

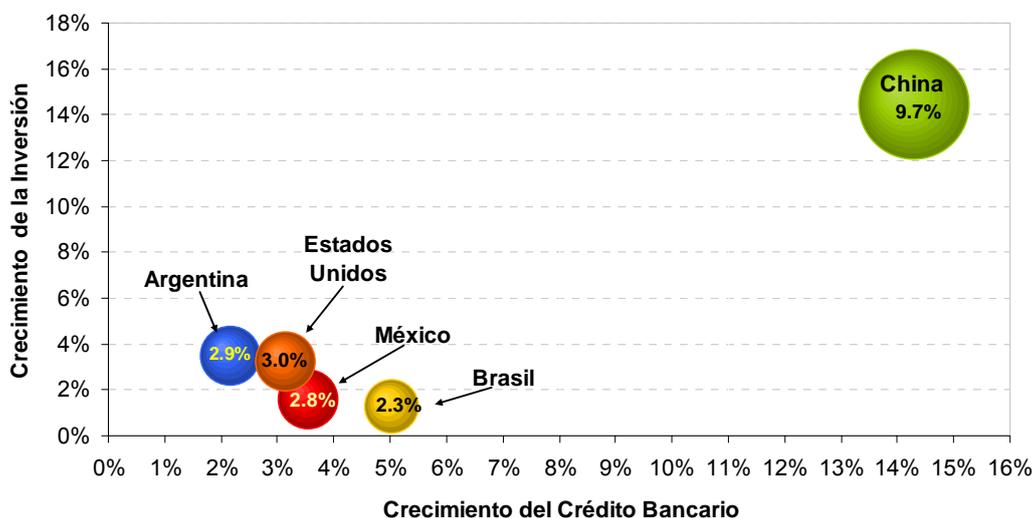
En el mismo sentido, es posible contrastar las tasas de crecimiento del crédito bancario y de la inversión real, obteniendo evidencia adicional para explicar los rezagos económicos de AByM. La ineficacia del sector bancario, caracterizada por el lento ritmo de expansión del financiamiento otorgado al sector productivo y la carencia de fuentes alternativas de recursos, se combinaron para que ni la economía de Argentina, ni la de Brasil, ni la de México logaran crecer por arriba de 3% en promedio durante el periodo de 1990 a 2004 (Ver Gráfica 30). En Argentina la inversión crece en promedio (3.5%) más rápido que el crédito bancario (2.2%), pero esta expansión no tiene efectos multiplicadores sobre la producción que avanza a una tasa media de 2.9% (Ver Gráfica 30).

En el caso de Brasil, el aumento del financiamiento bancario triplica la tasa de expansión de la inversión, esto se debe al comportamiento del crédito al consumo explicado anteriormente, lo que tiene como resultado un magro crecimiento del producto de 2.3% en promedio (Ver Gráfica 30). En México no se logran mejores resultados porque la expansión de la inversión real (1.6% anual en promedio), es superada notablemente por el incremento medio del crédito bancario (3.5%), también sustentado en los préstamos al consumo. Como resultado de este hecho, la economía mexicana apenas crece en promedio 2.8% entre 1990 y 2004, debajo de China, Estados Unidos, Noruega y Argentina, por mencionar sólo algunos (Ver Gráfica 30).

China, cuyo modelo económico difiere notablemente del aplicado en Argentina, Brasil y México, se coloca muy por encima de estos países en los tres aspectos considerados en el comparativo de la Gráfica 30. La inversión productiva aumenta por encima del crédito (al que debe descontarse además el

dinamismo del financiamiento al consumo), impulsando una tasa de crecimiento media real del producto de 9.7% en el lapso de 15 años.

Gráfica 30. Crédito, Inversión y Crecimiento en Argentina, Brasil y México, 1990-2003
(Tasas medias de crecimiento anual)



Nota: En el eje de las X se grafica la tasa media de crecimiento anual de la inversión real, como indicador de eficiencia bancaria; en el eje de las Y se grafica la tasa media de crecimiento anual del volumen de crédito bancario real. El tamaño de la esfera esta definido por la tasa media de crecimiento anual del PIB real durante el periodo 1990-2003, indicada al interior o junto a la esfera.

Fuente: Elaboración propia con base en "World Development Indicators 2005", del sitio en línea <http://www.worldbank.org/data/wdi2005/> y de "A New Database on Financial Development and Structure" versión electrónica 2005, del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>

Un mercado de valores con presencia mínima y nulo aporte a la inversión productiva, sumado a un sector bancario que crece en tamaño, por el total de sus activos, pero que no incrementa la cantidad de crédito otorgado a las empresas, conforman un sistema financiero ajeno al comportamiento de la economía real e incapaz de dinamizar la actividad productiva. Los indicadores financieros presentados y el estado de la estructura productiva en AByM, permiten confirmar lo señalado por Carlos A. Rozo¹⁶⁶: "El sector financiero asume un papel central en funcionamiento de la economía pero como una actividad de inversión y rentabilidad propia y autónoma de los requerimientos del sector productivo".

¹⁶⁶ Rozo, Carlos A. (2003). Pág. 241.



La tasa de interés representa un elemento vinculante entre el sistema financiero y el sector real de la economía. De acuerdo con Mishkin¹⁶⁷, el otorgamiento del crédito bancario no es asignado a quien este dispuesto a pagar la tasa de interés más alta, sino al prestatario que tenga la posibilidad de garantizar de mejor manera el pago del préstamo¹⁶⁸. Sin embargo, desde la perspectiva real de las empresas en AByM, la tasa de interés activa, real (analizada en el Capítulo II, página 62) y nominal, ha afectado la demanda de crédito en los últimos quince años, limitando la actividad productiva y en última instancia, la demanda agregada¹⁶⁹. El agravamiento de la dicotomía entre el sistema financiero y el sector productivo, se dio a partir de la dificultad de acceso al financiamiento de las empresas en AByM. El mayor obstáculo financiero para el crecimiento de las empresas, de acuerdo con el Banco Interamericano de Desarrollo¹⁷⁰, ha sido el elevado nivel de las tasas de interés activas. En el reporte elaborado por esta institución, se menciona que entre siete factores financieros que impiden la obtención de crédito, el 43% de las empresas latinoamericanas consideran al nivel de tasas de interés como el principal limitante; particularmente, en Argentina el 50% de las empresas identifican a este factor como el mayor impedimento para obtener préstamos, en Brasil el 55% y en México el 42%.¹⁷¹

Las tasas de interés activas nominales se mantuvieron elevadas a causa de la política monetaria implementada en Argentina, Brasil y México a partir del consenso de Washington, ocasionando que los recursos para la inversión real no fluyeran de acuerdo con los requerimientos productivos. El costo del financiamiento fue sumamente alto en el lapso de 1990 a 2004, rondando en niveles privativos para las micro, pequeñas y medianas empresas. Esto se convirtió en un factor determinante en la desvinculación del sistema financiero, especialmente del sector bancario, con el aparato productivo. Durante 2003 la

¹⁶⁷ Mishkin, Frederic S. (1996a). Pág. 18-20.

¹⁶⁸ Aunque también menciona que incrementos en la tasa de interés pueden ser un factor que ayude a precipitar la crisis financiera, porque afectaría la oferta de préstamos ante la posibilidad de caer en el problema de selección adversa.

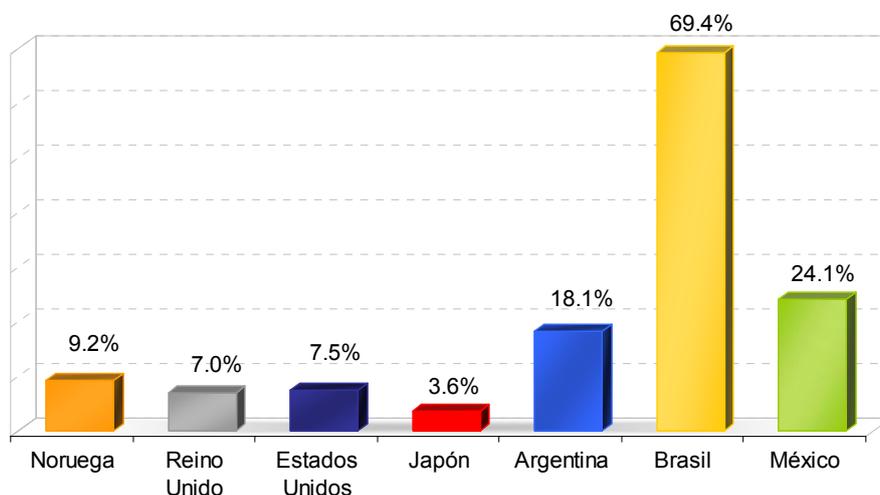
¹⁶⁹ De acuerdo con lo discutido en el apartado 1.3 de la presente investigación, la tasa de interés juega un papel primordial en el circuito monetario de la producción, convirtiéndose en una variable fundamental que hace posible una eficiente vinculación entre las esferas financiera y real.

¹⁷⁰ Banco Interamericano de Desarrollo (2002). Pág. 50.

¹⁷¹ Banco Interamericano de Desarrollo (2002). Pág. 51.

tasa de interés nominal para los créditos en Noruega fue de 4.7%, en Canadá de 4.6%, en Irlanda de 2.8%, en Japón de 1.8% y en Inglaterra fue de 3.7%. Mientras tanto, en el mismo años las empresas que deseaban obtener financiamiento bancario tuvieron que pagar tasas nominales de 19.1% en Argentina, 67.1% en Brasil y en México 7% (datos sumamente conservadores para este último, ya que los rangos de tasas activas nominales en realidad son aun más amplios y en algunos casos pueden fluctuar alrededor de 40%). En el caso de Brasil, en 2003 la tasa nominal pagada por los préstamos bancarios llega a ser hasta 14 veces superior que en los países con mayor desarrollo. Aunque para 2004 las tasas de interés activas nominales se redujeron en Argentina llegando a 7% y en Brasil a 41%, mientras en México no tuvieron variación manteniéndose en 7%, también registraron un descenso en los países desarrollados, conservando un diferencial significativo que permite explicar, en gran medida, las discrepancias en los niveles de crédito.

Gráfica 31. Tasa de interés activa nominal media del periodo 1990-2004 en Argentina, Brasil, México y países desarrollados (promedio anual)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de "World Development Indicators 2005", del sitio en línea <http://www.worldbank.org/data/wdi2005/>

La tasa de interés activa nominal media del periodo de análisis en AByM, permite apreciar claramente las disparidades en el costo del financiamiento con respecto a países con altos niveles de desarrollo. Crítica resulta la situación en Brasil que tuvo una tasa activa nominal media de 69.4%, siete veces superior a

la de Noruega, el país que mantiene el nivel más elevado entre los desarrollados (Ver Gráfica 31). Enseguida se ubica México, con un costo de financiamiento promedio de 24%, casi tres veces superior a la de Noruega, 3.5 veces por arriba del registrado en Estados Unidos y Reino Unido y 6 veces encima de Japón (Ver Gráfica 31). Argentina con 18.1% tuvo la menor tasa activa de los tres países analizados, pero aun muy alta para permitir un funcionamiento eficiente del canal crediticio hacia el sector productivo, considerando los valores de los países utilizados comparativamente (Ver Gráfica 31).

Las divergencias entre el crecimiento de la actividad productiva y la financiera, manifestadas en el conjunto de indicadores analizados anteriormente, son una prueba irrefutable de la desvinculación entre el sistema financiero y la economía real.

CAPÍTULO IV

4. Análisis empírico de la relación entre el funcionamiento de los sistemas financieros y el estado de los indicadores de desarrollo en Argentina, Brasil y México

En los capítulos anteriores se ha estudiado el impacto de la situación financiera sobre el desarrollo económico de Argentina, Brasil y México, haciendo especial énfasis en la desvinculación padecida entre la esfera real y la financiera. Con el fin de complementar la investigación y comprobar de manera numérica lo que se ha venido sosteniendo teórica y analíticamente, en este capítulo se realiza una representación simplificada del estado de AByM, tratando de lograr una adecuada comprensión de la manera en que se correlacionan los mercados financieros y la economía real. El objetivo del capítulo es obtener elementos adicionales que permitan dimensionar el impacto de la actividad financiera sobre el desarrollo económico y al mismo tiempo, probar la hipótesis central de la fractura entre el sistema financiero y la economía real.

La construcción de diversos modelos en este apartado, pretende dar una mayor formalización a la investigación, motivo por el cual se despliega un extenso análisis econométrico, buscando suficiente evidencia empírica para sustentar los argumentos presentados en los capítulos previos. Entendiendo sus limitaciones, la econometría se utiliza exclusivamente como una herramienta, no representa el fin de éste trabajo, es tan sólo una parte de él, un medio para dar solidez a los planteamientos expuestos en el tema del financiamiento para el desarrollo de AByM. En realidad, no tendría ningún sentido fundamentar el análisis en un modelo econométrico para teorizar sobre el sistema financiero y el sector productivo, si no se considera a la reducción de la pobreza, al bienestar del ser humano y su entorno social como principales objetivos, que es lo que se pretende en este trabajo.

Recientemente han aparecido diversos estudios que tratan la temática del vínculo entre las esferas financiera y real, algunos a nivel nacional y otros basados en el estudio de diversos países en conjunto. Dentro de este grupo de investigaciones destacan las de Levine, Loayza y Beck (2000), Beck, Levine y Loayza (2000), Beck y Levine (2002), Beck y Levine (2004), Beck, Demirguc-Kunt and Levine (2004), Gauthier y Li (2005), Ulf von Kalckreuth (2005), Hernando y Martínez-Carrascal (2005) y Loayza, Fajnzylber y Calderón (2005).

El común denominador de los documentos citados, es la relación positiva que encuentran entre el crecimiento económico y el incremento del ingreso con el desarrollo financiero. Esta conclusión coincidente, permite dar por sentada la existencia de un efecto transmisión del canal financiero hacia el sector productivo, sin afirmar que en Argentina, Brasil y México, esto se haya producido en sentido positivo y en la misma magnitud que en las naciones con mejores niveles de vida durante los últimos 15 años. Como se ha destacado previamente, la causa de esta no correspondencia es la disociación del sistema financiero y el sector productivo. En los tres países el avance financiero ha sido insuficiente para apoyar la expansión económica y aun se encuentra lejos del nivel registrado en las naciones más desarrolladas. La evidente dicotomía de la causalidad financiamiento-producción, derivada de la preponderancia de la actividad especulativa sobre la productiva, ha impedido que los efectos positivos del progreso financiero alcancen a la esfera real y al desarrollo económico.

Por lo tanto, en este trabajo se trata de ir un poco más allá, midiendo las secuelas del desempeño de los mercados y los intermediarios financieros, en variables indicativas del desarrollo humano, o por lo menos de los recursos disponibles para el mismo.

La estructura de experimentación esta constituida por dos etapas. En la primera se modela el crédito y sus factores determinantes, considerando que el préstamo bancario es el elemento detonador del ciclo económico. En la segunda parte, se relacionan las principales variables de la actividad del sistema financiero con las cifras indicativas del desarrollo económico, en

términos de la cantidad de recursos destinados a los elementos básicos del bienestar social: educación, salud y nivel de ingreso por persona. Dentro de los indicadores de desarrollo, se adiciona la inversión per cápita, por considerar que el gasto en formación de capital es componente esencial para el mejoramiento de las condiciones de vida de la población. A través de las variables financieras, se intentan explicar los movimientos en los cuatro indicadores de recursos disponibles para el fomento del desarrollo económico. Después de presentar un breve recuento del sustento teórico de los modelos y su delimitación, se describen los datos utilizados en el estudio y se detallan los cálculos econométricos realizados. En la última sección del capítulo aparece el análisis de resultados.

4.1. *Fundamentación teórica de los modelos*

El ciclo económico inicia a partir de una decisión de inversión, que a su vez depende de la disponibilidad de financiamiento. El crédito bancario se instituye como el factor detonante de la actividad productiva y deriva en una serie de eventos que en conjunto determinan el ritmo de expansión de la economía. Los préstamos otorgados permiten la realización de proyectos de inversión, poniendo en marcha nuevos procesos productivos y/o ampliando los ya existentes. Esto repercute positivamente al conjunto de la economía, al incrementar el empleo, aumentar los ingresos y con ello ampliar las posibilidades de gasto. Se fortalece el mercado interno y se generan los recursos necesarios para remunerar a los bancos los empréstitos obtenidos anticipadamente, además de que surgen recursos excedentes que se convierten en ahorro. La recuperación del capital, más los ahorros depositados, permite a los bancos respaldar sus operaciones crediticias e iniciar otras nuevas.¹⁷²

Los alcances de la generación de ingresos, no sólo repercuten a nivel privado, si no que aumentan las posibilidades recaudatorias del gobierno, al elevarse los gastos en todos los niveles de la economía. Los mayores ingresos se traducen en gasto público superior. La importancia del gasto público destinado

¹⁷² Rochon, Louis-Philippe. (1999). Págs. 10-35.

a infraestructura, radica en los efectos multiplicadores que conlleva para la economía. Sin embargo, las erogaciones públicas al igual que los ingresos sólo pueden explicarse como flujos generados a consecuencia de la marcha del ciclo económico. Así se determina la endogeneidad monetaria y se confirma que la expansión del crédito tiene secuelas en el ritmo de actividad económica y financiera, al mismo tiempo que incrementa los ingresos públicos y privados.

El crédito se convierte en el punto de confluencia entre los agentes productivos y los intermediarios financieros, y el canal a través del cual se manifiesta el impacto de las tasas de interés. La tasa de interés y el tipo de cambio, son los eslabones vinculantes del sector real y el sistema financiero, por lo que la política monetaria, mediante las modificaciones de estas variables, puede fomentar el crecimiento y el desarrollo económico. La óptica cuantitativa de las autoridades monetarias de Argentina, Brasil y México, al reducir la acción de la política monetaria al control inflacionario y considerar a la oferta de dinero como el único componente monetario con influencia en las variables reales, han acotado el potencial económico de los tres países.

Los requerimientos de capital representan el componente sobre el cual se fundamenta la relación entre los intermediarios y los agentes productivos. Las transformaciones financieras ocurridas en AByM a finales de los ochenta y principios de los noventa, pretendían ampliar las fuentes de financiamiento y fortalecer a las ya existentes. A pesar de esto, la inspección de los indicadores del funcionamiento del sistema financiero, muestran avances en algunos casos y estancamiento en otros, pero no confirman la aparición de opciones alternativas para obtener recursos, ni que la contribución de los bancos haya sido fundamental para el crecimiento económico.

Este breve recuento teórico engloba los elementos que sustentan el análisis econométrico. En primer lugar, considerando la importancia del crédito para la actividad económica, se buscan los factores que influyen en la cantidad de financiamiento disponible en los tres países, durante los 15 años que abarca el periodo de estudio. Enseguida se modela la influencia de las variables

indicativas del progreso, tamaño, liquidez y profundidad del sistema financiero con los indicadores de recursos disponibles para el desarrollo social.

4.2. Definición y descripción de variables

El objetivo del estudio, es analizar la correspondencia de largo plazo entre el desempeño de los mercados e intermediarios financieros y el desarrollo económico. Para tal fin, como variables explicativas (definidas en el apartado 4.2.1.) se consideran a las relacionadas con el funcionamiento del sistema financiero. Algunas de las más destacadas son las indicativas de tamaño, de desarrollo, de profundización; de evolución, liquidez y extensión de los mercados de valores; de dimensión, desempeño y costo de intermediación del sector bancario (Ver Cuadro 14 y Apéndice 4.2).

También como variables explicativas se utilizan indicadores macroeconómicos como la inflación, la deuda externa (porque representa una importante limitante del crecimiento económico), el gasto y los ingresos públicos, así como el déficit fiscal (por la influencia determinante de las finanzas públicas en la conformación de la demanda agregada). Igualmente, se incluyen como variables independientes, aquellas que reflejen el impacto de la política monetaria como: tasas de interés (activa y real) y tipo de cambio (Ver Cuadro 14 y Apéndice 4.2). Estas últimas, adquieren mayor relevancia al ser elementos vinculantes entre la esfera real y la financiera.

Tomando en cuenta que el papel del sistema financiero en el impulso de la actividad productiva, debe manifestarse en última instancia en el desarrollo económico, se utilizan cuatro variables dependientes. Tres son indicativas del bienestar social: 1) PIB per cápita; 2) Inversión per cápita; y 3) Gasto público en desarrollo social. La cuarta, es un indicador sintético, formado por las tres variables de bienestar social (PIB per cápita, Inversión per cápita y Gasto público en desarrollo social), que permite medir la disponibilidad de recursos disponibles para lograr avances en el estado del desarrollo económico. (Ver Cuadro 14 y Apéndice 4.2)

**Cuadro 14. Lista de variables dependientes y explicativas con sus respectivas abreviaturas**

VARIABLES	ABREVIATURA
DEPENDIENTES	
PIB per cápita real	PIBpc
Inversión per cápita real	INVpc
Gasto Público en Desarrollo Social per cápita real	GPDS
Indicador Sintético de Recursos Disponibles para el Desarrollo	ISRDD
In Credito Bancario al Sector Privado	InCBSP
EXPLICATIVAS	
Desarrollo financiero	DF
Profundización financiera	PF
Activos del banco central	ABC
Activos de los bancos de depósito	ABD
Activos de otros intermediarios	AOIF
Crédito bancario al sector privado	CBSP
Depósitos bancarios	DB
Capitalización el mercado accionario	CMA
Desarrollo del mercado de valores	DMV
Valor total negociado en el mercado accionario	VNMA
Capitalización del mercado privado de bonos	CMPB
Capitalización del mercado de bonos gubernamentales	CMGB
Tasa de interés activa	TIA
Tasa de interés real	TIR
Tipo de cambio	TC
Inflación	INF
Deuda externa total	DET
Déficit público	DEFP

Fuente: Elaboración propia.

4.2.1. Indicadores de funcionamiento del sistema financiero

La actuación del sistema financiero permite atenuar las consecuencias económicas de las asimetrías de información y de los costos de transacción. Particularmente importante para el desarrollo humano, es que la intermediación posibilite la canalización del financiamiento necesario para detonar la actividad productiva y generar efectos positivos al conjunto de la economía. En Argentina, Brasil y México, la década de los noventa significó una etapa de profundas transformaciones en el sistema financiero que, entre otras cosas, tenían como objetivo lograr una vinculación más eficiente con el sector real. Los resultados en este sentido, hasta el día de hoy, no han sido exitosos, porque la liberalización provocó la hegemonía de la actividad financiera y dañó severamente a la productiva, tal y como se demostró en el punto 3.4.3. En este

capítulo se pretende medir si las reformas y el avance que éstas derivaron para los sistemas financieros, repercutieron en la cantidad de recursos destinados al mejoramiento del desarrollo económico. Para este fin, se emplean diversos indicadores de la situación financiera de AByM, como variables explicativas.

El desarrollo financiero es uno de los indicadores más importantes para dimensionar los avances alcanzados en éste ámbito, durante los últimos 15 años en AByM. La evidencia empírica, citada en la introducción de este capítulo, demuestra la importancia de esta variable para el crecimiento de la economía. El desarrollo financiero, definido por Beck *et al.* (2000), puede medirse por el cociente de los activos de los bancos de depósito de dinero (bancos comerciales) entre la suma de los depósitos monetarios y los activos del banco central. Este indicador permite valorar en que medida los bancos comerciales han asumido la función de asignar los recursos en relación con el instituto central.¹⁷³ Esto puede no ser del todo bueno, porque podría indicar también, un banco central débil y con poco control sobre el sistema financiero.

Teóricamente el desarrollo financiero debería estar positivamente correlacionado con el crecimiento económico. Sin embargo, si los bancos comerciales no proveen el financiamiento suficiente al sector productivo y su participación en la asignación de recursos es muy elevada, esto podría convertirse en una limitante para el crecimiento económico. Un ejemplo de esta situación es México, cuyo indicador de desarrollo financiero esta ligeramente por arriba que en la mayoría de las naciones más avanzadas, pero los resultados a nivel económico y social, no son igualmente destacados. En este país no esta del todo claro que se cumpla la correspondencia entre progreso financiero y económico, lo que tratara de ser probado con el estudio econométrico, al igual que con Argentina y Brasil.

Una medida de similar trascendencia a la anterior, es la profundización financiera. Ésta se obtiene mediante la razón de obligaciones líquidas (también conocidas como el agregado monetario más amplio M3) entre el PIB y

¹⁷³ Beck, Thorsten, Ross Levine and Norman Loayza (2000). Pág. 5.

representa un indicador del tamaño de la intermediación¹⁷⁴, que a su vez está correlacionado positivamente con la disposición y la calidad de servicios financieros. La profundización es también un indicador de desarrollo del sistema, aunque le son señalados algunos defectos¹⁷⁵. Por ejemplo, se dice que no refleja adecuadamente la eficiencia del sistema financiero en el mejoramiento de las asimetrías de información y facilitación de costos de transacción. Además, puede incluir depósitos de un intermediario en otro, lo que representa una contabilidad duplicada.

Se considera que el sistema financiero se constituye por tres grupos de instituciones: 1) la autoridad financiera, representada por el banco central; 2) los intermediarios bancarios, donde se incluyen a todos los bancos comerciales; y 3) los intermediarios no bancarios, constituidos por los agentes involucrados en los mercados de valores. El tamaño absoluto de los tres subsectores del sistema financiero, se mide por la razón individual de cada uno de ellos con respecto al PIB. Así, la presencia del banco central está definida por el valor de sus activos ante el PIB. Igualmente el tamaño del sistema bancario es indicado por la relación del total de los activos de todos los bancos comerciales, entre el PIB. Finalmente, la amplitud de la intermediación no bancaria se mide por la cuantía de sus activos entre el PIB. El indicador de tamaño permite jerarquizar a los intermediarios por su importancia para el sistema financiero.

En un aspecto más particular, se incluyen como variables explicativas las relacionadas con el desarrollo y la eficiencia del sector bancario. Para determinar el grado de avance de sus servicios se utiliza el Crédito Bancario, que es igual a los préstamos otorgados al sector privado por los bancos comerciales entre el PIB. A pesar de que esta variable no muestra el grado en el que los bancos reducen los costos de transacción y aminoran las asimetrías de información, resulta el mejor indicador de evolución bancaria. Esta medida excluye los créditos concedidos a los gobiernos y empresas públicas. El crédito bancario al sector privado, se ha convertido en un indicador indispensable en

¹⁷⁴ Op. Cit. Pág. 8.

¹⁷⁵ Ibidém. Pág. 5.

todas las investigaciones relacionadas con el vínculo entre el sistema financiero y el sector productivo, además de que también mide la eficacia de los bancos para financiar a los agentes de la economía real.

Adicionalmente, la eficiencia del sector bancario se mide por dos variables: 1) el margen financiero o costo de intermediación; y 2) los depósitos bancarios totales entre el PIB. El margen financiero (spread) se define como la diferencia entre las tasas de interés activas y las tasas de interés pasivas. El spread es un indicador del costo de los servicios de intermediación de los bancos comerciales. Generalmente, cuando este diferencial es más amplio, resultan poco atractivas tanto las inversiones productivas como las financieras, porque esto suele traducirse en un alto costo del dinero y un reducido premio al ahorro. Un costo de intermediación elevado, teóricamente está correlacionado negativamente con el crecimiento y el desarrollo económico.

Los depósitos bancarios totales indican la eficiencia del sector para cumplir con la mitad de sus funciones tradicionales. Es decir, representan el resultado de la captación de recursos, que permiten fondar las actividades crediticias de los bancos. Un valor elevado de este indicador, no garantiza que los recursos sean canalizados a la inversión productiva, que sería la segunda parte de las funciones bancarias. El valor de los depósitos totales se obtiene de la división de la demanda de depósitos de ahorro y de tiempo en los bancos comerciales entre el PIB.

Los números relacionados con la operación del mercado de valores son considerados como variables independientes en las estimaciones econométricas. Para medir su desarrollo y eficacia, se estima el cociente del volumen de ventas del mercado accionario.¹⁷⁶ El indicador refleja el ritmo de actividad o la liquidez del mercado de valores en relación con su tamaño y se obtiene por la razón del volumen total de acciones comerciadas sobre el valor de capitalización bursátil. Para fines de este análisis, esta medida se denomina *desarrollo del mercado de valores* y muestra que tan avanzada es la

¹⁷⁶ Beck, Thorsten, and Ross Levine (2004). Págs. 432-434.

intermediación no bancaria y si ésta realmente representa una fuente alternativa de financiamiento.

El indicador del tamaño de los mercados accionarios, es el valor de capitalización de los mismos entre el PIB. El valor de capitalización del mercado de valores, no es otra cosa que el precio de las empresas listadas en bolsa, de acuerdo con la cotización corriente de sus acciones en el mercado. La liquidez del mercado accionario, esta referida en la razón del valor total negociado en la bolsa de valores entre el PIB. Se considera un indicador importante porque aparentemente países con mercados poco líquidos, desalentaran las inversiones de largo plazo, por la dificultad de vender las acciones de una empresa. En contraste, los mercados accionarios con elevada liquidez alientan a la inversión real, puesto que proporcionan una opción viable de negocio y a la vez de salida de la empresa para los inversionistas.

Las dos últimas variables explicativas provenientes del sistema financiero son la capitalización de los mercados de bonos privados y públicos. Ambas representan indicadores de tamaño y se obtienen dividiendo el monto total de los instrumentos de deuda domésticos, emitidos por entidades nacionales públicas y privadas, divididos entre el PIB. La capitalización del mercado privado de bonos, es un indicador que permite dimensionar la importancia de la emisión de deuda como una fuente alternativa o complementaria de financiamiento para los agentes productivos.

Mientras que, la capitalización del mercado gubernamental de bonos nos remite a dos consideraciones: 1) niveles superiores de esta variable podrían resultar positivos, si los recursos obtenidos fueran destinados a la inversión en infraestructura y son financiados sin generar presiones inflacionarias¹⁷⁷; y 2) una excesiva participación gubernamental en los mercados de deuda, con la intención de financiar el déficit público, podría resultar un factor que presione el aumento de las tasas de interés, lo que impactaría negativamente en la inversión productiva. Un efecto positivo de la mayor capitalización del mercado

¹⁷⁷ Huerta G. Arturo (2004). Pág. 7.

gubernamental de bonos, depende del destino de los recursos obtenidos por la emisión de títulos públicos.

Cuadro 15. Estadísticas descriptivas de las variables explicativas del sistema financiero en Argentina, 1990-2004 (porcentaje del PIB)

Variable	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación Estándar
Desarrollo financiero	0.840	0.857	0.938	0.684	0.085
Profundización financiera	0.217	0.225	0.318	0.076	0.083
Activos del banco central	0.053	0.041	0.160	0.024	0.040
Activos de los bancos comerciales	0.274	0.263	0.376	0.162	0.070
Activos de otros intermediarios	0.004	0.003	0.008	0.001	0.002
Crédito bancario al sector privado	0.180	0.187	0.245	0.104	0.046
Margen Financiero (%/100) *	1.84	0.05	23.42	0.01	6.23
Depósitos bancarios	0.176	0.181	0.271	0.055	0.074
Capitalización del mercado accionario	0.284	0.167	0.895	0.045	0.265
Desarrollo del mercado de valores	0.272	0.128	0.979	0.015	0.298
Valor total negociado en el mercado accionario	0.040	0.026	0.174	0.006	0.042
Capitalización del mercado privado de bonos	0.039	0.030	0.129	0.000	0.037
Capitalización del mercado de bonos gubernamentales	0.084	0.080	0.145	0.053	0.025

* Valor nominal.

Fuente: Elaboración propia con base en Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).

Los Cuadro 15, Cuadro 16 y Cuadro 17 presentan el listado de las variables financieras explicativas, así como sus principales estadísticas descriptivas. De acuerdo con la información que aparece en los cuadros, puede observarse que México es el país que cuenta con mayor desarrollo financiero, variable que en Argentina y Brasil presentó mercados altibajos y una elevada volatilidad. En cuanto a profundización se refiere, el sistema financiero de México nuevamente aparece al frente, seguido muy de cerca por Brasil y Argentina.

En los tres países los principales intermediarios son los bancos comerciales y existe una insignificante presencia del resto de las instituciones financieras. El banco central aun tiene una importante participación en Brasil y en Argentina, pero en México por el valor de sus activos, tiene poco peso en la asignación de recursos.

Cuadro 16. Estadísticas descriptivas de las variables explicativas del sistema financiero en Brasil, 1990-2004 (porcentaje del PIB)

Variable	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación Estándar
Desarrollo financiero	0.732	0.749	0.921	0.469	0.150
Profundización financiera	0.257	0.275	0.305	0.151	0.051
Activos del banco central	0.141	0.133	0.249	0.039	0.073
Activos de los bancos comerciales	0.374	0.399	0.451	0.224	0.072
Activos de otros intermediarios	0.070	0.069	0.085	0.059	0.007
Crédito bancario al sector privado	0.258	0.275	0.309	0.157	0.048
Margen Financiero (%/100)*	9.52	0.54	41.05	-0.36	15.81
Depósitos bancarios	0.226	0.241	0.273	0.128	0.048
Capitalización del mercado accionario	0.250	0.267	0.386	0.066	0.104
Desarrollo del mercado de valores	0.512	0.483	0.852	0.171	0.197
Valor total negociado en el mercado accionario	0.129	0.131	0.252	0.012	0.066
Capitalización del mercado privado de bonos	0.085	0.099	0.150	0.000	0.044
Capitalización del mercado de bonos gubernamentales	0.258	0.268	0.507	0.000	0.188

* Valor nominal.

Fuente: Elaboración propia con base en Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).

La cifra máxima alcanzada por el crédito bancario en los tres países, se encuentra muy lejos de los niveles requeridos para potenciar la actividad productiva, pues su valor promedio no supera el 30% del PIB. El margen financiero nominal ha venido a la baja en todos los casos, pero su contracción ha sido superlativa en Argentina y Brasil por los niveles exorbitantes que alcanzaron las tasas de interés (reales y nominales) a principios de la década de los noventa.

En tanto, el valor de capitalización bursátil es mayor en AByM que el volumen de financiamiento bancario. Las variables asociadas al mercado de valores de los tres sistemas financieros, son las que presentan mayor volatilidad. También salta a la vista, el predominio de mercado gubernamental de bonos sobre el privado, con valores de capitalización significativos en Brasil y México. En el capítulo III, punto 3.4, se realiza una amplia explicación de la evolución de cada una de las variables financieras, durante el periodo de estudio y un comparativo de su situación en los tres países estudiados.

Cuadro 17. Estadísticas descriptivas de las variables explicativas del sistema financiero en México, 1990-2004 (porcentaje del PIB)

Variable	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación Estándar
Desarrollo financiero	0.936	0.958	0.976	0.820	0.048
Profundización financiera	0.268	0.278	0.317	0.171	0.038
Activos del banco central	0.027	0.023	0.064	0.010	0.017
Activos de los bancos comerciales	0.388	0.408	0.467	0.281	0.060
Activos de otros intermediarios	0.079	0.081	0.134	0.024	0.031
Crédito bancario al sector privado	0.210	0.197	0.333	0.145	0.062
Margen Financiero (%/100)*	0.08	0.08	0.20	0.01	0.05
Depósitos bancarios	0.236	0.242	0.288	0.141	0.038
Capitalización del mercado accionario	0.278	0.273	0.446	0.106	0.100
Desarrollo del mercado de valores	0.349	0.344	0.496	0.208	0.084
Valor total negociado en el mercado accionario	0.099	0.091	0.198	0.038	0.047
Capitalización del mercado privado de bonos	0.021	0.021	0.026	0.012	0.004
Capitalización del mercado de bonos gubernamentales	0.123	0.108	0.203	0.056	0.051

* Valor nominal.

Fuente: Elaboración propia con base en Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).

4.2.2. Variables macroeconómicas y monetarias

El segundo grupo de variables explicativas esta compuesto por indicadores macroeconómicos y monetarios. La selección de estas variables se realizó después del análisis efectuado en el capítulo 2, por considerar que son las que tienen mayor relevancia en el desempeño de los principales indicadores del desarrollo económico. En contraste con la mayoría de los estudios existentes en este campo, no se incluyen algunas variables macroeconómicas consideradas indispensables para explicar la expansión de la economía, puesto que en este trabajo se trata a los indicadores financieros como los principales factores detonantes de la actividad productiva. Especialmente al crédito bancario al sector privado¹⁷⁸ ex ante, que viene a ser el factor generador del ciclo económico. Se establece el supuesto de que los cambios en el crédito bancario, moverán a todas las variables macro, con un impacto que finalmente se vera reflejado en los indicadores de crecimiento y desarrollo económico.

Las variables macroeconómicas que son utilizadas como independientes en los modelos, son: 1) la Inflación, medida como la variación porcentual del índice de precios al consumidor de cada uno de los tres países; 2) la Deuda Externa

¹⁷⁸ Se considera al crédito bancario al sector privado, porque incluye a los recursos destinados al financiamiento de la actividad productiva en el sector real de la economía.

Total expresada como porcentaje del PIB, definida como los pasivos adeudados a los no residentes y reembolsables en moneda extranjera, mercancías o servicios. El débito externo total es la suma del endeudamiento de largo plazo público, público garantizado y privado no garantizado, más los créditos del FMI y la deuda de corto plazo. La deuda a corto plazo incluye toda la deuda que tiene una madurez igual o menor a un año ó de menos, y los interés atrasos por deuda de largo plazo; 3) Indicadores de finanzas públicas. Se incluyen los Ingresos y Gastos Públicos, así como el Déficit Fiscal. De mayor trascendencia resulta éste último, definido simplemente como la diferencia aritmética de los dos primeros.

En lo que corresponde a los indicadores monetarios se emplean como series explicativas las correspondientes a: 1) Tasa de interés activa, la que se cobra en las operaciones crediticias de los bancos comerciales; 2) Tasa de interés real, se refiere a la tasa de interés activa ajustada por la inflación de acuerdo con el deflactor implícito del PIB; y 3) el Tipo de cambio, se refiere al precio de dólar expresado en las monedas nacionales de Argentina, Brasil y México. Estos indicadores representan elementos vinculantes entre el sistema financiero y el sector productivo, además de ser importantes instrumentos de la política monetaria, a través de los cuales puede modificarse la estructura de precios de la economía y afectar a las variables reales como la inversión.

En los siguientes cuadros: Cuadro 18, Cuadro 19 y Cuadro 20, se presentan las estadísticas descriptivas de las principales variables explicativas, macroeconómicas y monetarias. De los números mostrados, se desprenden algunos puntos a destacar. Los valores máximos y mínimos de las tasas de inflación, ponen de manifiesto el fuerte impacto de la estrategia estabilizadora, que logró drásticas reducciones en las variaciones de los precios. Aunque en Argentina y Brasil, el valor medio se dispara por los cuatro primeros años de la década de los noventa. En México, la tasa de inflación nunca superó los tres dígitos en el periodo de estudio y alcanzó su valor máximo en 1995, como consecuencia de la crisis financiera. Las consecuencias del control inflacionario se perciben en las tasas de interés activas, reales y nominales, cuyos valores máximos y mínimos tienen una amplitud extrema en Argentina y Brasil. En

México, aunque la situación es menos escandalosa, existe una diferencia muy importante entre máximos y mínimos: de 52 puntos porcentuales en las tasas nominales y 15 en las reales. De acuerdo con el valor de la desviación estándar, las tasas de interés activas han sido menos volátiles en México. En contraste, por los movimientos del tipo de cambio, México es el país con mayor volatilidad. En tanto, en Brasil el cambio en el valor de la divisa norteamericana ha sido relativamente menos brusco, pero con efectos no menos importantes sobre la economía real. Argentina registra la menor variabilidad de su moneda, porque es en donde se aplica el anclaje más rígido de la divisa.

En cuanto a la situación de las finanzas públicas, por los tres indicadores que aparecen en los cuadros Cuadro 18, Cuadro 19 y Cuadro 20 (ingresos, gasto y déficit fiscal), se observa que la férrea disciplina fiscal impuesta en Brasil y México, deriva en balances presupuestales menos desequilibrados. Empero, cabe señalar que el gobierno de este último, gasta sustancialmente menos que los gobiernos de los otros dos países. Por su parte, en Argentina se padecieron mayores problemas para estabilizar las finanzas públicas. La última variable incluida es la deuda externa, de gran trascendencia para las economías argentina, brasileña y mexicana, por la cuantía de los recursos que se han perdido por el pago de la misma. Es alarmante que el valor medio de la deuda externa total en los tres casos, alcanzando el 34% del PIB en Brasil y México, y en Argentina registra la friolera de 55% del PIB. Esto significa que el monto del endeudamiento de AByM supera a los ingresos públicos, al crédito bancario otorgado al sector privado y a la inversión real.

Previamente se ha realizado un extenso análisis de las variables macroeconómicas y monetarias consideradas como posibles regresores en los modelos econométricos, así como de aquellas no incluidas en esta etapa. El panorama macroeconómico y monetario detallado de los tres países entre 1990 y 2004, puede consultarse en el capítulo II, sección 2.3.1.

Cuadro 18. Estadísticas descriptivas de las principales variables explicativas macroeconómicas y monetarias en Argentina, 1990-2004

Variable	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación Estándar
Inflación (%/100, variación anual)	1.83	0.04	23.14	-0.01	6.15
Deuda externa total (% del PIB)	0.55	0.44	1.47	0.27	0.36
Gasto público (% del PIB)	0.32	0.31	0.36	0.29	0.02
Ingresos públicos (% del PIB)	0.30	0.29	0.33	0.27	0.02
Déficit público (% del PIB)	-0.02	-0.02	0.02	-0.08	0.02
Tasa de interés activa nominal (%/100)	3.08	0.15	38.60	0.09	10.24
Tasa de interés activa real (%/100)	0.20	0.13	0.82	0.07	0.20
Tipo de cambio (moneda nacional por dólar)	1.24	1.00	3.06	0.49	0.75

Fuente: Elaboración propia con base en datos de "World Development Indicators 2005", del sitio en línea <http://www.worldbank.org/data/wdi2005/>

Cuadro 19. Estadísticas descriptivas de las principales variables explicativas macroeconómicas y monetarias en Brasil, 1990-2004

Variable	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación Estándar
Inflación (%/100, variación anual)	6.05	0.15	29.48	0.03	9.88
Deuda externa total (% del PIB)	0.34	0.34	0.58	0.22	0.10
Gasto público (% del PIB)	0.33	0.33	0.36	0.31	0.02
Ingresos públicos (% del PIB)	0.30	0.29	0.35	0.24	0.03
Déficit público (% del PIB)	-0.01	-0.01	0.01	-0.02	0.01
Tasa de interés activa nominal (%/100)	24.22	0.83	130.99	0.57	42.26
Tasa de interés activa real (%/100)	1.25	0.75	4.06	0.41	1.14
Tipo de cambio (moneda nacional por dólar)	1.20	1.04	3.08	0.00	1.06

Fuente: Elaboración propia con base en datos de "World Development Indicators 2005", del sitio en línea <http://www.worldbank.org/data/wdi2005/>

Cuadro 20. Estadísticas descriptivas de las principales variables explicativas macroeconómicas y monetarias en México, 1990-2004

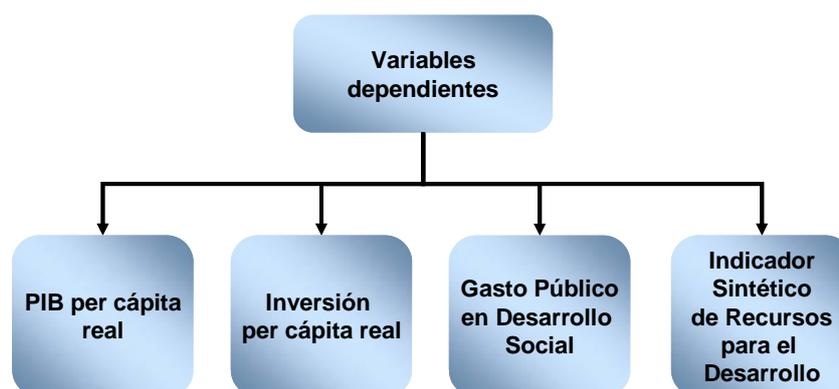
Variable	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación Estándar
Inflación (%/100, variación anual)	0.16	0.16	0.35	0.05	0.10
Deuda externa total (% del PIB)	0.34	0.34	0.58	0.22	0.10
Gasto público (% del PIB)	0.23	0.23	0.28	0.22	0.01
Ingresos públicos (% del PIB)	0.23	0.23	0.25	0.20	0.01
Déficit público (% del PIB)	-0.01	-0.01	0.01	-0.02	0.01
Tasa de interés activa nominal (%/100)	0.24	0.23	0.59	0.07	0.14
Tasa de interés activa real (%/100)	0.06	0.07	0.15	0.00	0.04
Tipo de cambio (moneda nacional por dólar)	6.81	7.76	10.79	2.81	3.06

Fuente: Elaboración propia con base en datos de "World Development Indicators 2005", del sitio en línea <http://www.worldbank.org/data/wdi2005/>

4.2.3. Variables dependientes de recursos disponibles para el desarrollo

El desarrollo económico puede lograrse a partir de algunas condiciones fundamentales, siendo una de las más importantes la disposición de recursos para mejorar el estado de los indicadores de bienestar social. Entre los aspectos a considerar cuando se trata el tema del desarrollo se encuentran: 1) el ingreso per cápita; 2) la mejor distribución del ingreso ó la equidad distributiva, ya que menos desigualdad se traduce en menores niveles de pobreza; 3) la educación; 4) la salud; y 5) la infraestructura. Cuatro de estos cinco factores son considerados de manera directa en el análisis econométrico. Se excluye el estudio de los indicadores referentes a la distribución del ingreso, aunque indirectamente el tema es abordado como una consecuencia de la disponibilidad de financiamiento productivo. La abundancia de crédito para la inversión real, permite generar empleos, lo cual es un elemento central para aminorar la desigualdad distributiva. La mejor vinculación del sistema financiero con la economía, manifestada en una significativa expansión del crédito productivo, dirigido en su mayor parte a las micro, pequeñas y medianas empresas, resultaría en una generación importante de empleos, con beneficios evidentes para la economía y la población.

Ilustración 2. Variables dependientes para los modelos econométricos



Fuente: Elaboración propia.

Se han elegido como variables dependientes, los cuatro indicadores relacionados con la disponibilidad de recursos para el desarrollo económico (Ver Ilustración 2). Primeramente, relacionado con la situación del ingreso por

persona, se utiliza el PIB per cápita como indicador de la cantidad de recursos monetarios con los que teóricamente contaría cada habitante de Argentina, Brasil y México, si existiera una distribución perfecta de la riqueza generada por sus aparatos productivos.

En segundo lugar, se utiliza la inversión per cápita real. Este indicador refleja la totalidad de capital destinado a la expansión de la infraestructura y la generación de empleos en la economía. Para efectos de esta investigación se trabaja con el valor de la inversión por persona, ajustado por la inflación de acuerdo con el deflactor implícito del PIB. En este rubro se incluye el gasto público y privado en formación de capital fijo, es decir, en mejoras para la tierra (cercas, zanjas, drenajes, etc.); edificación de plantas industriales, maquinaria, y compras de equipo; y la construcción de caminos, ferrocarriles, y similares, incluyendo escuelas, oficinas, hospitales, viviendas residenciales privadas, y edificios comerciales e industriales.

Cuadro 21. Estadísticas descriptivas de las variables dependientes indicativas de los recursos disponibles para el desarrollo en Argentina (valores reales en dólares)

Variable	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación Estándar	Coficiente de Variación
PIB per cápita real	7,338	7,423	8,424	5,643	766	0.10
Inversión per cápita real	1,066	1,293	1,723	28	553	0.52
Gasto público en desarrollo social per cápita real	554	676	818	16	269	0.49
Gasto público en educación per cápita real	287	363	417	8	138	0.48
Gasto público en salud per cápita real	266	312	401	7	133	0.50

Fuente: Elaboración propia con base en datos de "World Development Indicators 2005", del sitio en línea <http://www.worldbank.org/data/wdi2005/>

Como tercera variable dependiente se emplea el gasto público en desarrollo social, definido como la cantidad de recursos públicos que se destinan a la formación de capital humano, al mejoramiento de las condiciones de vida de la población, particularmente en dos aspectos cualitativos: educación y salud. El gasto público en desarrollo social, se conforma por la suma del gasto público en educación y gasto público en salud. El primero permite mejorar el nivel educativo de la población; tener ciudadanos más preparados representa un importante potencial humano para impulsar el progreso de una nación. El gasto público en salud permite ampliar la esperanza de vida, abatir las tasas de

mortalidad infantil y brindar el acceso a los servicios de salubridad para toda la población; contar con habitantes cuyas condiciones físicas y mentales sean más saludables, permitirá tener una vigorosa fuerza de trabajo que actúe en pro del crecimiento y el desarrollo económico.

Cuadro 22. Estadísticas descriptivas de las variables dependientes indicativas de los recursos disponibles para el desarrollo en Brasil (valores reales en dólares)

Variable	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación Estándar	Coefficiente de Variación
PIB per cápita real	3,358	3,426	3,560	3,046	181	0.05
Inversión per cápita real	429	483	888	25	330	0.77
Gasto público en desarrollo social per cápita real	161	197	339	8	122	0.76
Gasto público en educación per cápita real	71	87	147	3	53	0.76
Gasto público en salud per cápita real	90	108	192	5	69	0.76

Fuente: Elaboración propia con base en datos de "World Development Indicators 2005", del sitio en línea <http://www.worldbank.org/data/wdi2005/>

Cuadro 23. Estadísticas descriptivas de las variables dependientes indicativas de los recursos disponibles para el desarrollo en México (valores reales en dólares)

Variable	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación Estándar	Coefficiente de Variación
PIB per cápita real	5,398	5,325	5,934	4,899	353	0.07
Inversión per cápita real	800	789	1,182	367	275	0.34
Gasto público en desarrollo social per cápita real	271	263	416	132	97	0.36
Gasto público en educación per cápita real	118	121	165	55	40	0.34
Gasto público en salud per cápita real	153	153	254	61	61	0.40

Fuente: Elaboración propia con base en datos de "World Development Indicators 2005", del sitio en línea <http://www.worldbank.org/data/wdi2005/>

4.2.3.1. Indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo

La cuarta variable dependiente es un indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo, construido mediante la combinación lineal de los tres anteriores. El indicador sintético se genera a partir de la metodología de los componentes principales, conjuntando al PIB per cápita, la inversión per cápita y el gasto público en desarrollo social, para generar una nueva variable. La técnica de los componentes principales permite obtener combinaciones lineales de los tres indicadores, que se considera aportan una mayor contribución a la explicación de la varianza del conjunto de datos, referentes a los recursos para el desarrollo.



La metodología de los componentes principales permite reducir la dimensión de un conjunto de p elementos (en este caso de 3 variables por país), para representarlas en un pequeño subconjunto $r < p$ con la mínima pérdida de información posible. En esta etapa del análisis, se condensaron las tres variables de recursos disponibles para el desarrollo en una nueva variable z_1 , que resume óptimamente la información. El indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo en los tres países equivale al primer componente principal z_1 .

Los componentes principales generalmente han sido utilizados en el análisis econométrico como variables explicativas, sin que exista una restricción, ni limitante estadístico para que se empleen como variables dependientes. Debe considerarse que la nueva variable z_1 , al tener máxima correlación con las variables originales, permite prever adecuadamente el comportamiento de estas últimas y por lo tanto, puede modelarse como magnitud de pronóstico (dependiente) para encontrar las variables predictoras (explicativas) que determinan su comportamiento.

Para obtener el indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo de Argentina, Brasil y México, mediante la técnica de los componentes principales, primeramente se corroboró si éste tendría sentido. Es decir, si la correlación entre las variables indicativas del desarrollo económico, es lo suficientemente grande como para justificar la factorización de la matriz de coeficientes de correlación. En los tres casos se puede observar que existe una elevada correlación entre las variables, aunque la interdependencia más cercana se da entre la inversión per cápita y el gasto público en desarrollo social (Ver Cuadro 24, Cuadro 25 y Cuadro 26). Esto significa que el análisis de los componentes principales resulta válido para todos los países estudiados y que la nueva variable generada expresará fielmente el comportamiento de las tres que le dieron origen.

Cuadro 24. Matriz de correlaciones de las variables de recursos disponibles para el desarrollo en Argentina

	PIB per cápita	Inversión per capita	Gasto Público en Desarrollo Social
PIB per cápita	1	0.9003	0.8949
Inversión per capita	0.9003	1	0.9900
Gasto Público en Desarrollo Social	0.8949	0.9900	1

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 25. Matriz de correlaciones de las variables de recursos disponibles para el desarrollo en Brasil

	PIB per cápita	Inversión per capita	Gasto Público en Desarrollo Social
PIB per cápita	1	0.8607	0.8859
Inversión per capita	0.8607	1	0.9959
Gasto Público en Desarrollo Social	0.8859	0.9959	1

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 26. Matriz de correlaciones de las variables de recursos disponibles para el desarrollo en México

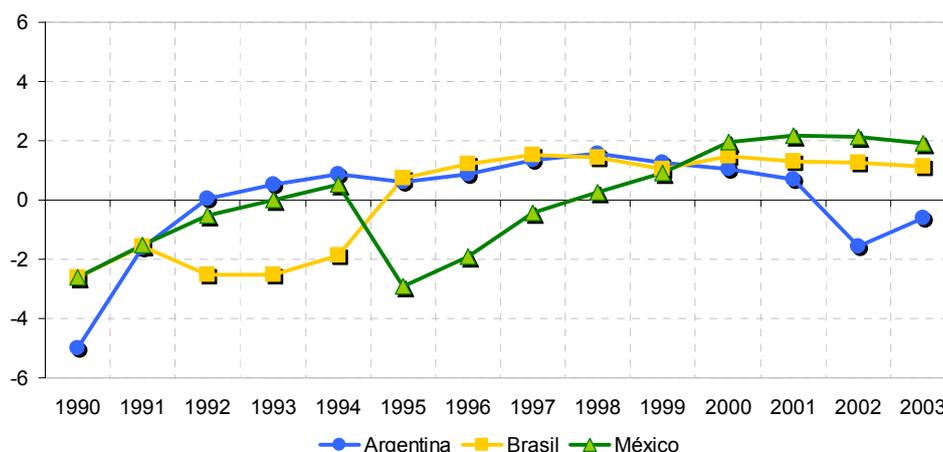
	PIB per cápita	Inversión per capita	Gasto Público en Desarrollo Social
PIB per cápita	1	0.9416	0.8526
Inversión per capita	0.9416	1	0.9609
Gasto Público en Desarrollo Social	0.8526	0.9609	1

Fuente: Elaboración propia.

La combinación de tres variables relacionadas con el desarrollo económico, arroja tres componentes principales. Tal y como se había mencionado, el indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo en los tres países, equivale al primer componente principal (z_1), porque en todos los casos explica más del 94% de la variación de los datos originales. El indicador sintético o primer componente principal se define como la combinación lineal de las variables originales que tiene varianza máxima. En el Apéndice 4.1 se presenta una breve explicación teórica de la forma en que se obtiene el primer componente principal y la técnica completa puede consultarse en Peña (2002).

Debido a la elevada correlación entre el PIB per cápita, la inversión per cápita y el gasto público en desarrollo social per cápita, el primer componente tiene todas sus coordenadas del mismo signo y puede interpretarse como un promedio ponderado de las variables originales, o un factor global de tamaño¹⁷⁹. La nueva variable es un indicador cuantitativo de la cantidad de recursos destinados al desarrollo económico en cada país.

Gráfica 32. Evolución de los indicadores sintéticos de recursos disponibles para el desarrollo en Argentina, Brasil y México, 1990-2004



Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con el comportamiento del indicador sintético por país, desde 1990 los recursos para el desarrollo son más abundantes en los tres casos. Sin embargo, dentro de la tendencia alcista sobresalen los periodos de crisis financiera, especialmente en Argentina (2002) y México (1995), reflejados en fuertes disminuciones del total de capital invertido para elevar el nivel de vida de la población (Ver Gráfica 32). En Brasil el decremento es menos perceptible, pero también se presenta en el año subsiguiente al choque financiero de 1998 (Ver Gráfica 32).

La cuarta variable dependiente es el primer componente principal, obtenido de la combinación lineal de las otras tres variables de respuesta y completa el conjunto de indicadores que serán explicados por los modelos econométricos.

¹⁷⁹ Peña Sánchez de Rivera, Daniel (2002). Págs. 152-153.



4.2.4. Principales correlaciones entre variables financieras, monetarias y macroeconómicas, con los indicadores de desarrollo

Previo a la ejecución del estudio econométrico, puede realizarse un análisis de correlación, que aunque se relaciona cercanamente con el primero, tiene importantes diferencias conceptuales. A continuación se presenta una breve descripción de los contrastes entre la correlación y la regresión, de acuerdo con Gujarati¹⁸⁰:

En el análisis de correlación el objetivo principal es medir la fuerza o grado de asociación lineal entre dos variables. En el análisis de regresión, el interés no radica en este tipo de medición. En cambio, se trata de estimar o de predecir el valor promedio de una variable sobre la base de valores fijos de otras variables. La regresión y la correlación tienen algunas diferencias fundamentales.¹⁸¹

Gráfica 33. Matriz de correlación entre variables dependientes y explicativas para Argentina

Matriz de correlaciones						
	PIB	PIB per cápita	Inversión	Inversión per cápita	GPDS ¹ per cápita	ISRDD ²
Activos del banco central	-0.183	-0.391	-0.616	-0.417	-0.369	-0.402
Activos de los bancos comerciales	0.596	0.372	-0.274	0.096	0.188	0.222
Activos de otros intermediarios	0.705	0.554	-0.124	0.342	0.445	0.456
Capitalización el mercado accionario	0.300	0.050	-0.600	-0.065	0.053	0.012
Capitalización del mercado de bonos gubernamentales	0.115	-0.042	-0.477	-0.242	-0.142	-0.147
Capitalización del mercado privado de bonos	0.404	0.163	-0.422	-0.015	0.073	0.074
Crédito bancario al sector privado	0.779	0.767	0.370	0.578	0.622	0.671
Depósitos bancarios	0.848	0.697	0.031	0.470	0.554	0.586
Desarrollo financiero	0.588	0.742	0.776	0.665	0.623	0.692
Deuda externa total	0.096	-0.153	-0.618	-0.301	-0.221	-0.231
Profundización financiera	0.865	0.716	0.063	0.491	0.571	0.606
Valor total negociado en el mercado accionario	0.326	0.414	0.484	0.366	0.307	0.371
Desarrollo del mercado de valores	-0.049	0.108	0.390	0.224	0.149	0.165
Margen financiero	-0.722	-0.709	-0.345	-0.867	-0.896	-0.846
Tasa de interés activa	-0.717	-0.706	-0.345	-0.866	-0.895	-0.844
Tasa de interés real	-0.808	-0.801	-0.504	-0.864	-0.868	-0.865

Fuente: Elaboración propia.

En Argentina las correlaciones de las variables de control del sistema financiero muestran signos y niveles diferenciados, destacando la situación del crédito

¹⁸⁰ Gujarati, Damodar N. (1997). Pág. 21.

¹⁸¹ Loc. cit.

bancario al sector privado, que tiene la correlación positiva más elevada con las variables de desarrollo económico. Mientras que, tal y como podría preverse, las variables monetarias presentan una relación inversa con los indicadores de desarrollo; lo que significa que a mayores tasas de interés (activas y reales) y margen financiero, menor expansión de las variables de bienestar social. En el caso de la deuda externa total, la correlación negativa con las variables endógenas es previsible, al representar una fuga de recursos que no llegan a la inversión productiva. (Ver Gráfica 33)

Los factores financieros en Brasil, en su mayoría están correlacionados positivamente con el avance en los indicadores de desarrollo económico. Contrariamente a lo sucedido en Argentina, en la nación brasileña diversos indicadores presentan elevadas correlaciones positivas con las variables dependientes, tal es el caso de: los activos de los bancos comerciales, la capitalización el mercado accionario y del mercado de bonos gubernamentales, el crédito bancario al sector privado y la profundización financiera. También en este caso, tasas de interés y spread tienen correlaciones negativas con el desarrollo económico. (Ver Gráfica 34)

Gráfica 34. Matriz de correlación entre variables dependientes y explicativas para Brasil

Matriz de correlaciones						
	PIB	PIB per cápita	Inversión	Inversión per cápita	GPDS ¹ per cápita	ISRDD ²
Activos del banco central	-0.501	-0.620	-0.381	-0.657	-0.644	-0.659
Activos de los bancos comerciales	0.907	0.923	0.202	0.768	0.802	0.854
Activos de otros intermediarios	0.023	0.032	0.311	-0.134	-0.096	-0.069
Capitalización el mercado accionario	0.942	0.917	0.176	0.693	0.718	0.796
Capitalización del mercado de bonos gubernamentales	0.962	0.924	0.051	0.783	0.809	0.862
Capitalización del mercado privado de bonos	0.640	0.609	-0.010	0.655	0.648	0.657
Crédito bancario al sector privado	0.772	0.813	0.311	0.691	0.713	0.760
Depósitos bancarios	0.877	0.856	0.089	0.717	0.737	0.791
Desarrollo financiero	0.551	0.634	0.298	0.576	0.575	0.612
Deuda externa total	0.606	0.462	-0.251	0.251	0.286	0.341
Profundización financiera	0.868	0.852	0.078	0.726	0.745	0.796
Valor total negociado en el mercado accionario	0.538	0.595	0.256	0.484	0.483	0.535
Desarrollo del mercado de valores	-0.039	0.025	0.050	0.081	0.056	0.056
Margen financiero	-0.629	-0.621	0.256	-0.884	-0.868	-0.817
Tasa de interés activa	-0.660	-0.632	0.280	-0.859	-0.839	-0.802
Tasa de interés real	-0.735	-0.715	0.240	-0.885	-0.873	-0.850

Fuente: Elaboración propia.

En México el desarrollo financiero es la variable explicativa que ostenta la correlación más elevada y positiva con los indicadores de desarrollo económico. El crédito bancario al sector privado presenta resultados anormales, pues se correlaciona mínima y negativamente con los indicadores de bienestar social. La deuda externa total en México, ostenta los valores más elevados de correlación negativa con las variables de desarrollo. Esto significa que la carga del endeudamiento en este país ha sido un obstáculo significativo, mayor que en Argentina y Brasil, para el desarrollo económico. Una vez más se repite el patrón de comportamiento de los indicadores monetarios, que se relacionan de manera inversa con el desarrollo económico. (Ver Gráfica 35)

Gráfica 35. Matriz de correlación entre variables dependientes y explicativas para México

Matriz de correlaciones						
	PIB	PIB per cápita	Inversión	Inversión per cápita	GPDS ¹ per cápita	ISRDD ²
Activos del banco central	-0.924	-0.860	-0.640	-0.809	-0.789	-0.842
Activos de los bancos comerciales	0.712	0.607	0.449	0.481	0.478	0.536
Activos de otros intermediarios	-0.579	-0.700	-0.912	-0.667	-0.499	-0.640
Capitalización el mercado accionario	-0.291	-0.347	-0.180	-0.194	-0.020	-0.192
Capitalización del mercado de bonos gubernamentales	0.062	0.157	-0.101	0.193	0.184	0.183
Capitalización del mercado privado de bonos	0.488	0.348	-0.021	0.393	0.560	0.445
Crédito bancario al sector privado	-0.421	-0.483	-0.372	-0.352	-0.145	-0.336
Depósitos bancarios	0.612	0.497	0.465	0.438	0.442	0.471
Desarrollo financiero	0.867	0.810	0.644	0.798	0.783	0.819
Deuda externa total	-0.670	-0.804	-0.661	-0.913	-0.867	-0.886
Profundización financiera	0.651	0.538	0.469	0.484	0.497	0.520
Valor total negociado en el mercado accionario	-0.498	-0.497	-0.240	-0.305	-0.147	-0.325
Desarrollo del mercado de valores	-0.782	-0.675	-0.320	-0.563	-0.551	-0.612
Margen financiero	-0.197	-0.319	-0.272	-0.552	-0.592	-0.503
Tasa de interés activa	-0.672	-0.780	-0.670	-0.915	-0.886	-0.885
Tasa de interés real	-0.448	-0.484	-0.315	-0.491	-0.393	-0.469

Fuente: Elaboración propia.

El primer acercamiento ofrecido por la exploración de las correlaciones, permite apreciar que algunas variables financieras tienen correspondencia positiva con la evolución de los indicadores de recursos disponibles para el desarrollo. Además, en los tres países, los costos de financiamiento y de intermediación, así como la deuda externa, representan un factor limitante para la mejoría de los indicadores de desarrollo económico. A continuación, el análisis econométrico permitirá corroborar o refutar las apreciaciones vertidas en esta sección y conformar un panorama integral de la relación entre el desempeño del sistema financiero y el estado del desarrollo económico.



4.3. Formulación econométrica de los modelos

La relación entre la economía real y el bienestar social con el sistema financiero, se analiza mediante la construcción de un panel de datos que incluye a los tres países objeto de estudio. Las series por cada variable comprenden un lapso de 14 años entre 1990 y 2003, para completar un total de 42 observaciones. El inicio de las series es 1990, debido a que en ese año comienzan a resentirse los efectos de las reformas financieras, ocurridas casi al mismo tiempo en los tres países. El empleo del panel de datos permite subsanar el reducido tamaño de la muestra por nación y concede la posibilidad de trabajar con series de mayor extensión. El mayor número de observaciones, sumado a las coincidencias económicas y financieras de AByM, conjuntan los elementos suficientes para realizar estimaciones más precisas.

El análisis econométrico se realiza en dos etapas. En primer lugar, se modela el comportamiento del crédito bancario al sector privado, por ser la variable considerada como el elemento detonante del ciclo económico, tal y como se menciona en la sección 4.1 de este capítulo. Por su importancia para el desarrollo económico, se buscan los factores que determinan el volumen de financiamiento otorgado por los bancos comerciales al sector productivo. Esta variable es indicativa del grado de participación del sistema financiero en el proceso de expansión y mejoramiento de las condiciones de vida de la población; particularmente de la contribución de las instituciones crediticias, de vital importancia en Argentina, Brasil y México, por ser los intermediarios preponderantes en sus economías.

La segunda etapa concierne al análisis empírico de la relación entre el sistema financiero y las variables indicativas de la disponibilidad de recursos para el desarrollo. Con este fin, se construyen diferentes modelos para explicar el comportamiento de serie de bienestar social y definir que indicadores de desempeño del sistema financiero, son determinantes en la generación de efectos positivos para el progreso humano.



El Cuadro 14 contiene el listado de las variables, dependientes e independientes, empleadas en las dos etapas de estimación y las abreviaturas con las que se les designa en los modelos econométricos. Mientras que en el Apéndice 4.2 se presenta la definición completa de las variables utilizadas en el análisis econométrico y la fuente de información de origen. Todos los parámetros listados en el Cuadro 14 y Apéndice 4.2, fueron examinados mediante la construcción de múltiples regresiones para determinar, finalmente, los modelos más adecuados para la predicción de las variables dependientes. En los modelos definitivos se descartaron aquellas series que no fueron significativas para el pronóstico de los indicadores de desarrollo.

4.3.1. Metodología econométrica

Para la estimación de los modelos se utiliza la técnica econométrica de datos panel. Al adoptar esta metodología, con estructura de corte transversal, se dispone de un mayor número de observaciones, incrementando los grados de libertad y reduciendo la colinealidad entre las variables explicativas, lo que permite obtener finalmente, estimaciones econométricas más eficientes. Con la técnica de datos panel, se pretenden medir los efectos provocados por movimientos en las variables de cada país, que pudieran afectarse entre sí y que mediante estimaciones individuales sería imposible capturar. El ordenamiento de corte transversal, significa que el análisis de los datos esta enfocado en las unidades individuales de estudio, durante un determinado espacio de tiempo. De esta forma, los tres países investigados, Argentina, Brasil y México, constituyen los elementos muestrales.

A los datos se les da el tratamiento de series de tiempo para obtener estimaciones consistentes, por lo cual, se realiza el análisis de conitegración. Se busca que las series sean estacionarias o en caso contrario, que estén cointegradas, es decir, que la combinación lineal entre ellas derive en una relación estacionaria de largo plazo, para evitar que las regresiones arrojen resultados espurios.



La técnica de datos panel se centra en las variaciones de sección cruzada o heterogeneidad.¹⁸² Su importancia radica en la posibilidad de captar la diversidad no observable entre los agentes involucrados en la estimación, así como también en el tiempo, dado que esta heterogeneidad no se puede detectar ni con estudios de series temporales, ni tampoco con los de corte transversal por separado. También resulta relevante que en periodos de profundas transformaciones, como las ocurridas en AByM durante los noventa, los datos panel permiten realizar un análisis más dinámico al incorporar la dimensión temporal de los datos. Para los modelos econométricos de esta investigación, se incluye una muestra de tres países, en un período determinado de tiempo, tratando de recoger la información de los efectos individuales específicos y los efectos temporales.

Los efectos individuales específicos, son aquellos que afectan de manera desigual a cada uno de los países contenidos en la muestra, los cuales son invariables en el tiempo y que perturban de manera directa la situación económica de las unidades estudiadas. Por ejemplo, la productividad de cada nación, el acceso al crédito, el desarrollo de los mercados de capitales, las devaluaciones y las privatizaciones. Por el contrario, los efectos temporales afectan por igual a todas las unidades individuales de la muestra pero no varían en el tiempo. Este tipo de efectos pueden asociarse, por ejemplo, a las crisis financieras, cuyas secuelas se transmiten entre países por la globalización de los mercados financieros, a la desaceleración económica mundial, al incremento en el precio de los energéticos.

La especificación general de un modelo de regresión con datos de panel es la siguiente¹⁸³:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + X_{kit} \beta_{kit} + u_{it} \quad (4.3)$$

$$\text{con } i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T.$$

¹⁸² Greene, William H. (1999). Pág. 533.

¹⁸³ Hill, Carter R., William E. Griffiths, George G. Jude (2001). Pág. 352.



Donde i se refiere al individuo o a la unidad de estudio (corte transversal), en este caso al país, t a la dimensión en el tiempo, α es un vector de interceptos de n parámetros, β es un vector de k parámetros y X_{it} es la i -ésima observación al momento t para las k variables explicativas. En este caso, la muestra total de las observaciones en el modelo estaría dada por $N * T$.

A partir del modelo general, y con base en ciertos supuestos y restricciones acerca del valor de algunos de los parámetros, se pueden derivar otras variantes del modelo de datos panel. La especificación particular que se emplea en esta investigación, para todos los modelos, se denomina de “Ecuaciones aparentemente no relacionadas”, SUR por sus siglas en inglés (Seemingly Unrelated Regressions)¹⁸⁴, la cual considera que hay diferencias entre las unidades de corte transversal, tanto en el intercepto como en los coeficientes de las variables explicativas, pero no a través del tiempo. La estimación SUR permite tener ecuaciones para cada país, enriquecidas por las coincidencias entre ellos, sin dejar de lado las diferencias. Para enriquecer el análisis, se trabaja también con la técnica de Efectos Fijos, que arroja una sola ecuación para los tres países, en la cual sólo difieren los coeficientes asociados a una variable Dummy y no existe un término constante.¹⁸⁵

La especificación SUR se puede expresar como una simplificación del modelo original:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + u_{it} \quad (4.3)$$

teniendo como principales variaciones:

$$Y_{it} = Y_i \quad \alpha_{it} = \alpha_i \quad \beta_{kit} = \beta_{ki}$$

es decir, la pendiente y los coeficientes varían entre individuos (países), pero se mantiene constantes a lo largo del tiempo.¹⁸⁶ De manera que el modelo SUR resultante es:

¹⁸⁴ Zellner, Arnold (1962). Págs. 348-368 y Phillips, P.C.B. (1985). Págs. 745-756.

¹⁸⁵ Hill, Carter R., William E. Griffiths, George G. Jude (2001). Pág. 358.

¹⁸⁶ Hill, Carter R., William E. Griffiths, George G. Jude (2001). Pág. 352.



$$Y_i = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \beta_{ki} X_{kit} + u_i \quad (4.4)$$

La estimación de α_i y β_{ki} se realiza mediante la técnica de regresiones aparentemente no relacionadas, lo que permite capturar la influencia de factores provenientes de cada país, que afectan a los otros y que al estimar las ecuaciones por separado quedarían excluidos.

El supuesto que determina que el procedimiento SUR es mejor que una estimación de mínimos cuadrados por separado es:

$$\text{cov}(e_{it}, e_{jt}) \quad (4.5)$$

Que indica que los términos del error de dos ecuaciones, en el mismo periodo de tiempo, están correlacionados. Este tipo de correlación se denomina *correlación contemporánea*.¹⁸⁷ Para entender porque los términos de error pueden estar correlacionados, es importante tomar en cuenta que estos errores contienen la influencia de los factores que se han omitido en las ecuaciones.

Cuando las unidades muestrales se asemejan en múltiples aspectos, es altamente probable que los efectos de los factores prescindidos en las ecuaciones individuales sean similares entre sí. Esto significaría que si los términos de error logran capturar los efectos parecidos, entonces están correlacionados. Esta situación puede aprovecharse para producir mejores modelos cuando las ecuaciones son estimadas de manera conjunta. Por lo tanto, incluir el supuesto de correlación contemporánea nos permite trabajar con información adicional, no considerada al plantear los modelos econométricos.¹⁸⁸

En esta investigación se trabaja con Argentina, Brasil y México, como unidades transversales porque tienen importantes coincidencias a nivel económico y financiero. Una de las principales causantes de las similitudes, es la aplicación

¹⁸⁷ *Ibidem*. Págs. 354-356.

¹⁸⁸ *Loc. Cit.*

de la misma política económica neoliberal; incluyendo una política monetaria que privilegio la estabilidad de precios, utilizando como ancla para a la inflación al tipo de cambio. Se utilizaron regimenes cambiarios análogos y políticas fiscales con medidas paralelas. Las reformas financieras se pusieron en marcha al mismo tiempo y en los tres casos se dieron procesos de privatización y posterior extranjerización, principalmente de instituciones financieras. Los tres pertenecen al grupo de economías en desarrollo (“economías emergentes” en el argot financiero). Sus sistemas financieros están estrechamente relacionados como consecuencia de la globalización y padecieron importantes episodios de crisis con características muy similares en la década de los noventa. Se ubican en la misma región geoeconómica, siendo las tres economías más importantes de Latinoamérica. Sus estructuras productivas son parecidas, mientras que el desempeño de sus sistemas financieros muestra un notable paralelismo. A partir de estas similitudes, se fundamenta la justificación de elegir la técnica SUR como metodología de estimación, para analizar la relación de las esferas real y financiera en las tres naciones, así como medir los resultados del neoliberalismo.

La existencia de correlación contemporánea, para que el método SUR tenga validez, se corrobora mediante la aplicación de una prueba estadística. Cuando las variables explicativas en cada ecuación son diferentes, entonces se realiza el test para corroborar que la correlación entre los errores de las estimaciones, es perceptiblemente diferente de cero. Si la hipótesis nula de cero correlación no es rechazada, no existe evidencia que sugiera que SUR es mejor que la estimación de mínimos cuadrados. El primer paso para realizar la prueba es calcular la correlación entre los errores de las ecuaciones estimadas:

$$r_{i,j}^2 = \frac{\hat{\sigma}_{i,j}^2}{\hat{\sigma}_i^2 \hat{\sigma}_j^2}$$

En donde las varianzas estimadas $\hat{\sigma}_i^2$ y $\hat{\sigma}_j^2$ de las series de los errores, se calculan de las ecuaciones separadas de mínimos cuadrados. Mientras que la covarianza es calculada de la siguiente forma:

$$\hat{\sigma}_{i,j} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{e}_{it} \hat{e}_{jt}$$

El planteamiento de las hipótesis es:

$$H_0 : \sigma_{12} = \sigma_{13} = \sigma_{23} = 0 \quad \text{No existe correlación contemporánea}$$

$$H_1 : \sigma_{12} \neq \sigma_{13} \neq \sigma_{23} \neq 0 \quad \text{Existe correlación contemporánea}$$

Cuando se trabaja con más de dos estimaciones, como es el caso que nos atañe con tres ecuaciones, el estadístico de prueba es:

$$\lambda = T(r_{12}^2 + r_{13}^2 + r_{23}^2)$$

Que sigue una distribución χ^2 con grados de libertad igual al número de correlaciones (r^2), en este caso tres grados de libertad. Si el valor del estadístico calculado λ es mayor que el valor de prueba $\chi_{(3)}^2$, se rechaza la hipótesis nula, se acepta entonces la hipótesis alternativa de correlación contemporánea y la técnica de estimación SUR tendrá validez, al arrojar mejores resultados que los mínimos cuadrados para las ecuaciones por separado.¹⁸⁹

4.3.2. Especificación del modelo de factores determinantes del crédito bancario

En primera instancia, se han construido tres modelos econométricos para la determinación los factores que tienen ingerencia en el comportamiento del crédito bancario al sector privado, por estar considerado como el principal elemento detonante de la actividad productiva. Lo que se trata de estimar en los tres modelos de crédito, es el cambio porcentual en el nivel del mismo, frente a modificaciones en las variables explicativas. Por este motivo, se utiliza el logaritmo natural del crédito bancario real al sector privado como variable dependiente.

¹⁸⁹ Hill, Carter R., William E. Griffiths, George G. Jude (2001). Pág. 356.

Las variables explicativas están dadas por el conjunto de indicadores del sistema financiero, macroeconómicos y monetarios. En las estimaciones, se incorpora como regresor, el nivel de crédito bancario rezagado un periodo, tomando en cuenta que éste ya registra los efectos de la situación económica y financiera del año precedente. La inclusión del crédito como variable explicativa, se justifica por ser el punto de partida del ciclo económico y en la medida en que pueda reembolsarse y propicie la generación de ingresos excedentes y ahorro, será determinante en la variación del volumen de financiamiento del periodo siguiente.

Después de plantear diversos modelos, con múltiples combinaciones de variables explicativas, se desecharon aquellas que resultaron poco significativas y que por lo tanto, no tienen mayor injerencia en la oferta de crédito bancario. El proceso de depuración de variables permitió finalmente diseñar las siguientes especificaciones:

Modelo 1.

$$\ln CBSP_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} CBSP_{i,t-1} + \beta_{2i} TIR_{it} + \beta_{3i} DF_{it} + \beta_{4i} TIA_{it} + \beta_{5i} TC_{it} + \beta_{6i} CMPB_{it} + e_{it}$$

(4.8)

$$\text{con } i = \textit{Argentina, Brasil y México} \quad T = 14$$

$$Obs = N * T = (3) * (14) = 48$$

Modelo 2.

$$\ln CBSP_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} CBSP_{i,t-1} + \beta_{2i} TIR_{it} + \beta_{3i} DF_{it} + \beta_{4i} TIA_{it} + \beta_{5i} ABD_{it} + \beta_{6i} CMPB_{it} + e_{it}$$

(4.9)

$$\text{con } i = \textit{Argentina, Brasil y México} \quad T = 14$$

$$Obs = N * T = (3) * (14) = 48$$

Modelo 3

$$\ln CBSP_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} CBSP_{i,t-1} + \beta_{2i} TIR_{it} + \beta_{3i} DF_{it} + \beta_{4i} PF_{it} + \beta_{5i} CMPB_{it} + \beta_{6i} TIA_{it} + e_{it}$$

(4.10)

$$\text{con } i = \textit{Argentina, Brasil y México} \quad T = 14$$

$$Obs = N * T = (3) * (14) = 48$$

Los tres modelos buscan captar los elementos determinantes en el nivel de crédito al sector privado, como son las expectativas de los bancos, el costo de financiamiento, los efectos de la política monetaria, además del desarrollo, tamaño y desempeño del sistema financiero.

4.3.3. Especificación de los modelos de relación entre el sistema financiero y el sector productivo

La influencia del desempeño financiero sobre los indicadores de desarrollo, sustentada en el vínculo del primero con el sector productivo, es analizada empíricamente a través de cuatro modelos econométricos de datos panel. Tres corresponden a indicadores básicos de desarrollo y el cuarto se refiere a un indicador sintético derivado de los tres anteriores. Específicamente, las variables dependientes son indicativas de recursos disponibles para el desarrollo: la primera corresponde al ingreso disponible por persona y se relaciona con la posibilidad de tener un nivel de vida digno; la segunda a la formación de capital por persona, relacionada con la viabilidad de obtener un empleo y habitar un país con mejores condiciones de infraestructura, que contribuyan a elevar el bienestar; y la tercera al gasto público en desarrollo social, incluyendo educación y salud, que permite mantener una vida larga y saludable, además de lograr un nivel más alto de preparación personal.

El indicador sintético, mide la cantidad conjunta de recursos que se destinan a los rubros considerados como los más importantes para el desarrollo, es un indicador de tamaño, obtenido como combinación lineal del resto de las variables dependientes.

Considerando que el crédito bancario es la condición necesaria para poner en marcha el ciclo económico, también deberá ser determinante en la mejoría de los indicadores de desarrollo, por la serie de eventos positivos que desencadena. Por este motivo, aparece en los cuatro modelos como variable explicativa, rezagado en un periodo, porque es un elemento que debe surgir



previamente a la realización de la inversión y al arranque del proceso productivo. Las cuatro especificaciones definitivas se muestran a continuación:

a) Modelo para la explicación del PIB per cápita

$$PIBpc_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}CBSP_{i,t-1} + \beta_{2i}TIR_{it} + \beta_{3i}DF_{it} + \beta_{4i}PF_{it} + \beta_{5i}DET_{it} + \beta_{6i}CMA_{it} + e_{it}$$

(4.11)

con $i = Argentina, Brasil y México$ $T = 14$

$$Obs = N * T = (3) * (14) = 48$$

b) Modelo para la explicación de la inversión per cápita

$$INVpc_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}CBSP_{i,t-1} + \beta_{2i}TIA_{it} + \beta_{3i}DF_{it} + \beta_{4i}PF_{it} + \beta_{5i}DET_{it} + \beta_{6i}CMA_{it} + \beta_{7i}CMGB_{it} + e_{it}$$

(4.12)

con $i = Argentina, Brasil y México$ $T = 14$

$$Obs = N * T = (3) * (14) = 48$$

c) Modelo explicativo del gasto público en desarrollo social

$$GPDS_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}CBSP_{i,t-1} + \beta_{2i}TIR_{it} + \beta_{3i}DF_{it} + \beta_{4i}DEFP_{it} + \beta_{5i}DET_{it} + \beta_{6i}CMGB_{it} + e_{it}$$

(4.13)

con $i = Argentina, Brasil y México$ $T = 14$

$$Obs = N * T = (3) * (14) = 48$$

d) Modelo para el indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo

$$ISRDD_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}CBSP_{i,t-1} + \beta_{2i}TIA_{it} + \beta_{3i}DF_{it} + \beta_{4i}ABD_{it} + \beta_{5i}DET_{it} + \beta_{6i}TC_{it} + e_{it}$$

(4.14)

con $i = Argentina, Brasil y México$ $T = 14$

$$Obs = N * T = (3) * (14) = 48$$

El objetivo de las especificaciones planteadas es captar el efecto transmisión del desempeño del sistema financiero sobre el estado de los indicadores de desarrollo económico.

4.3.4. Análisis de cointegración

La obtención de estimaciones validas y más eficientes, depende en gran medida del tratamiento que se le de a las series. Cuando los datos que se incluirán en el modelo presentan un comportamiento con tendencia estocástica, serán series no estacionarias, con raíz unitaria y la regresión arrojará resultados erróneos.¹⁹⁰ Para determinar el comportamiento de un conjunto de datos, se realizan pruebas de integración. Si se identifica que las series no son estacionarias, es necesario transformarla aplicando la primera diferencia, para eliminar la tendencia estocástica o raíz unitaria. Las estimaciones a partir de series no estacionarias no tienen significado alguno. Las series estacionarias en niveles se denominan *integradas de orden cero* $I(0)$, mientras que las no estacionarias son *integradas de orden uno* $I(1)$ o superior.¹⁹¹

A partir de series con un orden de integración $I(1)$ o no estacionarias, existen dos posibilidades de obtener estimaciones válidas: 1) diferenciar las datos; ó 2) probar que las series incluidas en la estimación son cointegradas, es decir, que mantienen una relación funcional de largo plazo. Para efectos de esta investigación se adopta la segunda posibilidad con la finalidad de evitar regresiones espurias.¹⁹²

Se dice que dos o mas series están cointegradas si las mismas se mueven conjuntamente a lo largo del tiempo y las diferencias entre ellas son estables (es decir estacionarias), aún cuando cada serie en particular contenga una tendencia estocástica y sea por lo tanto no estacionaria. La cointegración refleja la presencia de un equilibrio a largo plazo hacia el cual converge el sistema económico a través del tiempo. Cuando se trabaja con series que son no estacionarias de orden $I(d)$, puede existir una combinación lineal entre ellas que sea estacionaria o de orden $I(0)$, lo que significaría que están cointegradas.

¹⁹⁰ Enders, Walter (1995). Págs. 211-240.

¹⁹¹ El propósito de este trabajo no es presentar un desarrollo extenso de los temas de series de tiempo y estacionariedad, para una explicación detallada al respecto, ver Enders, Walter (1995). Págs. 211-268.

¹⁹² Granger, Clive and P. Newbold (1974). Págs. 111-120.

El vector de coeficientes que crean esta serie estacionaria es el vector cointegrante.

La cointegración de las variables utilizadas en este análisis se corrobora en dos etapas. En la primera, son estimadas las regresiones de largo plazo, para todos los modelos y para cada país por separado. Las pruebas de cointegración en esta primera fase, se llevan a cabo para las regresiones individuales antes de construir el panel de datos y aplicando test de cointegración tradicionales, específicamente la metodología de Engle y Granger.¹⁹³ La segunda etapa de ratificación para la cointegración, se realiza una vez estimados las regresiones SUR con pruebas diseñadas específicamente para modelos de datos panel, como los propuestos por Levin, Lin and Chu (2002), Breitung (2000), Im, Pesaran and Shin (2003), Maddala and Wu (1999), Choi (2001) y Hardi (2000).

En la siguiente sección se presenta el estudio de cointegración para todos los modelos planteados, bajo el enfoque de Engle y Granger.

4.3.4.1. Metodología de Engle y Granger

La cointegración de las series incluidas en los modelos se ratifica mediante la metodología de Engle y Granger¹⁹⁴, que puede resumirse brevemente de la siguiente manera:

- ✓ Determinar el orden de integración de cada una de las variables incluidas en el modelo.
- ✓ Especificar y estimar la relación funcional a largo plazo.
- ✓ Prueba de cointegración en los residuos estimados.
- ✓ Estimación del modelo de Corrección de Errores.

Para esta investigación se realizan sólo los tres primeros pasos, considerando que los resultados de éstas, permiten determinar la cointegración de las variables, cumpliendo con el objetivo de la etapa.

¹⁹³ Enders, Walter (1995). Págs. 373-377.

¹⁹⁴ Engle, R.F. y W. J. Granger (1987). Págs. 251-276.



4.3.4.1.1. Orden de integración de las variables

El orden de integración (d) se refiere al número de veces que se debe diferenciar una serie para lograr un proceso estacionario. Una variable es integrada de orden $I(d)$, si al diferenciarla d veces se logra su estacionariedad. Cuando se tiene una serie no estacionaria, su media y varianza serán dependientes del tiempo¹⁹⁵, es decir presenta una tendencia estocástica. Eliminar la tendencia no bastara para que la variable sea estacionaria, lo que únicamente se logrará diferenciando la serie. Los choques en una serie estacionaria son temporales, a través del tiempo sus efectos se disipan y tiende a regresar a su nivel medio de largo plazo. Sin embargo, una serie que sigue una caminata aleatoria (no estacionaria), no revierte su tendencia en el largo plazo y producirá resultados erróneos al ser incluida en una regresión. Con base en estas consideraciones, se requiere revisar el orden de integración de las variables utilizadas en la estimación econométrica (Ver Apéndice 4.3). Para este fin se emplea la prueba de raíz unitaria Dickey-Fuller Aumentada (ADF).¹⁹⁶

Los resultados muestran que la mayoría de las variables son $I(0)$ e $I(1)$, la excepción son tres de ellas que alcanzan un orden de integración $I(2)$, dos corresponden a Argentina y una a México (Ver Cuadro 27 y Apéndice 4.3.).

De acuerdo con Engle y Granger¹⁹⁷, las variables deben ser integradas del mismo orden para que pueda existir una relación de largo plazo. Dos series de orden $I(1)$, con varianza infinita y no estacionaria, pueden combinarse linealmente para generar errores $I(0)$, entonces estarán cointegradas y tenderán al equilibrio en el largo plazo. Trabajos desarrollados en la misma línea, plantean un escenario de mayor flexibilidad, demostrando que aunque se produzca una combinación entre series $I(1)$ e $I(0)$, pueden generarse errores $I(0)$ y resultar en una relación de cointegración.¹⁹⁸

¹⁹⁵ Enders, Walter (1995). Págs. 211-242

¹⁹⁶ Ibidem. Págs. 221-239.

¹⁹⁷ Engle, R.F. y W. J. Granger (1987). Págs. 251-276.

¹⁹⁸ Hatanaka, Michio (1996). 294 págs.



Cuadro 27. Orden de integración de las variables incluidas en las estimaciones

Variable	Argentina	Brasil	México
lnCBSP	I(1)	I(1)*	I(0)
PIBpc	I(2)	I(1)	I(1)
INVpc	I(0)	I(1)	I(1)
GPDS	I(0)	I(1)	I(1)*
ISRDD	I(0)	I(1)*	I(1)
CBSP	I(2)	I(1)	I(0)
ABD	I(0)	I(1)	I(1)
CMA	I(0)	I(1)	I(0)*
CMGB	I(0)	I(1)	I(2)
CMPB	I(1)**	I(1)	I(1)
DEFP	I(1)	I(1)	I(0)
DET	I(1)	I(1)	I(1)
DF	I(1)	I(1)	I(1)*
PF	I(1)	I(1)	I(1)*
TC	I(1)	I(0)	I(1)*
TIA	I(0)	I(1)	I(1)
TIR	I(0)	I(1)	I(1)

Notas: * Nivel de significancia de 10%, ** 0 retardos
Fuente: Elaboración propia.

Partiendo del modelo:

$$Y_t = \beta X_t + u_t$$

Si Y_t es $I(0)$ y X_t es $I(1)$, entonces puede esperarse que la combinación lineal entre ellas produzca errores integrados al orden mayor de las dos, esto es:

$$u_t = Y_t - \beta X_t \text{ será } I(1)$$

Aunque es posible que exista alguna β para la cual:

$$u_t = Y_t - \beta X_t \text{ sea } I(0)$$

Esto significa que la diferencia entre las dos series puede ser estable alrededor de una media fija y una varianza finita. La presencia de variables con diferente

orden de integración, en este caso $I(0)$ e $I(1)$, no impide que exista cointegración y puedan incluirse en una especificación econométrica.

Sin embargo, los resultados de integración de las variables objeto de análisis, presentan una situación fuera de lo común. El tratamiento de los datos en Argentina y México, resultó especialmente problemático por las grandes variaciones que presentan, originando que se encontraran series integradas en un orden mayor a uno (Ver Cuadro 27). Esto pudiera derivar en la no cointegración de las variables incluidas en las estimaciones junto con las series $I(2)$. Basándonos en lo explicado anteriormente, en relación a la posibilidad de encontrar errores $I(0)$, de combinaciones lineales con variables de diferente orden de integración ($I(1)$ e $I(0)$), esperaríamos que aun pudiera existir una relación de largo plazo en las especificaciones que incluyan a las series $I(2)$, lo cual sólo puede comprobarse con las pruebas de cointegración.

4.3.4.1.2. Especificación y estimación de la relación funcional de largo plazo

El siguiente paso consiste en el planteamiento y posterior estimación de las ecuaciones de equilibrio, para cada uno de los países y cada modelo en particular. Las especificaciones que representan la relación funcional de largo plazo entre las variables se enlistan a continuación.

- Modelo de crédito 1: especificación (4.8), calculada de manera individual para Argentina, Brasil y México.
- Modelo de crédito 2: especificación (4.9), calculada de manera individual para Argentina, Brasil y México.
- Modelo de crédito 3: especificación (4.10), calculada de manera individual para Argentina, Brasil y México.
- Modelo de PIB per cápita: especificación (4.11), calculada de manera individual para Argentina, Brasil y México.
- Modelo de Inversión per cápita: especificación (4.12), calculada de manera individual para Argentina, Brasil y México.

- Modelo de Gasto público en desarrollo social: especificación (4.13), calculada de manera individual para Argentina, Brasil y México.
- Modelo para el Indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo: especificación (4.14), calculada de manera individual para Argentina, Brasil y México.

Enseguida se generaron los residuos de cada una de las ecuaciones, realizándoles la prueba de raíz unitaria Dickey-Fuller Aumentada. El planteamiento de las hipótesis fue el siguiente:

Dado el modelo para los residuos:

$$\Delta \hat{e}_t = \rho_1 \hat{e}_{t-1} + \varepsilon_t$$

La prueba de hipótesis para los residuos es:

$H_0 : \rho = 0$ La serie de los residuos tiene raíz unitaria. Residuos no estacionarios

$H_1 : \rho \neq 0$ La serie de los residuos no tiene raíz unitaria. Residuos estacionarios

Los resultados del estadístico calculado, en todos los casos mayores en términos absolutos que cualquiera de los valores críticos de la prueba Dickey-Fuller Aumentada al 1%, 5% y 10%, así como sus probabilidades asociadas, permiten concluir que las series de residuos sometidas a evaluación son estacionarios o $I(0)$. Por lo tanto, las variables incluidas en cada modelo son cointegradas (Ver Cuadro 28 y Apéndice 4.3). Además de la cointegración, se realizaron las pruebas de autocorrelación (Durbin Watson y Breusch-Godfrey) y de heterocedasticidad (White), para corroborar el cumplimiento de los supuestos básicos del método de mínimos cuadrados en cada una de las ecuaciones estimadas. Así se garantizó la ausencia de problemas posteriores en los resultados de los datos panel.

En todas las especificaciones se demostró la cointegración de las variables (Ver Cuadro 28), lo que significa que en los casos de Argentina y México, las series $I(2)$ no representaron mayor problema, porque no impidieron que se



encontraran las relaciones esperadas de equilibrio en el largo plazo. Adicionalmente se aseguró la correcta especificación de los modelos, pues ninguno resultó afectado por dificultades de autocorrelación ni heterocedasticidad (Ver Apéndice 4.3).

Cuadro 28. Resultado de la prueba de cointegración para las ecuaciones individuales

Modelo	País	Ecuación de equilibrio de largo plazo	
		Orden de integración de los residuos	Cointegrados
Crédito 1	Argentina	I(0)	Si
	Brasil	I(0)	Si
	México	I(0)	Si
Crédito 2	Argentina	I(0)	Si
	Brasil	I(0)	Si
	México	I(0)	Si
Crédito 3	Argentina	I(0)	Si
	Brasil	I(0)	Si
	México	I(0)	Si
PIBpc	Argentina	I(0)	Si
	Brasil	I(0)	Si
	México	I(0)	Si
INVpc	Argentina	I(0)	Si
	Brasil	I(0)	Si
	México	I(0)	Si
GPDS	Argentina	I(0)	Si
	Brasil	I(0)	Si
	México	I(0)	Si
ISRDD	Argentina	I(0)	Si
	Brasil	I(0)	Si
	México	I(0)	Si

Fuente: Elaboración propia.

Una vez que fue corroborada la cointegración de las variables incluidas en las ecuaciones y que se descartaron autocorrelación y heterocedasticidad, puede procederse a la estimación econométrica de datos panel con plena seguridad de que no se obtendrán regresiones espurias y los estimadores serán eficientes. Debe puntualizarse que la cointegración se probará una vez más, con pruebas específicas para los modelos de datos panel.



4.3.5. Resultados de las estimaciones SUR

El punto nodal del análisis econométrico se llevo a cabo en dos etapas. En la primera, se aplicó la prueba para determinar si la técnica SUR, era mejor que la estimación individual de mínimos cuadrados a partir del método básico de datos panel. Una vez aceptada la superioridad del procedimiento SUR sobre las regresiones por separado, se llevaron a cabo las estimaciones definitivas.

4.3.5.1. Prueba de correlación contemporánea

Una vez estimados los modelos mediante el procedimiento de mínimos cuadrados ordinarios, se realizó la prueba para detectar o rechazar la existencia de correlación contemporánea entre los residuos de las ecuaciones por país. El planteamiento de las hipótesis se presenta a continuación:

⇒ Si el estadístico de prueba $\lambda < \chi_3^2$ (en este caso, con un valor crítico de 7.815, con 3 grados de libertad) se acepta la hipótesis nula:

$H_0 : \sigma_{12} = \sigma_{13} = \sigma_{23} = 0$ No existe correlación contemporánea, SUR no es mejor que las regresiones por mínimos cuadrados

⇒ Si el estadístico de prueba $\lambda > \chi_3^2$ (en este caso, con un valor crítico de 7.815, con 3 grados de libertad) se rechaza la hipótesis nula y se acepta la hipótesis alternativa:

$H_1 : \sigma_{12} \neq \sigma_{13} \neq \sigma_{23} \neq 0$ Existe correlación contemporánea, SUR mejora la estimación

De la matriz de correlaciones de los residuos generados de las tres regresiones para cada modelo, se calculo el estadístico de prueba para garantizar que el método SUR arrojará mejores estimaciones. Los resultados son expuestos en el Cuadro 29.

**Cuadro 29. Resultados de la prueba de correlación contemporánea para uso de la metodología de estimación SUR**

Modelo	Estadístico de prueba λ	Probabilidad	Área de rechazo χ^2	Conclusión
Modelo de Crédito 1	9.674	0.022	7.815	La regresión SUR es más eficiente
Modelo de Crédito 2	8.442	0.038	7.815	La regresión SUR es más eficiente
Modelo de Crédito 3	10.141	0.017	7.815	La regresión SUR es más eficiente
Modelo de PIBpc	12.597	0.006	7.815	La regresión SUR es más eficiente
Modelo de INVpc	9.261	0.026	7.815	La regresión SUR es más eficiente
Modelo de GPDS	10.490	0.015	7.815	La regresión SUR es más eficiente
Modelo para el ISRDD	13.324	0.004	7.815	La regresión SUR es más eficiente

Fuente: Elaboración propia.

En todos los casos el estadístico calculado supera el valor crítico de la distribución ji-cuadrada con tres grados de libertad (χ^2_3). Entonces puede concluirse que para los siete modelos propuestos, debido a la presencia de correlación contemporánea, utilizar la técnica de ecuaciones aparentemente no relacionadas (SUR), es una mejor opción que la estimación por separado para Argentina, Brasil y México. De esta manera, el siguiente paso fue realizar la estimación SUR para los modelos de datos panel.

4.3.5.2. Modelos de crédito

De acuerdo con las especificaciones (4.8), (4.9) y (4.10), se realizaron los cálculos econométricos basados en la técnica SUR, obteniendo resultados favorables y consistentes con los planteamientos teóricos desarrollados a lo largo de la investigación. El programa econométrico utilizado para todas las estimaciones es el EViews 5.0.¹⁹⁹ En el Apéndice 4.4. se muestran los coeficientes obtenidos, los estadísticos t correspondientes y las probabilidades asociadas, para los modelos de crédito. Con base en estos resultados, se pueden conformar las siguientes estimaciones, de los factores que influyen en los niveles de crédito en cada país, desde tres alternativas diferentes:

¹⁹⁹ © 1994-2004 Quantitative Micro Software. All Rights Reserved.

**Modelo 1.**

Argentina

$$\ln CBSP_A = 26.8 + 0.22(CBSP_{A,t-1}) - 4.11(TIR_{A_t}) - 2.75(DF_{A_t}) - 0.09(TIA_{A_t}) - 3.59(TC_{A_t}) + 25.33(CMPB_{A_t}) + e_{A_t}$$

Brasil

$$\ln CBSP_B = 20.11 + 20.3(CBSP_{B,t-1}) + 1.85(TIR_{B_t}) - 0.63(DF_{B_t}) - 0.07(TIA_{B_t}) + 0.16(TC_{B_t}) - 7.46(CMPB_{B_t}) + e_{B_t}$$

México

$$\ln CBSP_M = 21.3 + 1.25(CBSP_{M,t-1}) + 3.45(TIR_{M_t}) + 3.37(DF_{M_t}) - 1.75(TIA_{M_t}) - 0.14(TC_{M_t}) + 35.5(CMPB_{M_t}) + e_{M_t}$$

Modelo 2.

Argentina

$$\ln CBSP_A = 19.03 + 1.59(CBSP_{A,t-1}) - 0.91(TIR_{A_t}) + 4.62(DF_{A_t}) - 0.08(TIA_{A_t}) + 6.4(ABD_{A_t}) - 12.4(CMPB_{A_t}) + e_{A_t}$$

Brasil

$$\ln CBSP_B = 17.84 + 11.5(CBSP_{B,t-1}) + 1.42(TIR_{B_t}) + 1.42(DF_{B_t}) - 0.06(TIA_{B_t}) + 8.76(ABD_{B_t}) - 9.18(CMPB_{B_t}) + e_{B_t}$$

México

$$\ln CBSP_M = 23.78 + 1.89(CBSP_{M,t-1}) + 4.58(TIR_{M_t}) + 0.38(DF_{M_t}) - 2.7(TIA_{M_t}) + 0.31(ABD_{M_t}) + 34.3(CMPB_{M_t}) + e_{M_t}$$

Modelo 3

Argentina

$$\ln CBSP_A = 20.8 + 1.04(CBSP_{A,t-1}) - 1.2(TIR_{A_t}) + 3.1(DF_{A_t}) + 6.04(PF_{A_t}) - 11.07(CMPB_{A_t}) - 0.06(TIA_{A_t}) + e_{A_t}$$

Brasil

$$\ln CBSP_B = 16.6 + 19.6(CBSP_{B,t-1}) + 1.8(TIR_{B_t}) + 0.58(DF_{B_t}) + 11.4(PF_{B_t}) - 11.6(CMPB_{B_t}) - 0.07(TIA_{B_t}) + e_{B_t}$$

México

$$\ln CBSP_M = 24.7 + 1.7(CBSP_{M,t-1}) + 4.4(TIR_{M_t}) - 0.96(DF_{M_t}) + 2.02(PF_{M_t}) + 35.7(CMPB_{M_t}) - 2.8(TIA_{M_t}) + e_{M_t}$$

La representación final de las ecuaciones, permite determinar el grado y sentido de influencia de cada una de las variables explicativas, sobre las variaciones del nivel de crédito.



4.3.5.3. Modelos de desarrollo

En la siguiente etapa se estimaron los modelos que relacionan al sistema financiero con los indicadores de desarrollo económico, considerando que en un momento intermedio se han generado diversos efectos en el sector real, que finalmente impactan el bienestar social. Al igual que con los modelos de crédito, los resultados obtenidos en las cuatro especificaciones, arrojan sólida evidencia de los factores financieros que tienen injerencia en la generación de recursos para el desarrollo. Al mismo tiempo, permiten corroborar las secuelas negativas de las políticas neoliberales en Argentina, Brasil y México. En el Apéndice 4.4. aparecen los resultados de estos cuatro modelos de desarrollo y substituyendo los coeficientes obtenidos, las estimaciones quedarían representadas como a continuación se muestra.

Modelo para la explicación del PIB per cápita

Argentina

$$PIBpc_A = 8.9 - 0.4(CBSP_{A,t-1}) - 0.2(TIR_{At}) - 0.07(DF_{it}) + 1.5(PF_{At}) - 0.10(DET_{At}) - 0.19(CMA_{At}) + e_{At}$$

Brasil

$$PIBpc_B = 7.96 + 0.5(CBSP_{B,t-1}) - 0.01(TIR_{Bt}) - 0.04(DF_{Bt}) + 0.01(PF_{Bt}) - 0.04(DET_{Bt}) + 0.33(CMA_{Bt}) + e_{Bt}$$

México

$$PIBpc_M = 7.8 + 0.2(CBSP_{M,t-1}) + 0.37(TIR_{Mt}) + 1.04(DF_{Mt}) - 0.14(PF_{Mt}) - 0.3(DET_{Mt}) - 0.36(CMA_{Mt}) + e_{Mt}$$

Modelo de Inversión per cápita

Argentina

$$INVpc_A = 2.8 - 6.5(CBSP_{A,t-1}) - 0.07(TIA_{At}) + 6.1(DF_{At}) + 3.9(PF_{At}) - 0.9(DET_{At}) + 1.3(CMA_{At}) - 7.9(CMGB_{At}) + e_{At}$$

Brasil

$$INVpc_B = 6.1 + 10(CBSP_{B,t-1}) - 0.02(TIA_{Bt}) - 2.9(DF_{Bt}) + 3.1(PF_{Bt}) - 8(DET_{Bt}) + 1.2(CMA_{Bt}) + 4.04(CMGB_{Bt}) + e_{Bt}$$

México

$$INVpc_M = 7.4 + 0.8(CBSP_{M,t-1}) + 0.3(TIA_{Mt}) - 0.35(DF_{Mt}) + 3.6(PF_{Mt}) - 4.2(DET_{Mt}) - 0.4(CMA_{Mt}) - 4.2(CMGB_{Mt}) + e_{Mt}$$

Modelo de Gasto público en desarrollo social

Argentina



$$GPDS_A = 9.97 + 5.2(CBSP_{A,t-1}) - 5.8(TIR_{At}) - 3.4(DF_{At}) - 15.97(DEF_{At}) - 1.5(DET_{At}) - 4.3(CMGB_{At}) + e_{At}$$

Brasil

$$GPDS_B = 5.3 + 8.6(CBSP_{B,t-1}) - 0.7(TIR_{Bt}) - 1.8(DF_{Bt}) - 3.1(DEF_{Bt}) - 6.8(DET_{Bt}) + 5.3(CMGB_{Bt}) + e_{Bt}$$

México

$$GPDS_M = 3 + 2.8(CBSP_{M,t-1}) + 1.97(TIR_{Mt}) + 3.1(DF_{Mt}) - 0.6(DEF_{Mt}) - 3.8(DET_{Mt}) + 2.1(CMGB_{Mt}) + e_{Mt}$$

Modelo para el Indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo

Argentina

$$ISRDD_A = -6.04 - 9.9(CBSP_{A,t-1}) - 0.11(TIA_{At}) + 5.09(DF_{At}) + 18.8(ABD_{At}) - 3.6(DET_{At}) + 0.64(TC_{At}) + e_{At}$$

Brasil

$$ISRDD_B = -1.88 + 17.6(CBSP_{B,t-1}) - 0.02(TIA_{Bt}) - 3.3(DF_{Bt}) + 3.98(ABD_{Bt}) - 2.8(DET_{Bt}) + 0.15(TC_{Bt}) + e_{Bt}$$

México

$$ISRDD_M = 0.96 + 4.3(CBSP_{M,t-1}) - 1.09(TIA_{Mt}) - 0.4(DF_{Mt}) + 8.9(ABD_{Mt}) - 15.3(DET_{Mt}) + 0.33(TC_{Mt}) + e_{Mt}$$

Es de gran utilidad plantear las ecuaciones con los coeficientes obtenidos en la fase de estimación, para medir como afectarían los cambios de las variables explicativas, en los indicadores de recursos disponibles para el desarrollo. Además esto puede servir para determinar la eficacia de la política económica y definir el desempeño requerido del sistema financiero, para que pueda contribuir a la mejoría de las condiciones de vida de la población. Más adelante se analizan los resultados.

4.3.5.4. Pruebas de cointegración para los modelos de datos panel

Una vez realizada la estimación mediante el método SUR, que resultó el más eficiente para medir la relación de los países y las series objeto de estudio, puede corroborarse una vez más la existencia de cointegración, pero ahora con pruebas específicas para el panel de datos. La consistencia de las



estimaciones depende en gran medida de que entre las variables de los tres países, exista una convergencia hacia el equilibrio en largo plazo.

Cuadro 30. Pruebas de cointegración para modelos de datos panel

Test	Hipótesis Nula	Hipótesis Alternativa	Método de corrección de autocorrelación
Levin, Lin and Chu	Raíz unitaria	No Raíz unitaria	Rezagos
Breitung	Raíz unitaria	No Raíz unitaria	Rezagos
Im, Pesaran and Shin (IPS)	Raíz unitaria	Algunas unidades transversales sin raíz unitaria	Rezagos
Fisher-ADF	Raíz unitaria	Algunas unidades transversales sin raíz unitaria	Rezagos
Fisher-PP	Raíz unitaria	Algunas unidades transversales sin raíz unitaria	Kernel
Hadri	No Raíz unitaria	Raíz unitaria	Kernel

Fuente: Levin, A., Lin, C. F., and C. Chu (2002), Breitung, Jörg (2000), Im, K. S., Pesaran, M. H., and Y. Shin (2003), Maddala, G. S. and S. Wu (1999), Choi, I. (2001) y Hardi, Kaddour (2000).

La cointegración de las variables involucradas en el análisis, puede probarse con los diversos test de raíces unitarias para paneles de datos propuestos en los últimos años, destacando los de Levin, Lin y Chu (2002), Breitung (2000), Im, Pesaran y Shin (2003) (IPS) y Maddala y Wu (1999). Al mismo tiempo, se han propuesto test que permiten contrastar la hipótesis nula de estacionariedad frente a la hipótesis alternativa de raíz unitaria en paneles de datos, como el de Hadri (2000). En el Cuadro 30 se presentan las diferentes pruebas de raíz unitaria, empleadas en este trabajo, para verificar la cointegración entre las variables comprendidas en el panel de datos, así como el planteamiento de la hipótesis para cada una de ellas.

La estrategia seguida en esta última etapa de la evaluación econométrica, es similar a la de Engle-Granger pero aplicada a datos de panel. Con base en los residuos obtenidos en la fase de estimación, para cada uno de los siete modelos SUR, se aplican los test de raíces unitarias de datos panel. Los resultados se presentan en el Cuadro 31.

Cuadro 31. Estadísticos de prueba de los test de cointegración para datos panel

Modelo	Test de Cointegración					
	Hipótesis Nula: Raíz Unitaria (asumiendo proceso de raíz unitaria común)		Hipótesis Nula: Raíz Unitaria (asumiendo proceso individual de raíz unitaria)			Hipótesis Nula: No Raíz Unitaria (proceso de raíz unitaria común)
	Levin, Lin & Chu	Breitung	Im, Pesaran and Shin	ADF - Fisher	PP - Fisher	Hadri
Crédito 1	-5.90	-4.67	-3.92	24.50	29.20	-0.98
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0004	0.0001	0.8370
Crédito 2	-6.73	-3.33	-5.37	33.27	39.11	-0.48
Prob.	0.0000	0.0004	0.0000	0.0000	0.0000	0.6842
Crédito 3	-7.13	-3.66	-5.21	33.23	43.06	0.39
Prob.	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.3501
PIBpc	-8.43	-6.11	-5.29	33.71	20.01	3.07
Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0028	0.0011
INVpc	-3.19	-2.46	-2.61	17.24	12.34	-0.63
Prob.	0.0007	0.0069	0.0045	0.0084	0.0549	0.7351
GPDS	-5.38	-2.34	-4.26	26.50	24.73	0.66
Prob.	0.0000	0.0097	0.0000	0.0002	0.0004	0.2547
ISRDD	-4.44	-3.96	-3.20	20.93	19.07	-0.30
Prob.	0.0000	0.0000	0.0007	0.0019	0.0040	0.6179

Fuente: Elaboración propia.

Los estadísticos de prueba calculados para los cinco primeros test, son significativos al nivel de confianza de 1% en todos los modelos, por lo que puede rechazarse la hipótesis nula de raíz unitaria en los residuos, aceptando la hipótesis alternativa y confirmando la cointegración en las siete estimaciones. De acuerdo con las probabilidades asociadas, se garantiza que los valores de obtenidos para cada uno de los test, son superiores a los valores críticos, confirmando el diagnóstico emanado de la metodología de cointegración de Engle y Granger, presentado en la sección 4.3.4.



En lo que se refiere al test de Hadri, los valores del estadístico calculado, presentan probabilidades superiores en todos los casos al intervalo de confianza de 10%, por lo que se acepta la hipótesis nula de no raíz unitaria en los residuos generados a partir de las estimaciones SUR, probando la cointegración de las variables en su conjunto.

Finalmente, puede concluirse que la cointegración de los diferentes paneles de datos construidos para esta investigación esta comprobada absolutamente, lo que confirma que los modelos econométricos son consistentes y brindan resultados altamente confiables.

4.3.6. Resultado de la estimación de los modelos de efectos fijos

La estimación de los modelos mediante la técnica SUR, permitió conseguir ecuaciones individuales para cada uno de los países. Esto tiene importantes ventajas, ya que la heterogeneidad de los coeficientes obtenidos, significa que son consideradas las diferencias entre Argentina, Brasil y México, mientras que la correlación contemporánea implica la inclusión de sus coincidencias. La presencia de este último elemento, tiene la virtud de incluir información adicional en cada especificación, que no sería tomada en cuenta si fueran estimadas por separado.

La utilización del método de ecuaciones aparentemente no relacionadas (SUR) esta fundamentada en la integración de los sistemas financieros a nivel internacional, que hizo posible la transmisión de los choques de volatilidad entre economías. Dicha integración, derivada a partir de la globalización, se magnifica en países pertenecientes a la misma zona geográfica y al grupo de economías en desarrollo. Los modelos SUR alcanzan una mayor precisión en el diagnóstico específico de las unidades de análisis. Empero, resulta de gran utilidad y muy enriquecedor para el estudio, tener en cuenta otra técnica econométrica que permita encontrar patrones comunes de desarrollo, que al generarse en las tres economías más grandes de América Latina, pudieran predominar para la región.



Con esta finalidad, se eligió el método de estimación de Efectos Fijos, también conocido como la especificación de la variable Dummy. Esta formulación para el modelo de datos panel, supone que las diferencias entre unidades pueden captarse mediante diferencias en el término constante.²⁰⁰ En todo caso el significado es el mismo y el resultado es una sola ecuación para los tres países, con la discrepancia determinada por el término constante asociado a la variable dummy, de manera que pueden realizarse generalizaciones sobre los factores que globalmente influyen en el desarrollo de Argentina, Brasil y México, así como el sentido de su influencia.

De esta forma, a partir de una generalización del modelo de datos panel²⁰¹:

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \beta_{3it}X_{3it} + u_{it}$$

Se asume que:

$$\beta_{1it} = \beta_{1i} \quad \beta_{2it} = \beta_2 \quad \beta_{3it} = \beta_3$$

Lo que significa que solamente el intercepto varía, pero no los parámetro de respuesta; y lo hace sólo entre las unidades de estudio pero no a través del tiempo. Dado este supuesto, se deduce que todas las diferencias de comportamiento entre las unidades individuales y en un cierto plazo, son capturadas por el intercepto²⁰². El modelo resultante es:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2X_{2it} + \beta_3X_{3it} + u_{it}$$

Para introducir las variables dummy en el caso específico que nos compete, éstas fueron definidas de la siguiente manera:

$$D_{1i} = \begin{cases} 1 & \text{si } i = \textit{Argentina} \\ 0 & \text{si } i = \textit{Brasil} \text{ ó } \textit{México} \end{cases} \quad D_{2i} = \begin{cases} 1 & \text{si } i = \textit{Brasil} \\ 0 & \text{si } i = \textit{Argentina} \text{ ó } \textit{México} \end{cases}$$

$$D_{3i} = \begin{cases} 1 & \text{si } i = \textit{México} \\ 0 & \text{si } i = \textit{Brasil} \text{ ó } \textit{Argentina} \end{cases}$$

²⁰⁰ Greene, William H. (1999). Pág. 534.

²⁰¹ Hill, Carter R., William E. Griffiths, George G. Jude (2001). Pág. 357.

²⁰² Loc. cit.



Bajo estas definiciones la ecuación resultante es:

$$Y_{it} = \beta_{11}D_{1A} + \beta_{12}D_{2B} + \beta_{13}D_{3M} + \beta_2X_{2it} + \beta_3X_{3it} + u_{it}$$

Tomando como base esta especificación de efectos fijos, se calcularon 5 modelos de datos panel para diagnosticar los factores determinantes en el comportamiento de las siguientes variables dependientes: 1) crédito bancario al sector privado; 2) PIB per cápita; 3) inversión per cápita; 4) gasto público en desarrollo social; y 5) indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo. En el Apéndice 4.5 aparecen los cuadros resumen con los resultados de la estimación; de acuerdo con los datos ahí presentados, se obtuvieron los siguientes modelos:

Modelo de crédito

$$\ln\text{CBSP}_i = \beta_{11}D_{1A} + \beta_{12}D_{2B} + \beta_{13}D_{3M} + \beta_2\text{CBSP}_{2i,(t-1)} + \beta_3\text{DF}_{3i} + \beta_4\text{TIA}_{4i} + \beta_5\text{CMGB}_{5i} + \beta_6\text{DET}_{6i} + \beta_7\text{CMA}_{7i} + \beta_8\text{TC}_{8i} + u_i$$

Modelo para la explicación del PIB per cápita

$$\text{PIBpc}_i = \beta_{11}D_{1A} + \beta_{12}D_{2B} + \beta_{13}D_{3M} + \beta_2\text{CBSP}_{2i,(t-1)} + \beta_3\text{CMA}_{3i} + \beta_4\text{OL}_{4i} + \beta_5\text{TIR}_{5i} + \beta_6\text{DET}_{6i} + \beta_7\text{INV}_{7i} + u_i$$

Modelo de Inversión per cápita

$$\text{INVpc}_i = \beta_{11}D_{1A} + \beta_{12}D_{2B} + \beta_{13}D_{3M} + \beta_2\text{CBSP}_{2i,(t-1)} + \beta_3\text{DET}_{3i} + \beta_4\text{ABD}_{4i} + \beta_5\text{TIR}_{5i} + \beta_6\text{CMPB}_{6i} + \beta_7\text{DF}_{7i} + u_i$$

Modelo de Gasto público en desarrollo social

$$\text{GPDS}_i = \beta_{11}D_{1A} + \beta_{12}D_{2B} + \beta_{13}D_{3M} + \beta_2\text{CBSP}_{2i,(t-1)} + \beta_3\text{CMGB}_{3i} + \beta_4\text{DET}_{4i} + \beta_5\text{DF}_{5i} + \beta_6\text{TIR}_{6i} + \beta_7\text{DEFP}_{7i} + u_i$$

Modelo para el Indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo

$$\text{ISRDD}_i = \beta_{11}D_{1A} + \beta_{12}D_{2B} + \beta_{13}D_{3M} + \beta_2\text{InCBSP}_{2i,(t-1)} + \beta_3\text{TIA}_{3i} + \beta_4\text{DET}_{4i} + \beta_5\text{DF}_{5i} + \beta_6\text{CMGB}_{6i} + u_i$$

Las principales diferencias con respecto a las estimaciones mediante la técnica SUR son: 1) en los cuatro modelos de desarrollo (PIB per cápita, Inversión per cápita, Gasto público en desarrollo social y el Indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo) se utilizó el logaritmo natural del valor absoluto del crédito bancario al sector privado rezagado un periodo; y 2) en el modelo para el PIB per cápita se incluye al valor total de la inversión real como variable dependiente, para salvar las complicaciones encontradas al homogeneizar los coeficientes, y lograr una especificación consistente.

Algunos puntos pueden destacarse en un primer acercamiento a los resultados obtenidos en esta parte del análisis. Se reafirman los signos de los coeficientes asociados a ciertas variables explicativas, respecto a los obtenidos anteriormente. Por ejemplo, se ratifica el signo positivo en los siguientes casos: en el crédito bancario al sector privado, en la profundización, en el desarrollo financiero y en la capitalización del mercado gubernamental de bonos. Con signo negativo aparecen una vez más: la tasa de interés activa nominal y la tasa real, la deuda externa total, el déficit público, el tipo de cambio y la capitalización del mercado accionario. Esto conforma un panorama más claro para establecer con certidumbre, en que sentido impactan los movimientos de los regresores (positivo ó negativo), en los indicadores de desarrollo.

En segundo lugar, el contraste de estos cinco modelos de efectos fijos con las especificaciones SUR para cada país, permite fundamentar la definición final de las variables más influyentes en la determinación del desarrollo económico de Argentina, Brasil y México. Conocer que regresores pueden impactar en mayor medida al progreso de los indicadores de bienestar social, brinda elementos adicionales para elaborar mejores políticas económicas. Por ejemplo, en la formulación econométrica de esta investigación, no se halla evidencia suficiente para afirmar que el control inflacionario por sí sólo, elevará el nivel de vida de la población. Por supuesto, esto no significa que no sea importante tener bajas tasas de inflación, pues como se ha afirmado previamente, el menor incremento de los precios aumenta el poder adquisitivo y ayuda a mejorar la equidad distributiva. Lo que sí puede sostenerse, es que el obsesivo y principal objetivo de los bancos centrales en los tres países de

contener la subida de precios, de ninguna manera podrá conducir a estadios superiores de desarrollo. Por lo tanto, los esfuerzos de política económica deben centrarse en objetivos quizá más trascendentes, como la adecuada vinculación entre las esferas productivas y las financieras.

4.4. Análisis de resultados

Los resultados de las estimaciones econométricas fueron satisfactorios para los objetivos de la investigación. La evidencia empírica valida las aseveraciones presentadas en los capítulos anteriores, sobre el desempeño del sistema financiero y su impacto en el desarrollo económico.

En una primera etapa se estimaron tres modelos para determinar los factores que influyen en las variaciones del volumen de crédito bancario al sector privado. Uno de los rasgos distintivos de los modelos de crédito es la inclusión del mismo como variable explicativa, pero rezagado en un periodo. La inserción del crédito rezagado como regresor se justifica por considerarse como el elemento detonador de la actividad económica, como se explico ampliamente en la sección 4.3.2 de este capítulo. De acuerdo con las tres especificaciones SUR, los coeficientes asociados al crédito del periodo anterior fueron significativos, lo que confirma su importancia como factor determinante de las variaciones en el financiamiento bancario disponible. (Ver Apéndice 4.4)

Las estimaciones econométricas en esta etapa se componen de seis variables explicativas, cinco de las cuales son trascendentes en la determinación de los cambios en el nivel de crédito: 1) el crédito bancario del periodo anterior como porcentaje del PIB; 2) la tasa de interés activa real; 3) el desarrollo financiero; 4) la capitalización del mercado privado de bonos; y 5) la tasa de interés nominal activa; las cuales aparecen repetidas en los tres modelos. (Ver Apéndice 4.4)

De acuerdo con el modelo uno, los principales determinantes del incremento en la cantidad de crédito bancario en el periodo corriente son: a) para Brasil el nivel de crédito privado del periodo anterior; y b) para Argentina y México, la

capitalización del mercado privado de bonos. Los signos de las variables no resultan sorprendentes, excepto en el caso de la tasa de interés real, que aparece con signo positivo en Brasil y en México, fenómeno que se repite en todas las especificaciones. (Ver Apéndice 4.4)

En el segundo modelo, los principales factores responsables de los aumentos del crédito bancario son la cantidad de activos de los bancos comerciales en Argentina, el crédito rezagado en un periodo en Brasil y la capitalización del mercado de bonos privados en México. La tercera especificación muestra que la profundización financiera, el crédito del periodo anterior y la capitalización del mercado privado de bonos, son las variables con mayor peso, para explicar los movimientos alcistas en la cantidad de crédito bancario en Argentina, Brasil y México respectivamente. (Ver Apéndice 4.4)

De los tres modelos pueden extraerse importantes conclusiones. En primer lugar, se confirma que el crédito otorgado durante ciclo anterior, tiene una injerencia determinante para incrementar el financiamiento bancario actual. Esta relación causal es notable en Brasil y México. En Argentina no es así, porque se ha producido una importante retracción del crédito bancario, hasta representar aproximadamente la décima parte, como porcentaje del PIB, del otorgado en países altamente desarrollados. El mercado de deuda se convirtió en una fuente alternativa de capital, competidora de los bancos privados, en Brasil y Argentina. La mayor emisión de bonos privados, derivó en la contracción del crédito a las empresas en ambos países, las cuales encontraron mejores condiciones para obtener financiamiento por medio de estos instrumentos, que las ofrecidas por los bancos. Por el contrario, en México las tres especificaciones muestran que el mercado de bonos fue un complemento del financiamiento bancario y el elemento con mayor influencia en las variaciones del mismo. Esto se explica por el uso que se le dio, que permitió financiar la actividad productiva, completar el circuito de producción y generar los recursos suficientes para cubrir el financiamiento anterior y apoyar un nuevo proceso crediticio.



En los tres modelos resultan significativas dos tasas de interés: 1) la tasa de interés activa real afecta la oferta crediticia, porque representa el precio que los bancos cobran por el crédito²⁰³ o la limitante que imponen a las empresas al evaluar su capacidad de pago²⁰⁴; 2) la tasa activa nominal porque afecta la demanda de crédito bancario de las empresas, particularmente de las Pymes, que en su mayoría observan esta tasa como indicador del costo de financiamiento (Ver Apéndice 4.4). La tasa de interés real influye en la decisión de inversión de las firmas²⁰⁵, específicamente de las grandes empresas, que normalmente observan este indicador por su mayor acceso al sistema financiero y consecuente superior conocimiento y experiencia en la relación con los bancos. En un modelo macroeconómico postkeynesiano²⁰⁶, una incremento de la tasa de interés activa real aumenta directamente el costo del préstamo bancario para las empresas, con un impacto proporcional en el stock existente de crédito; pagos de intereses más altos, reducen los beneficios retenidos y por lo tanto la capacidad de las firmas de financiar la inversión internamente. Asimismo, la tasa real puede ser un indicador de las expectativas acerca del desempeño económico futuro, al reflejar el comportamiento de la inflación y de la tasa de interés activa.

La evidencia obtenida en los tres modelos, muestra que la tasa de interés activa nominal es un limitante fundamental para la expansión del crédito bancario en Argentina, Brasil y México. Los bancos en los tres países han restringido el crédito manipulando esta variable y las empresas se han topado con este obstáculo para obtener financiamiento (desistiendo de él por voluntad propia ó por ser considerados no aptos para garantizar el pago de un elevado interés). Los esfuerzos de la política monetaria restrictiva, impuesta por el modelo neoliberal para frenar la inflación, se han resentido en la tasa activa nominal y real.

Sería previsible que la tasa de interés activa real tuviera la misma relación negativa que la tasa nominal. Sin embargo, el hecho de que la tasa real

²⁰³ Dos Santos, Claudio H. and Genaro Zezza (2004). Págs. 13.

²⁰⁴ Rochon, Louis-Philippe. (1999). Pág. 280.

²⁰⁵ Dos Santos, Claudio H. and Genaro Zezza (2004). Págs. 11.

²⁰⁶ *Ibidem*. Pág. 12.

aparezca con signo positivo en Brasil y México, confirma que durante el periodo de estudio el bajo nivel de crédito se explica por que fue dirigido a un reducido número de grandes empresas, que lo obtuvieron al cumplir satisfactoriamente con las evaluaciones de los bancos, garantizando la devolución de los recursos recibidos. Los créditos se conceden no precisamente a quien este dispuesto a pagar la tasa más elevada, sino a quien represente menor incertidumbre futura por su actividad económica²⁰⁷. Por lo tanto, incluso empresas Pymes que llegaron a estar dispuestas a pagar tasas elevadas, no fueron sujetas de crédito ante las pobres expectativas de crecimiento y desconfianza sobre sus posibilidades de supervivencia, en mercados globalizados y feroz competencia transnacional.

La explicación del signo positivo de las tasas de interés reales, se redondea al señalar que a la par del incremento del crédito bancario en Brasil y México, la política monetaria restrictiva fue endurecida logrando reducciones en la inflación. Mientras tanto, los bancos mantuvieron sus tasas activas nominales en los mismos niveles, porque les representaba importantes márgenes de ganancia; esto tuvo como consecuencia el aumento en la tasa de interés activa real. En esos momentos, el crédito y las tasas reales se movieron en el mismo sentido, justificando la relación positiva entre ambas variables.

El desarrollo financiero tiene una influencia positiva para el aumento del crédito bancario al sector privado. Sin embargo, el desarrollo financiero de Argentina y Brasil, es aun lejano al de las naciones de primer mundo. En los tres países después de las crisis financieras se produce una retracción del desarrollo financiero, que se traduce en una mayor participación del banco central en la asignación de recursos para paliar los efectos de los choques financieros. La situación en México, es indicativa de que una presencia mínima del banco central en la asignación de recursos, en un ambiente económico donde el crédito esta altamente concentrado en unas pocas empresas, puede ser contraproducente al provocar la perdida de relevancia del desarrollo financiero. Es importante reflexionar sobre la necesidad de contar con bancos centrales

²⁰⁷ Rochon, Louis-Philippe. (1999). Pág. 280-281.



poderosos, que tengan el potencial para implementar políticas monetarias procíclicas, destinadas no sólo a controlar la inflación, sino que impulsen el crecimiento y fomenten en consecuencia el desarrollo económico. También resultan determinantes positivos para la expansión del crédito bancario, la profundización financiera y los activos de los bancos comerciales.

En la segunda etapa del procedimiento econométrico, son estimados los modelos de ecuaciones aparentemente no relacionadas (SUR) para los indicadores de desarrollo. De acuerdo con los resultados (Ver Apéndice 4.4), en la mayoría de los casos los coeficientes mantienen el mismo signo entre países, aunque se presentan algunas excepciones. Igualmente, surgen importantes diferencias entre las magnitudes de las betas obtenidas. Ambas situaciones se deben principalmente a las marcadas discrepancias, que en algunos aspectos puntualizados a lo largo de la investigación, se manifestaron en el desempeño económico y financiero de los tres países. Con fines de ejemplificar lo señalado, es prudente mencionar que aunque la tasa de interés activa nominal fue un importante inhibidor de la demanda de crédito, para las micro, pequeñas y medianas empresas en los tres países, los niveles de dichas tasas fueron profundamente desiguales entre Argentina, Brasil y México.

En el modelo para el PIB per cápita, seis variables independientes resultaron significativas: 1) el crédito bancario al sector privado rezagado un periodo; 2) la tasa de interés activa real; 3) la profundización; 4) el desarrollo financiero; 5) la capitalización del mercado accionario; y 6) la deuda externa total. Tal y como podía preverse, el crédito bancario (excepto en Argentina) y la profundización exhibieron una relación directa con el PIB per cápita; mientras que la tasa de interés real (excepto en México) y la deuda externa presentan un impacto negativo. En el caso de la capitalización del mercado accionario, para México y Argentina tiene signo negativo y para Brasil positivo. El desarrollo financiero fue significativo y positivo sólo en México, el único de los tres países en donde esta variable no mostró una retracción y durante todo el periodo tuvo una tendencia creciente.

En Argentina, los dos factores con mayor influencia sobre el PIB per cápita son la profundización y la tasa de interés activa real, ambos operan en sentido inverso de acuerdo con la beta asociada. Manteniendo todo lo demás constante, si la profundización fuera igual a la de Noruega (55% del PIB en 2003), el producto por habitante crecería de 7,165 dólares reales a 10,752, lo que representa un incremento del 50%. Por el otro lado, una tasa de interés activa real de 29%, como la registrada en el año de la crisis argentina, provocaría una contracción de 5% en el PIB per cápita real.

Las variables financieras cuyos cambios tienen un efecto superior en las modificaciones del producto por persona en Brasil, son el crédito bancario y la capitalización del mercado de valores en sentido positivo, y la tasa de interés activa real en sentido negativo. Impulsar la expansión progresiva de la financiación bancaria en este país, hasta llevarlo al mismo nivel que Italia²⁰⁸ (82% del PIB en 2003) y dejando fijas al resto de las variables, generaría una expansión del PIB per cápita de 32% por encima de su valor actual de 3,510 dólares. Si a la par de ello, la capitalización del mercado de valores ascendiera a 50% del PIB, sus efectos positivos repercutirían en un aumento adicional de 5% en el producto per cápita; al cambiar ambas variables, éste mejoraría a 4,858 dólares. Si estos rubros no se movieran y la que cambiara fuera la tasa de interés real, llegando al nivel de 1998 (77.7%), la variable disminuiría marginalmente (-0.28%) a 3,500 dólares.

La ecuación para México, indica que modificaciones en el crédito y el desarrollo financiero, se relacionarían directamente con cambios en el PIB per cápita; mientras tanto, niveles superiores de deuda externa y capitalización del mercado de valores, tendrían efectos negativos casi de la misma cuantía. Contar con un financiamiento bancario equivalente a 95% del PIB (similar al de España, número 21 en el IDH 2005) y mantener todo lo demás sin variación, representaría elevar 20% el producto por habitante registrado en 2003, para ubicarlo en 6,964 dólares. Si además se abatiera la deuda externa a la mitad del dato de 2003 (22% del PIB), el valor del producto per cápita llegaría a 7,238

²⁰⁸ País que se ubica en el lugar número dieciocho de acuerdo con el Índice de Desarrollo Humano 2005 (IDH 2005). PNUD (2005). Pág. 243.

dólares, aproximadamente 1,400 dólares más que en 2003. Lo que definitivamente tendría consecuencias no deseadas, sería que se disparará la capitalización del mercado de valores, perdurando su alejamiento de la mayoría de las empresas; una capitalización de 60% del PIB, con un funcionamiento bursátil como el actual, correspondería a una pérdida de 700 dólares en el ingreso personal. Para esta economía, sólo se encontró como no significativo la profundización financiera.

El segundo modelo de desarrollo estuvo enfocado a la explicación de la inversión real per cápita. Por su importancia para el progreso económico, los cambios en la inversión productiva se convierten en un factor que marca diferencia, en la búsqueda de mejorar las condiciones de vida de un pueblo. La combinación de variables que pueden dilucidar el comportamiento de este indicador, incluye al crédito bancario del periodo anterior, a la tasa de interés activa nominal, a la profundización y el desarrollo financieros, a la capitalización de los mercados accionario y gubernamental de bonos, así como a la deuda externa total.

La inversión real por persona, tiene como principales determinantes en Argentina, en sentido positivo a la profundización y el desarrollo financiero, y en sentido negativo a la capitalización del mercado gubernamental de bonos y a la deuda externa total. Manteniendo al resto de las variables en el nivel de 2003, duplicar la profundización financiera situándola en 54% del PIB, se traduciría en un espectacular crecimiento de 180% de la inversión por persona, que alcanzaría un valor de 1,350 dólares. Si lo que cambiara fuera el desarrollo financiero, hasta un valor similar al de México (97% del PIB), la inversión per cápita aumentaría de 481 dólares en 2003 a 2,713 dólares, 460% más. La disminución de la deuda externa, de 128% a 64% del PIB, aumentaría 63% la formación de capital por persona (llevándola a 787 dólares). El signo negativo del crédito, resulta un poco ambiguo y difícil de interpretar. La explicación a este hecho puede encontrarse en el destino de los recursos, en gran medida alejados de la actividad productiva. Además, esto es una señal de la ruptura extrema del vínculo entre el sector real argentino y el sistema financiero.



En Brasil, la inversión per cápita registra el menor valor respecto a Argentina y México, pero también es la que tiene la mejor respuesta frente a los cambios en el financiamiento bancario. Siendo el principal determinante para este rubro, el aumento del crédito al sector privado tendría un notable efecto multiplicador sobre la formación de capital fijo por persona. Elevar el volumen de crédito como porcentaje del PIB, del 27% de 2003 para llevarlo al 37% del PIB, representaría aumentar la inversión por persona en 143%, logrando que ésta creciera de 416 dólares a 1,012 dólares (con el resto de las variables sin modificaciones). Casi tan radicales serían los cambios en la inversión per cápita, si se disminuyera la deuda externa. Reducir la deuda de 48% del PIB a 38%, equivaldría a expandir 92% la formación de capital por persona situándola en 797 dólares.

La mayor sensibilidad del coeficiente asociado al crédito en Brasil, se debe a que en todo el periodo de estudio el volumen de financiamiento bancario, fue muy superior en comparación al de los otros dos países. En valor relativo, representado como porcentaje del PIB, el crédito en Brasil durante 2003 superó en ocho puntos porcentuales a Argentina y cinco puntos a México. Pero en valor absoluto, siendo el PIB brasileño el onceavo del mundo y superior al producto argentino y mexicano, la diferencia de los recursos prestados por los bancos comerciales es abismal. Para impulsar la inversión per cápita en Brasil, también es importante elevar la profundización financiera, la capitalización del mercado gubernamental de deuda y del mercado accionario, y disminuir la tasa de interés activa nominal.

La promoción de la inversión per cápita en México depende en gran medida de que se incrementen la profundización y el crédito bancario al sector privado. En 2003, el valor de la profundización representó 28% del PIB y la inversión per cápita fue de 1,110 dólares; si la profundización subiera diez puntos porcentuales, a 38% del PIB, la inversión por persona llegaría a 1,647 dólares, incrementándose 48% (manteniendo todo lo demás constante). Mientras que una expansión del crédito, desde el dato de 2003 de 15% del PIB, al nivel de la cifra registrada en el mismo año en Canadá (68% del PIB), permitiría que la



formación de capital llegara a 2,505 dólares por persona (un crecimiento de 126%).

Para México sería igualmente importante reducir la deuda externa, porque es el factor con mayor influencia negativa para la inversión. Reducir la deuda a 11% del PIB, la mitad del valor registrado en 2003, permitiría incrementar la inversión per cápita a 1,850 dólares, es decir, se conseguiría un aumento de 67% respecto al dato de 2003. Variables como la capitalización de los mercados accionarios y de bonos gubernamentales, influyeron negativamente en la formación de capital por persona. La primera, por el acceso limitado y elitista para las empresas al minúsculo mercado de valores mexicano, que nulo aporte tiene para el crecimiento y el desarrollo económico. La segunda, porque durante muchos años los recursos obtenidos mediante la emisión de deuda pública, se destinaron al financiamiento del déficit fiscal y no a la inversión real.

Los siguientes modelos son los referentes al gasto público en desarrollo social real per cápita. Al respecto puede comentarse que los recursos destinados a este importante rubro, han sido castigados severamente en los tres países y reflejan el impacto de los recortes al gasto público, promovidos por las políticas neoliberales. Tal impacto se manifiesta no con disminuciones absolutas en el gasto social (porque es evidente que en las tres naciones hoy se gasta más que en 1990), sino en el insuficiente ritmo de expansión de los recursos públicos invertidos en educación y salud, de acuerdo las crecientes necesidades sociales y con la urgencia de superar los rezagos acumulados.

En Argentina sólo el crédito bancario tiene influencia positiva en al gasto publico en desarrollo social (GPDS). Esto se debe a que el mayor financiamiento disponible aumenta la actividad económica, permitiendo a su vez, mejorar los ingresos fiscales y consecuentemente, los recursos destinados al desarrollo social. En 2003 el GPDS argentino fue de 267 dólares, con un volumen de crédito de 18% del PIB. Si se elevara el financiamiento de los bancos comerciales al doble (36% del PIB), el GPDS crecería 200% llegando a 813 dólares por persona. El signo del coeficiente asociado al déficit fiscal, indica que cuando éste aumenta, la inversión pública en desarrollo social es



mayor. Un déficit de -2% del PIB, significa un GPDS de 561 dólares, superior en 110% al valor de 2003. En tanto, la tasa de interés real puede obstaculizar la expansión del GPDS. Si la tasa de interés real se contrae de 8% (dato de 2003) a 4%, el GPDS se elevaría a 390 dólares por persona, ganando un 46%.

Siguiendo la misma pauta, el crédito bancario es también el factor más influyente en el aumento GPDS per cápita en Brasil, seguido en importancia por la capitalización del mercado público de bonos. Conservando todo lo demás sin variación, un nivel de financiamiento bancario equivalente a 40% del PIB (trece puntos porcentuales más que en 2003), daría como resultado un GPDS de 419 dólares por persona, 96% por encima de los 214 dólares gastados en el último año del periodo de estudio. Si la variable que aumenta, es la indicativa de la operación en el mercado de bonos públicos, avanzando de 43% del PIB a 53% del PIB, el GPDS per cápita sería 10% superior, llegando a 233 dólares. Por el contrario, la deuda externa, el desarrollo financiero y la tasa de interés real, en ese orden, son factores que actúan en contra del aumento del GPDS por persona. Los coeficientes de la ecuación para Brasil, muestran que la reducción de la deuda externa, es el elemento más contundente para elevar el GPDS. Una deuda de 24% del PIB, equivalente a la mitad de su valor actual, generaría una expansión de 225% en el gasto social real, que rondaría los 695 dólares por persona.

Los determinantes positivos del GPDS por persona en México, son el desarrollo financiero, el crédito bancario y la capitalización del mercado gubernamental de bonos. El desarrollo financiero mexicano tiene escaso margen de maniobra, porque se ubica en los niveles más altos a nivel mundial. Por lo tanto, los esfuerzos deben enfocarse en incrementar los préstamos de los bancos comerciales, que al duplicarse de 15% del PIB en 2003, a un valor equivalente a 30% del PIB, representaría un GPDS per cápita incrementado en 60%. Esto significa un GPDS que avanzaría de 386 dólares a 616 dólares por persona al año. En contraste, sería trascendental estrechar la deuda externa total, que es el principal limitante para la ampliación del GPDS. Aminorar la deuda de 22% del PIB a 11%, representaría una ganancia de 240 dólares en el GPDS, ubicándolo en 627 dólares reales per cápita (62% más).

Tratando de explicar la disponibilidad total de recursos para el desarrollo, el último modelo especificado tiene como variable dependiente al indicador sintético (ISRDD) que engloba, en valores reales, al PIB per cápita, a la inversión per cápita y al gasto público en desarrollo social per cápita. El comportamiento del indicador sintético, es dilucidado por seis variables. El crédito, la tasa de interés activa nominal, la deuda externa, los activos de los bancos de depósito, el desarrollo financiero y el tipo de cambio, operan en Argentina, Brasil y México sobre la disponibilidad de recursos totales para el desarrollo, en diferente magnitud e inclusive sentido.

Por la naturaleza del ISRDD, su análisis debe realizarse siguiendo la evolución de su tendencia y no como una cantidad determinada. Lo trascendente en el caso del ISRDD, es establecer el sentido de influencia de los regresores por país, para saber que rubros deben atenderse en la búsqueda de fomentar el desarrollo. Los movimientos en el ISRDD en Argentina, están influidos positivamente por los cambios en los activos de los bancos de depósito y el desarrollo financiero. Lo que significa que el fortalecimiento y ampliación del sector bancario argentino, ha propiciado la abundancia de fondos para la mejoría del bienestar social. En contra del avance en el ISRDD han actuado la tasa de interés activa nominal y la deuda externa total. En Brasil, el principal motor de la generación de recursos para el desarrollo es el crédito bancario. Con signo negativo aparecen la tasa de interés activa nominal, la deuda externa total y el desarrollo financiero (por el proceso de contracción padecido por este indicador). En México, los factores que indujeron alzas en el ISRDD son los incrementos en el crédito bancario y en los activos de los bancos comerciales. Mientras que las fuerzas que motivan el retroceso del indicador, surgen primordialmente de los aumentos en la deuda externa, cuyo coeficiente presenta signo negativo.

Para los tres países, el incremento del tipo de cambio (divisa nacional por dólar) o la caída del valor de su moneda respecto al dólar, ha significado una subida en el ISRDD. Esto se debe al incremento en la competitividad y la consecuente mayor actividad comercial de las empresas en los mercados



internacionales. De esta forma, la depreciación o devaluación monetaria, al incrementar las exportaciones y desalentar las importaciones, ha elevado la cantidad de recursos disponibles para el desarrollo económico de AByM.

Los resultados de la representación econométrica del ISRDD correspondiente a los tres países, permite concluir que las variables más importantes para generar recursos para el desarrollo son el crédito bancario, el mayor tamaño de los bancos de depósito y el tipo de cambio. En tanto que la tasa de interés activa nominal y la deuda externa, se erigen como los principales elementos inhibidores de los fondos para el bienestar social.

Del análisis de los modelos de desarrollo, surgen algunos hechos importantes que no deben dejar de explicarse. En Argentina, la desvinculación del sistema financiero y la economía real es tan alarmante, que el comportamiento del crédito bancario, principal fuente de recursos, ha influenciado negativamente al PIB per cápita, a la inversión per cápita y al ISRDD. Para destacar es la situación de la tasa de interés real en México, que en los cuatro modelos de desarrollo aparece con signo positivo ó no resulta significativa. La causa de este fenómeno radica en que la tasa de interés activa real en México, entre 1990 y 2003, registra un crecimiento promedio anual de 15%. Es decir, en lugar de caer tuvo significativos aumentos, porque la velocidad de contracción de la inflación superó por mucho a la de la tasa de interés nominal. Cuando en el modelo aparece la tasa de interés activa nominal, el estadístico t asociado indica que ésta variable no es significativa para la especificación en cuestión.

En esta última parte del análisis de resultados, se consideran los modelos de efectos fijos para realizar el diagnóstico definitivo respecto a los principales determinantes de los cambios en el crédito bancario y en los indicadores per cápita de desarrollo. Los modelos de efectos fijos complementan los resultados de las estimaciones SUR y permiten redondear el análisis econométrico, obteniendo dos conclusiones fundamentales. En primer lugar, se conjunta evidencia suficiente para concluir que en Argentina, Brasil y México, los factores que influyen positivamente en las modificaciones del financiamiento bancario son: 1) el crédito bancario el periodo inmediato anterior; 2) el

desarrollo financiero; 3) la profundización; y 4) la capitalización del mercado gubernamental de bonos. De manera negativa operan: 1) la tasa de interés activa nominal; 2) el tipo de cambio; 3) la capitalización del mercado privado de bonos; y 4) la deuda externa total.

En segundo lugar, el contexto integral completado por las especificaciones de las variables dummy, ratifica definitivamente cuales son las variables financieras, macro y monetarias que tienen mayor impacto en las modificaciones de los principales indicadores de desarrollo económico. En sentido positivo influyen: 1) las variaciones del crédito bancario del periodo precedente; 2) la profundización; 3) el desarrollo financiero; 4) el mayor tamaño de los bancos comerciales, medido por sus activos; y 5) la capitalización del mercado público de bonos. En sentido negativo se transmiten los efectos de movimientos en las siguientes variables: 1) las tasas de interés activas, reales y nominales; 2) la deuda externa total; 3) el déficit público; y 4) la capitalización del mercado de valores.

El análisis econométrico es suplementario al realizado a lo largo de la investigación. Las conclusiones derivadas a partir de los modelos estimados en este capítulo, aplican para Argentina, Brasil y México; pero, dada la importancia de estas economías para América Latina, los resultados obtenidos bien pueden considerarse como patrones regionales de desarrollo económico.



APÉNDICES

Apéndice 4.1. Procedimiento para la obtención del primer componente principal

El Indicador Sintético de Recursos Disponibles para el Desarrollo en Argentina, Brasil y México, se obtiene mediante la técnica de los componentes principales y equivale al primero de ellos, formado por el PIB per capita, la inversión per capita y el gasto público en desarrollo social per capita. Los valores en este primer componente se representan por un vector z_1 , dado por:

$$z_1 = Xa_1$$

Al igual que las variables originales z_1 también tendrá media cero y su varianza será:

$$\frac{1}{n} z_1' z_1 = \frac{1}{n} a_1' X' X a_1 = a_1' S a_1 \quad (4.1)$$

Donde S es la matriz de varianzas y covarianzas de las observaciones. A continuación se maximiza la varianza aumentando el módulo del vector a_1 , imponiéndole una restricción, para que la maximización de (4.1) tenga solución. Por lo cual se impone que $a_1' a_1 = 1$ y se introduce mediante el multiplicador de Lagrange:

$$M = a_1' S a_1 - \lambda(a_1' a_1 - 1)$$

Se maximiza esta expresión derivando respecto a los componentes de a_1 e igualando a cero:

$$\frac{\partial M}{\partial a_1} = 2S a_1 - 2\lambda a_1 = 0$$

cuya solución es:

$$S a_1 = \lambda a_1 \quad (4.2)$$



Que implica que a_1 es un vector propio de la matriz S , y λ su correspondiente valor propio. Para determinar qué valor propio de S es la solución de (4.2), se multiplica, por la izquierda, por a_1 a esta ecuación:

$$a_1' S a_1 = \lambda a_1' a_1 = \lambda$$

Para concluir por (4.1), que λ es la varianza de z_1 . Como ésta es la cantidad que se quiere maximizar, λ será el mayor valor propio de la matriz S . Su vector asociado a_1 , define los coeficientes de cada variable en el primer componente principal. De manera que el primer componente principal será:

$$a_1 = \begin{bmatrix} a_{11} \\ a_{12} \\ a_{13} \end{bmatrix}$$

$$Z_1 = a_{11}X_1 + a_{12}X_2 + a_{13}X_3$$

Donde X_1 , X_2 y X_3 son las variables originales de recursos disponibles para el desarrollo, PIB per cápita, inversión per cápita y gasto público en desarrollo social per cápita respectivamente.



Apéndice 4.2. Definición y fuentes de variables utilizadas en los modelos econométricos

NOMBRE DE VARIABLE	ABREVIATURA	DEFINICIÓN	FUENTE
DEPENDIENTES			
PIB per cápita real	PIBpc	Logaritmo natural del PIB per cápita en valores constantes en dólares de 2000	World Development Indicators 2005
Inversión per cápita real	INVpc	Logaritmo natural de la formación bruta de capital fijo real per cápita (deflactada)	World Development Indicators 2005
Gasto Público en Desarrollo Social per cápita real	GPDS	Logaritmo natural del total de gasto público destinado al desarrollo social real per cápita (deflactado)	BADEINSO (2005), SPE, MEPRA, CEPAL, IBGE, INEGI, SHCP
Indicador Sintético de Recursos Disponibles para el Desarrollo	ISRDD	Primer componente principal de la combinación lineal de las tres variables indicativas de los recursos destinados al desarrollo económico	Elaboración propia a través de EViews 5
In Crédito Bancario al Sector Privado	InCBSP	Logaritmo natural del crédito bancario al sector privado real	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
EXPLICATIVAS			
Desarrollo financiero	DF	Razón de los Activos de los bancos de depósito con respecto a los Activos del banco central	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
Profundización financiera	PF	Total de obligaciones líquidas o M3 como porcentaje del PIB	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
Activos del banco central	ABC	Activos del Banco Central como porcentaje del PIB	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
Activos de los bancos de depósito	ABD	Activos de los Bancos de Depósito como porcentaje del PIB	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
Activos de otros intermediarios	AOIF	Activos de Otras Instituciones Financieras como porcentaje del PIB	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross



Crédito bancario al sector privado	CBSP	Razón del crédito total al sector privado otorgado por los bancos comerciales como porcentaje del PIB	Levine (2005). Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
Depósitos bancarios	DB	Total de depósitos realizados en los bancos comerciales como porcentaje del PIB	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
Capitalización el mercado accionario	CMA	Valor de capitalización del mercado accionario como porcentaje del PIB	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
Desarrollo del mercado de valores	DMV	Razón del valor total negociado en el mercado de valores entre su valor de capitalización	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
Valor total negociado en el mercado accionario	VNMA	Valor total negociado del mercado accionario como porcentaje del PIB	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
Capitalización del mercado privado de bonos	CMPB	Capitalización del mercado privado de bonos como porcentaje del PIB	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
Capitalización del mercado de bonos gubernamentales	CMGB	Capitalización del mercado público de bonos como porcentaje del PIB	Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, y Ross Levine (2005).
Tasa de interés activa	TIA	Tasa de interés cobrada por los créditos otorgados por los bancos comerciales	World Development Indicators 2005
Tasa de interés real	TIR	Tasa de interés activa ajustada por la inflación medida por el deflator implícito del PIB.	World Development Indicators 2005
Tipo de cambio	TC	Logaritmo natural de la cotización del dólar en moneda nacional de Argentina, Brasil y México	World Development Indicators 2005
Inflación	INF	Variación porcentual del índice de precios al consumidor correspondiente a cada país	World Development Indicators 2005
Deuda externa total	DET	Enredamiento total con los acreedores internacionales como porcentaje del PIB	World Development Indicators 2005



Gasto público	GP	Gasto total de gobierno como porcentaje del PIB	BADEINSO (2005), SPE, MEPRA, CEPAL, IBGE, INEGI, SHCP
Ingresos públicos	IP	Ingresos totales de gobierno como porcentaje del PIB	BADEINSO (2005), SPE, MEPRA, CEPAL, IBGE, INEGI, SHCP
Déficit público	DEFP	Ingresos menos gastos gubernamentales como porcentaje del PIB	BADEINSO (2005), SPE, MEPRA, CEPAL, IBGE, INEGI, SHCP



Apéndice 4.3. Resultados del análisis de cointegración y pruebas de correlación y heterocedasticidad

Modelo	País	Cointegración			Autocorrelación			Heterocedasticidad	
		Dickey-Fuller Aumentada	Probabilidad	Orden de integración de los residuos	Durbin Watson	Breusch - Godfrey	Probabilidad	White	Probabilidad
Crédito 1									
	Argentina	-4.643	0.000	I(0)	2.566	2.782	0.249	13.850	0.310
	Brasil	-2.867	0.008	I(0)	1.597	3.815	0.148	13.281	0.349
	México	-4.236	0.000	I(0)	2.381	1.068	0.301	13.974	0.302
Crédito 2									
	Argentina	-3.705	0.001	I(0)	2.115	0.361	0.548	13.998	0.301
	Brasil	-3.501	0.002	I(0)	1.952	0.584	0.747	13.881	0.308
	México	-5.158	0.000	I(0)	2.655	5.772	0.056	13.946	0.304
Crédito 3									
	Argentina	-3.589	0.002	I(0)	2.052	5.046	0.080	13.989	0.301
	Brasil	-3.064	0.005	I(0)	1.710	2.300	0.317	13.979	0.302
	México	-5.840	0.000	I(0)	2.954	4.895	0.027	12.765	0.386
PIBpc									
	Argentina	-2.994	0.006	I(0)	1.707	0.735	0.391	13.050	0.365
	Brasil	-2.926	0.007	I(0)	1.660	0.522	0.470	13.940	0.305
	México	-3.541	0.002	I(0)	2.032	1.522	0.467	13.723	0.319
INVpc									
	Argentina	-2.510	0.017	I(0)	1.376	4.604	0.100	13.901	0.307
	Brasil	-3.177	0.004	I(0)	1.792	0.574	0.750	13.158	0.358
	México	-4.051	0.001	I(0)	2.283	0.728	0.394	13.984	0.302
GPDS									
	Argentina	-4.557	0.000	I(0)	2.396	1.179	0.554	12.568	0.401
	Brasil	-2.921	0.007	I(0)	1.700	3.513	0.173	13.011	0.368
	México	-5.635	0.000	I(0)	2.805	3.932	0.047	13.540	0.331
ISRDD									
	Argentina	-3.088	0.005	I(0)	1.773	3.091	0.213	14.000	0.301
	Brasil	-3.415	0.003	I(0)	1.963	4.829	0.089	12.997	0.369
	México	-4.178	0.001	I(0)	2.267	3.056	0.217	13.317	0.346

Apéndice 4.4. Resultados de las estimaciones econométricas: Modelos SUR

Modelo de crédito 1

Variables	Argentina			Brasil			México		
	Coefficientes	t	Prob	Coefficientes	t	Prob	Coefficientes	t	Prob
C	26.80	20.50	0.00	20.11	25.88	0.00	21.31	23.49	0.00
CBSP _(t-1)	0.22	0.09	0.93	20.30	8.88	0.00	1.25	2.84	0.01
TIR	-4.11	-6.17	0.00	1.85	2.27	0.03	3.45	5.21	0.00
DF	-2.75	-1.91	0.07	-0.63	-0.83	0.42	3.37	3.18	0.00
TIA	-0.09	-8.53	0.00	-0.07	-3.19	0.00	-1.75	-4.64	0.00
TC	-3.59	-5.70	0.00	0.16	2.64	0.02	-0.14	-2.15	0.04
CMPB	25.33	3.74	0.00	-7.46	-1.59	0.13	35.50	5.93	0.00
R ²							0.983		
Número de datos							14		
Unidades de corte transversal							3		
Total de observaciones incluidas en la estimación							42		

Modelo de crédito 2

Variables	Argentina			Brasil			México		
	Coefficientes	t	Prob	Coefficientes	t	Prob	Coefficientes	t	Prob
C	19.03	13.79	0.00	17.84	26.95	0.00	23.78	21.90	0.00
CBSP _(t-1)	1.59	0.39	0.70	11.50	5.91	0.00	1.89	4.33	0.00
TIA	-0.08	-5.04	0.00	-0.06	-5.53	0.00	-2.70	-8.66	0.00
DF	4.62	2.69	0.01	1.42	3.04	0.01	0.38	0.26	0.80
TIR	-0.91	-0.92	0.37	1.42	3.49	0.00	4.58	6.46	0.00
CMPB	-12.40	-2.50	0.02	-9.18	-3.37	0.00	34.35	5.48	0.00
ABD	6.43	2.17	0.04	8.76	5.05	0.00	0.31	0.37	0.72
R ²							0.985		
Número de datos							14		
Unidades de corte transversal							3		
Total de observaciones incluidas en la estimación							42		

Modelo de crédito 3

Variables	Argentina			Brasil			México		
	Coeficientes	t	Prob	Coeficientes	t	Prob	Coeficientes	t	Prob
C	20.80	18.90	0.00	16.61	15.21	0.00	24.66	21.08	0.00
CBSP _(t-1)	1.04	0.27	0.79	19.59	9.96	0.00	1.72	4.59	0.00
TIA	-0.06	-5.16	0.00	-0.07	-4.37	0.00	-2.82	-9.72	0.00
DF	3.11	2.09	0.05	0.58	0.97	0.34	-0.96	-0.58	0.57
TIR	-1.20	-1.42	0.17	1.82	3.03	0.01	4.39	7.88	0.00
PF	6.04	3.06	0.01	11.45	3.44	0.00	2.02	1.22	0.24
CMPB	-11.07	-2.79	0.01	-11.56	-2.90	0.01	35.71	6.06	0.00
R ²	0.983								
Número de datos	14								
Unidades de corte transversal	3								
Total de observaciones incluidas en la estimación	42								

Modelo de PIB per cápita

Variables	Argentina			Brasil			México		
	Coeficientes	t	Prob	Coeficientes	t	Prob	Coeficientes	t	Prob
C	8.86	53.36	0.00	7.96	220.38	0.00	7.80	34.01	0.00
CBSP _(t-1)	-0.38	-0.76	0.46	0.50	5.92	0.00	0.22	2.46	0.02
TIR	-0.21	-4.18	0.00	-0.01	-3.09	0.01	0.37	3.30	0.00
PF	1.46	6.00	0.00	0.01	0.04	0.97	-0.14	-0.42	0.68
DF	-0.07	-0.30	0.77	-0.04	-0.84	0.41	1.04	3.30	0.00
CMA	-0.19	-2.54	0.02	0.33	4.43	0.00	-0.36	-7.60	0.00
DET	-0.10	-2.82	0.01	-0.04	-0.58	0.57	-0.34	-4.39	0.00
R ²	0.998								
Número de datos	14								
Unidades de corte transversal	3								
Total de observaciones incluidas en la estimación	42								

Modelo de Inversión per cápita

Variables	Argentina			Brasil			México		
	Coefficientes	t	Prob	Coefficientes	t	Prob	Coefficientes	t	Prob
C	2.78	2.09	0.05	6.06	14.55	0.00	7.38	11.63	0.00
CBSP _(t-1)	-6.46	-2.33	0.03	10.02	11.19	0.00	0.80	3.37	0.00
TIA	-0.07	-10.86	0.00	-0.02	-39.57	0.00	0.31	1.42	0.17
PF	3.89	1.75	0.10	3.10	2.70	0.01	3.64	4.55	0.00
DF	6.15	3.20	0.01	-2.91	-8.21	0.00	-0.35	-0.42	0.68
CMA	1.34	1.75	0.10	1.17	1.93	0.07	-0.45	-3.23	0.00
CMGB	-7.93	-2.07	0.05	4.04	8.64	0.00	-0.70	-3.18	0.01
DET	-0.86	-3.68	0.00	-8.01	-13.58	0.00	-4.20	-15.64	0.00
R ²							0.995		
Número de datos							14		
Unidades de corte transversal							3		
Total de observaciones incluidas en la estimación							42		

Modelo de Gasto público en desarrollo social

Variables	Argentina			Brasil			México		
	Coefficientes	t	Prob	Coefficientes	t	Prob	Coefficientes	t	Prob
C	9.97	10.35	0.00	5.26	3.64	0.00	3.00	7.51	0.00
CBSP _(t-1)	5.20	1.95	0.06	8.59	3.07	0.01	2.81	10.78	0.00
TIR	-5.76	-14.75	0.00	-0.72	-10.43	0.00	1.97	7.81	0.00
DET	-1.46	-4.57	0.00	-6.81	-3.32	0.00	-3.80	-18.85	0.00
CMGB	-4.35	-1.88	0.07	5.30	3.93	0.00	2.09	6.29	0.00
DF	-3.41	-2.80	0.01	-1.82	-2.54	0.02	3.06	8.51	0.00
DEFP	-15.97	-4.68	0.00	-3.13	-0.96	0.35	-0.60	-0.49	0.63
R ²							0.985		
Número de datos							14		
Unidades de corte transversal							3		
Total de observaciones incluidas en la estimación							42		

Modelo para el Indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo

Variables	Argentina			Brasil			México		
	Coeficientes	t	Prob	Coeficientes	t	Prob	Coeficientes	t	Prob
C	-6.04	-5.62	0.00	-1.88	-1.14	0.27	0.96	0.34	0.74
CBSP _(t-1)	-9.91	-1.96	0.06	17.58	7.04	0.00	4.31	4.43	0.00
TIA	-0.11	-3.63	0.00	-0.02	-11.57	0.00	-1.09	-0.66	0.52
DET	-3.62	-2.14	0.04	-2.76	-2.45	0.02	-15.34	-9.15	0.00
ABD	18.80	6.77	0.00	3.98	1.54	0.14	8.91	5.09	0.00
DF	5.90	4.27	0.00	-3.32	-2.51	0.02	-0.42	-0.11	0.91
TC	0.64	0.47	0.64	0.15	2.06	0.05	0.33	2.71	0.01
R ²	0.986								
Número de datos	14								
Unidades de corte transversal	3								
Total de observaciones incluidas en la estimación	42								



Apéndice 4.5. Resultado de las estimaciones econométricas: Modelos de Efectos Fijos

Modelo de crédito

Variables	Coefficientes	t	Prob
D Argentina	19.10		
D Brasil	19.24		
D México	19.26		
CBSP _(t-1)	3.15	3.06	0.00
DF	5.32	3.29	0.00
TIA	-0.02	-6.69	0.00
CMGB	3.78	4.10	0.00
DET	-1.47	-2.15	0.04
CMA	1.78	3.09	0.00
TC	-0.18	-2.10	0.04
R ²			0.869
Número de datos			14
Unidades de corte transversal			3
Total de observaciones incluidas en la estimación			42

Modelo de PIB per cápita

Variables	Coefficientes	t	Prob
D Argentina	8.44		
D Brasil	7.59		
D México	8.03		
LNCPBD(-1)	0.004	1.91	0.07
CMA	-0.11	-2.23	0.03
PF	0.94	7.32	0.00
TIR	-0.03	-3.72	0.00
DET	-0.04	-1.94	0.06
INV	1.34	3.99	0.00
R ²			0.994
Numero de datos			14
Unidades de corte transversal			3
Total de observaciones incluidas en la estimación			42

Modelo de Inversión per cápita

Variables	Coefficientes	t	Prob
D Argentina	4.80		
D Brasil	3.60		
D México	3.59		
LNCPBD(-1)	0.07	1.73	0.09
DET	-2.12	-7.03	0.00
ABD	2.95	4.22	0.00
TIR	-1.21	-17.81	0.00
CMPB	5.70	3.64	0.00
DF	0.95	1.75	0.09
R ²			0.980
Número de datos			14
Unidades de corte transversal			3
Total de observaciones incluidas en la estimación			42

Modelo de Gasto público en desarrollo social

Variables	Coefficientes	t	Prob
D Argentina	1.72		
D Brasil	0.65		
D México	0.39		
LNCPBD(-1)	0.11	2.22	0.03
CMGB	1.82	3.09	0.00
DET	-0.72	-3.79	0.00
DF	2.56	4.42	0.00
TIR	-1.15	-9.62	0.00
DEFP	-3.29	-1.67	0.11
R ²			0.984
Número de datos			14
Unidades de corte transversal			3
Total de observaciones incluidas en la estimación			42

Modelo para el Indicador sintético de recursos disponibles para el desarrollo

Variables	Coeficientes	t	Prob
D _{Argentina}	-8.75		
D _{Brasil}	-9.05		
D _{México}	-9.93		
LNCPBD(-1)	0.26	2.40	0.02
TIA	-0.03	-5.05	0.00
DET	-1.22	-2.57	0.02
DF	4.03	3.99	0.00
CMGB	2.70	2.53	0.02
R ²			0.886
Número de datos			14
Unidades de corte transversal			3
Total de observaciones incluidas en la estimación			42

Conclusiones

La dicotomía entre el sistema financiero y la economía real, es el problema más grave para Argentina, Brasil y México, a partir de la década de los noventa. El impacto negativo de la carencia de financiamiento para el sector productivo (derivada de la escasa relación entre la esfera real y la financiera), sumado a la deficiente conducción de la política económica (empantanada exclusivamente en la estabilidad de precios), se manifiestan hoy en día en la mala asignación de recursos, en la injusta distribución del ingreso, en la desigualdad social, en el insuficiente y volátil crecimiento económico, en la escasez de empleo y en el atraso de todos los indicadores de bienestar social con respecto a los países desarrollados.

El mayor lastre para el desarrollo de Argentina, Brasil y México, es la política económica establecida a partir de la profundización del modelo neoliberal. La implementación del Consenso de Washington, posibilitó la aplicación extrema del neoliberalismo. Al mismo tiempo, se pusieron en marcha las reformas financieras de finales de los ochenta y principios de los noventa. La nueva receta económica del decálogo y la liberalización, representan un punto de inflexión en el desempeño económico y financiero de los tres países, a partir del cual, el ritmo de crecimiento ha sido lo suficientemente pobre para mantener a estas economías sumidas en el subdesarrollo.

El modelo neoliberal esbozado en el decálogo de Washington, configuró un entorno caracterizado por la hegemonía financiera a nivel nacional e internacional, que permitió restaurar los márgenes de ganancia de la oligarquía capitalista, los cuales mostraban una tendencia decreciente desde hace algunas décadas. La ascensión al poder de la renovada ortodoxia económica, impuso durante los noventa al neoliberalismo con el falso argumento de que resolvería las vicisitudes económicas y aliviaría sus efectos negativos. La intención nunca existió y no pasó mucho tiempo antes de que las crisis financieras pusieran al descubierto las severas deficiencias del modelo y la superlativa vulnerabilidad, que los procesos de liberalización generaron en las economías de AByM.

La evaluación del Consenso para Argentina, Brasil y México, arroja un saldo negativo, porque resultó un rotundo fracaso para impulsar el desarrollo económico. Empero, desde otro punto de vista el neoliberalismo ha sido absolutamente exitoso para los objetivos que le dieron vida, pues su concepción obedeció a los intereses de los grandes capitalistas, que a través de él, pudieron encumbrarse como las clases dominantes, concentraron considerablemente la riqueza y han obtenido ganancias extraordinarias explotando al máximo la especulación financiera. Durante este proceso, quienes han sido beneficiados del funcionamiento del neoliberalismo, han convertido en una regla no escrita, la negación recurrentemente del agravamiento de las disparidades sociales en las tres naciones aludidas.

La implementación de las políticas económicas teorizadas en el Consenso, vino a impactar directamente el desarrollo económico, pues sus postulados pretendieron transformar a los esquemas de seguridad social, en mercancía susceptible de comerciarse en el libre mercado, con efectos inmediatos sobre los indicadores de bienestar de la población. Más allá de la exitosa estabilización de precios, el desarrollo ha sido afectado porque se dificulta el acceso de amplios sectores de la población a la educación, salud, vivienda y además se hace menos justa la distribución de los ingresos. Mientras la polarización social crece y la brecha entre pobres y ricos se amplía, un sector mayoritario de la población carece de recursos para adquirir los servicios mercantilizados que le permitan mejorar sus condiciones de vida. La pugna neoliberal por reducir al mínimo posible la intervención estatal en la economía, limitó al máximo la acción gubernamental, como alternativa para atender las necesidades básicas de la población más desprotegida. En países con desigualdades tan grandes como las que caracterizan a Argentina, Brasil y México, resulta imposible pretender que la menor participación del estado, impuesta por la doctrina dominante, sería benéfica para el desarrollo económico.

El embate neoliberal contra los esquemas de seguridad social, ha usado como principal estrategia el deterioro en la calidad de los servicios públicos de salud,

impulsando la participación privada como única alternativa para recibir mejor atención médica. En una situación similar se encuentra la educación, atacada recurrentemente a través de una táctica de degradación y descalificación de la calidad de las instituciones educativas públicas. Ambos rubros, educación y salud, son aspectos fundamentales que deben atenderse para superar los retrocesos y elevar el bienestar de la población.

En Argentina, Brasil y México, la pobreza es el mayor pasivo de modelo económico a lo largo del periodo de estudio y la inequidad en la distribución de los ingresos es uno de los obstáculos más importantes para el desarrollo. En Argentina la pobreza aumentó drásticamente, al grado de ser denominado *el país de los nuevos pobres*; en Brasil y México, aunque los organismos internacionales suponen que el problema se redujo, especialistas en la materia, de ambos países, hablan de un incremento en el número de pobres e indigentes. La ausencia de crecimiento económico sostenido y las crisis padecidas en los tres países, generaron elevados costos sociales, siendo el más grave el acelerado incremento de la pobreza. A partir de entonces, se pusieron en marcha programas para combatirla, subvencionando a segmentos vulnerables de la población y que con tan sólo colocarlos ligeramente por arriba del inverosímil umbral de la pobreza de US\$2 diarios, se consideraron exitosos. Esto es absolutamente falso y carente de toda realidad, porque en el fondo, no se están creando las condiciones económicas necesarias para que estas personas superen definitivamente el nivel de vida de subsistencia.

La evolución de los indicadores macroeconómicos en los tres países, refleja los resultados de la política de estabilización. El análisis realizado, permite formular algunas generalizaciones a partir de hechos que se repitieron en las tres economías. A lo largo del periodo de estudio, la inflación fue reducida significativamente, se avanzó hacia el anhelo neoliberal del equilibrio en las finanzas públicas. Por otro lado, aparecieron numerosos resultados negativos del modelo. La liberalización, si bien derivó en el incremento de la actividad comercial en los mercados internacionales, también provocó el acelerado deterioro de la cuenta corriente, porque las importaciones crecieron más rápido que las exportaciones. Las tasas de interés activas nominales decrecieron,

aunque en menor medida que la inflación, por lo cual las tasas reales registran una expansión promedio positiva, aunque en valores absolutos hoy en día son inferiores a las de principios de los noventa. A pesar de esto, las tasas de interés activas nominales y reales, continúan en niveles muy elevados con respecto a los países desarrollados. En tanto, los principales indicadores de la economía real se mantuvieron deprimidos, el producto interno bruto creció ínfimamente, al igual que la inversión real. El desempleo se incrementó notablemente, al igual que la ocupación en el sector informal. La deuda externa aumentó a una tasa media anual que fue superior a las del PIB, de la demanda agregada, de la inversión productiva, del consumo e incluso fue mayor que la expansión de las exportaciones. En resumidas cuentas, es mayor y más contundente la evidencia del fracaso de la política económica neoliberal en los tres países.

Los sistemas financieros de Argentina, Brasil y México, sufrieron profundas transformaciones, que fueron determinantes para provocar la desvinculación con el sector productivo. Conforme surtieron efecto, los cambios en las estructuras motivaron el abandono de actividades financieras tradicionales, para emprender otras nuevas con rendimientos inmediatos, obtenidos a través del deliberado caos financiero. Los sistemas financieros de AByM se incorporaron a la dinámica de la globalización, comenzaron a funcionar con una aparente independencia, sin sustento económico real y dejaron de financiar a la inversión. Lo más grave, es que la dicotomía se dio sólo sentido positivo, porque se abandonó el financiamiento para las unidades productivas, pero se mantuvo un canal que transmitió los choques de volatilidad originados por la especulación y la inestabilidad de los mercados internacionales.

En consecuencia, Argentina, Brasil y México se vieron inmersos en un ambiente caracterizado por la volatilidad y el incremento en el número e intensidad de los riesgos financieros. Entonces, las deficiencias de la política económica, la ausencia de regulación y la vulnerabilidad financiera, se conjugaron para abrir la puerta a crisis de gran envergadura. Primero, la crisis mexicana que dio lugar a fuertes cuestionamientos sobre las bondades del modelo y la pertinencia de los procesos de liberalización. Después devinieron

el trance padecido por Brasil y el brutal colapso financiero de Argentina. Algunos de los episodios comunes de las crisis en los tres países fueron: el auge del crédito al sector privado, el deterioro de la cartera crediticia, la sobrevaluación cambiaria, la especulación contra la divisa, la devaluación, el alza en las tasas de interés y el riesgo país, la fuga de capitales, la fuerte contracción de las reservas internacionales y el deterioro generalizado de las expectativas. Además, en los casos de México y Argentina, se presentó una crisis bancaria, desatada por el retiro masivo de depósitos, que se tradujo en un severo problema de insolvencia. Mientras tanto, la crisis brasileña fue un claro ejemplo del contagio distintivo del circuito financiero internacional. Lo más grave, es que las vicisitudes financieras propagaron sus efectos negativos a los sectores reales de los tres países, gestando crisis económicas de elevados costos sociales y secuelas retractoras para el desarrollo.

La característica principal de los sistemas financieros de Argentina, Brasil y México, es que las actividades de intermediación están dominadas ampliamente por el sector bancario, mientras el resto de las instituciones financieras muestran un considerable grado de subdesarrollo. A partir de los noventa ocurrieron múltiples cambios en los sectores bancarios de los tres países. Se presentaron privatizaciones y fusiones, y desaparecieron un sin número de instituciones crediticias. La propiedad de los activos bancarios pasó en su mayor parte a manos extranjeras, lo cual contribuyó al proceso de consolidación. Por su tamaño y jerarquía internacional, los bancos extranjeros se convirtieron en una amenaza para la soberanía monetaria de las tres economías.

La evaluación del desempeño bancario en los tres países, mostró que estos intermediarios relegaron sus actividades tradicionales de otorgar crédito y captar recursos, para incursionar en otras nuevas surgidas de la innovación financiera. Entonces, participaron en operaciones más riesgosas y mayor rentabilidad, como el manejo e inversión en instrumentos derivados y negociación de valores. Los cambios en los sectores bancarios comparados, no tuvieron efecto en la reducción de las asimetrías de información, que se agudizaron para las micro, pequeñas y medianas empresas. Los bancos

comerciales poco se interesaron en mejorar la asignación de recursos para estos agentes económicos, por el nulo atractivo que representan en términos de riesgo y beneficio, en comparación con otros nichos de negocio. Esto ha obstaculizado el acceso al financiamiento bancario, del segmento empresarial que genera más de la mitad de los empleos en AByM. En consecuencia, el crédito para realizar la inversión real ha sido escaso, motivando la desvinculación progresiva con el sector productivo.

La mayor presencia y solidez de los intermediarios bancarios, no redujo en una reducción de los márgenes de intermediación, porque encontraron una fructífera fuente de ganancias en los diferenciales de tasas pasivas y activas. Además, los costos de los servicios prestados por los bancos extranjeros en Argentina, Brasil y México, estuvo muy por arriba que los cobrados en sus casas matrices. El poder de mercado de estos agentes, les permitió pagar menores tasas de depósitos y cobrar mayores tasas de interés sobre los préstamos. Las tasas activas bancarias si bien mostraron una tendencia decreciente, descendieron a un ritmo considerablemente menor que las tasas pasivas y la inflación, y se estancaron en rangos que parecen infranqueables a la baja (los que varían de acuerdo con el país al que correspondan). Las tasas pasivas decrecieron rápidamente, llegando a cifras mínimas, que en ocasiones provocaron que en términos reales, estuvieran por debajo de la tasa de inflación.

Los resultados del análisis del desempeño económico y de la evolución de los sistemas financieros en AByM, arrojaron múltiples elementos para verificar la hipótesis de trabajo planteada en los albores de esta investigación. Se comprobó la desvinculación del sistema financiero y el sector productivo, así como el impacto negativo que ésta tuvo para el desarrollo económico. La evidencia esta conformada por los resultados del contraste analítico de los indicadores financieros, macroeconómicos y de desarrollo, y las deducciones empíricas de las estimaciones econométricas realizadas en el último capítulo.

Los signos de la disociación son diversos, destacando los relacionados con el sector bancario, por su trascendencia para el aparato productivo y porque la

evidencia confirma que los bancos son los únicos intermediarios con capacidad de influir en los indicadores de bienestar social de AByM. Por una parte, se confirma que existe una relación de determinación positiva del crédito bancario hacia el desarrollo económico. El problema para el desarrollo, surge a partir de la desvinculación de los bancos con el sector productivo, que se manifiesta por el minúsculo volumen de crédito al sector privado, en comparación con el de economías desarrolladas. El predominio de los bancos en el sistema financiero de los tres países, no corresponde con el nivel de préstamos otorgados a las empresas. Además, se probó la nula reciprocidad entre el crédito y la formación de capital fijo, lo que se tradujo en pobres tasas de crecimiento económico. Esto se debe a que gran parte de los empréstitos se destinaron al financiamiento del consumo, que contrario a la inversión productiva, no tiene efectos multiplicadores para la economía. Otra parte del crédito fue para financiar la inversión improductiva, la cual tiene una contribución inexistente para la formación de capital fijo y no genera riqueza. Finalmente una proporción reducida del crédito fue para la inversión real. De tal forma que una de las principales conclusiones, es que la ausencia de financiamiento bancario ha debilitado las fuerzas productivas y contribuyó a la depresión del mercado interno en Argentina, Brasil y México.

La disponibilidad de crédito esta relacionada con factores de oferta y demanda. Por el lado de la oferta, con las expectativas de los bancos, que prestan a quien mejor garantice la devolución del capital prestado y no a quien este dispuesto a pagar la tasa más alta por los recursos. Por el otro, las estimaciones econométricas, el análisis del comportamiento del financiamiento y la experiencia de las empresas, muestran que las tasas de interés son un factor que influye en el acceso al crédito bancario. El elevado nivel de las tasas de interés activas nominales y reales, ha sido un factor desvinculante del aparato productivo, porque inhiben la demanda de crédito de las micro pequeñas y medianas empresas y evita que se generen recursos para estimular el desarrollo. Una prueba contundente de esto, es la relación indirecta de las tasas de interés con el volumen de crédito y con los indicadores de desarrollo, de acuerdo con los resultados econométricos.

Del mismo modo, se logró comprobar la importancia del volumen de crédito previo a la realización de los planes de inversión y al inicio de la producción. El crédito otorgado en el periodo anterior, es uno de los principales determinantes para el nivel de financiamiento bancario actual, el ritmo de expansión del proceso productivo y las variaciones de los indicadores de desarrollo. La profundización y el desarrollo financiero igualmente mantienen una relación positiva con el desarrollo económico, aunque se ubican en niveles muy alejados de los registrados en las economías más avanzadas. La trascendencia de ambos indicadores, depende también de la capacidad de los bancos para traducir la mayor disponibilidad de recursos, en incrementos del crédito para la inversión real.

La evidencia confirma la inexistente participación de la intermediación bursátil en el proceso de desarrollo y una escasa cobertura y progreso del mercado de valores. La posibilidad de obtener recursos mediante la emisión accionaria, esta limitada a un reducido número de grandes empresas y los requisitos de acceso son casi imposibles de cubrir para firmas de menor tamaño. La emisión de deuda privada esta lejos de ser una significativa fuente de recursos. Mientras que la deuda pública muestra una relación directa con los indicadores de desarrollo, pero su influencia depende del destino que se de a los recursos obtenidos por esta vía (para financiar el déficit público ó invertir en infraestructura, salud o educación). Finalmente la desvinculación se reafirma porque ningún indicador de funcionamiento de otros intermediarios financieros (no bancarios), resulta significativo para impactar en el progreso del bienestar social de AByM.

En la actualidad, la dicotomía del sistema financiero y el sector productivo, se refleja la insuficiencia de recursos para sostener un incremento de la inversión real, acorde con las necesidades económicas y sociales de Argentina, Brasil y México. Frente a las abundantes muestras del fracaso de la ortodoxia para cubrir los requerimientos del desarrollo económico, es necesario reestablecer el flujo de financiamiento, mediante una nueva relación entre los intermediarios financieros y los agentes productivos. Adicionalmente, es indispensable el establecimiento de una política de desarrollo, que tenga como uno de los

principales objetivos, lograr que los recursos se destinen a la inversión productiva y sus beneficios se manifiestan en el nivel de vida de la población. El flagelo que el neoliberalismo y la globalización han infringido a los pueblos de Argentina, Brasil y México, más que un mito, es una cruda realidad que debe transformarse para superar la pobreza, la desigualdad y lograr el anhelado desarrollo económico.

Bibliografía

- Alberola, E., López, H. y Servén, L. (2003). "Tango with the Gringo: The Hard Peg and Real Misalignment in Argentina". Working Papers, No. 3322, World Bank, Washington D.C., May 2004. 29 págs.
- Arestis, Philip y Sawyer, Malcom (2003a). "Reinventing Fiscal Policy". Working Paper No. 381, The Levy Economics Institute, May 2003. 18 págs.
- Arestis, Philip y Sawyer, Malcom (2003b), "The case for Fiscal Policy". Working Paper No. 382, The Levy Economics Institute, May 2003. 23 págs.
- Arestis, Philip, and Malcolm C. Sawyer. (2002). "Can Monetary Policy Affect the Real Economy?". Working Paper No. 355. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute, 2002. 22 págs.
- Arestis, Philip, Panicos Demetriades, Bassam Fattouh, Kostas Mouratidis (2002). "The Impact of Financial Liberalisation Policies on Financial Development: Evidence from Developing Economies". *International Journal of Finance & Economics*, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 7(2), April. January 2002. Págs. 109-21,
- Baer, Werner, Pedro Elosegui and Andrés Gallo (2002). "The Achievements and Failures of Argentina's Neo-liberal Economic Policies". *Oxford Development Studies*, vol. 30, No. 1, February, 2002. Págs. 63-85.
- Bala, Angélica (2006). "Auge de los créditos al consumo en México: Beneficios y retos para la banca". Standard & Poor's, fecha de publicación: 3 de Enero de 2006. Del sitio en línea: <http://www.standardandpoors.com>
- Banco Central do Brasil (2003). "Boletim do Banco Central do Brasil". Marzo de 2003. Del sitio en línea: <http://www.bcb.gov.br/>
- Banco Interamericano de Desarrollo (2002). "Acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento". BID, Grupo DFC, Informe de Trabajo, Washington DC.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2005). "Desencadenar el Crédito: Cómo ampliar y estabilizar la banca". Informe 2005 Progreso económico y social en América Latina. BID, Washington, D.C. 2004. 314 págs.
- Bank for International Settlements (2004). "OTC derivatives market activity in the second half of 2004". Del sitio en línea: <http://www.bis.org/>
- Bank for International Settlements (2005). "Globalization and monetary policy in emerging markets". BIS Papers No. 23, Monetary and Economic Department, May 2005. 289 págs.
- Beck, Thorsten and Ross Levine (2002). "Stock markets, banks, and growth: panel evidence". Working Paper 9082, National Bureau of Economic Research, July 2002. 33 págs.
- Beck, Thorsten, and Ross Levine (2004). "Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence". *Journal of Banking and Finance*, 28. Págs. 423-442.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine (2000). "A new database on the structure and development of the financial sector". *The World Bank Economic Review*, vol. 14. No. 3, September 2000. Págs. 597-605.
- Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine (2004). "Finance, inequality, and poverty: cross-country evidence". Working Paper 10979, National Bureau of Economic Research, December 2004. 47 págs.
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine (2005). "A new database on the structure and development of the financial sector". Versión

- electrónica 2005. Del sitio en línea: <http://www.worldbank.org/>
- Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza, (2000). "Finance and the Sources of Growth". *Journal of Financial Economic*, 58. Págs. 261-300.
- Becker, Joachim (2002a). "Integración y regulación: la Unión Europea y el Mercosur comparados". En *Sustentabilidad y regionalismo en el Cono Sur*, Ed. Gudynas, Eduardo, Montevideo 2002. Págs. 9-35.
- Becker, Joachim (2002b). "Argentina: anatomía de una crisis". En *Carta Global Latinomericana*, No. 3, Junio 2002. 8 págs.
- Becker, Joachim (2003). "La Reciente Crisis Financiera en Argentina, Brasil y Uruguay: Análisis Comparativo". Documentos de Discusión Global, Montevideo, Uruguay, Julio 2003. 17 págs.
- Bernanke, Ben S., and Alan S. Blinder. (1988). "Credit, Money, and Aggregate Demand ", Working Paper 2534, National Bureau of Economic Research, Marzo 1988. 18 págs.
- Bernanke, Ben. S., and Mark Gertler. (2000). " Monetary policy and asset price volatility", Working Paper 7559, National Bureau of Economic Research, Febrero 2000. 75 págs.
- Bernanke, Ben. S., Mark Gertler and Simon Gilchrist (1998). "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", Working Paper 6455, National Bureau of Economic Research, Marzo 1998. 75 págs.
- Boltvinik, Julio (2005). "La pobreza en México". *La Jornada*, México, 11 de noviembre de 2005. Pág. 25.
- Boltvinik, Julio y E. Hernández-Laos (1999). *Pobreza y distribución del ingreso en México*. Siglo XXI Editores. México, 1999. Págs. 313-350.
- Breitung, Jörg (2000). "The Local Power of Some Unit Root Tests for Panel Data". In B. Baltagi (ed.), *Advances in Econometrics*, Vol. 15: Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels, Amsterdam: JAI Press. Págs. 161-178.
- Bustelo Gómez, Pablo, Clara García Fernández-Muro E Iliana Olivé Aldasoro (2000). "*Causas de las Crisis Cambiarias en el Tercer Mundo: Deficiencias Estructurales y Globalización Financiera*". Departamento De Economía Aplicada I, Universidad Complutense De Madrid, Jornadas De Economía Crítica, Albacete, Febrero 2000. 23 págs.
- Bustelo, Pablo (2003). "Desarrollo económico: del Consenso al Post-Consenso de Washington y más allá". *Estudios en homenaje al Prof. Francisco Bustelo*, Editorial Complutense, Madrid, Abril de 2003. 14 págs.
- Calva, José Luis, (2005). "Disputas cambiarias". *El Universal*, 26 de Agosto de 2005. Pág.34.
- Carstens, Agustín G., Daniel C. Hardy y Ceyla Pazarbaşıoğlu (2004). "Cómo evitar la crisis bancaria en América Latina". En *Finanzas & Desarrollo*, septiembre de 2004. Págs. 30-33.
- CEPAL (1999). *La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis*. Serie temas de coyuntura No. 4, División de Estadística y Proyecciones Económicas Santiago de Chile, julio de 1999. 84 págs.
- CEPAL (2001). *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe 2000*. Santiago de Chile. 786 págs.
- CEPAL (2002). *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2002*. Santiago de Chile, Diciembre 2002. 138 págs.
- CEPAL (2003). *La inversión Extranjera en América Latina y el Caribe 2002*. Naciones Unidas. Santiago de Chile, Marzo del 2003. 174 págs.

- CEPAL (2004). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2003-2004*. Naciones Unidas. Santiago de Chile. 358 págs.
- CEPAL (2004b). *Panorama Social de América Latina 2004*. Naciones Unidas. Santiago de Chile, abril del 2005. 393 págs.
- CEPAL (2005). *Anuario estadístico de América Latina de y el Caribe, 2004*. Naciones Unidas. Santiago de Chile, Abril del 2005. 489 págs.
- CEPAL (2005a). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2004-2005*. Naciones Unidas. Santiago de Chile. 185 págs.
- CEPAL (2005b). *La inversión Extranjera en América Latina y el Caribe 2004*. Naciones Unidas. Santiago de Chile, Marzo del 2005. 208 págs.
- CEPAL (2005c). *Panorama Social de América Latina 2004*. Naciones Unidas. Santiago de Chile, Abril del 2005. 393 págs.
- CERES (1998). "La Crisis Financiera Mundial: Brasil en la Encrucijada". *Enfoque*, No. 5, agosto de 1998. 3 págs.
- Chick, Victoria. (1988). "The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy", en S.F. Frowen, (ed.) *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, Mcmillan, Department of Economics, University College London, Londres.
- Choi, In (2001). "Unit Root Tests for Panel Data". *Journal of International Money and Finance*, vol. 20, 2002. Págs. 249-272.
- Cintra, Marco Antonio Macedo y Elza Moreira Marcelino de Castro (2001). "Internacionalización del sector financiero y dolarización de los países latinoamericanos". En *Nueva Sociedad*, No. 172, págs. 85-103.
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2005). *Boletín Estadístico de la Banca Múltiple Diciembre 2004*. Del sitio en línea: <http://www.cnbv.gob.mx/>
- Del Villar, Rafael, Daniel Backal y Juan P. Treviño (1997). "Experiencias Internacionales en la Resolución de Crisis Bancarias". Banco de México, Diciembre de 1997. 73 págs.
- Díaz de Castro, Luis y Mascareñas Juan (1998). *Ingeniería Financiera. La Gestión en los Mercados Financieros Internacionales*. 2da. Edición, Editorial Mc Graw Hill, México, 1998.
- Dos Santos, Claudio H. and Genaro Zezza (2004). "A Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Macroeconomic Growth Model: Preliminary Results". Working Paper 42, The Levy Economic Institute, February 2004. 41 págs.
- Dow, Sheila y Carlos Rodríguez-Fuentes. (1998). "The political economy of monetary policy", in P. Arestis y M. C. Sawyer (eds.) *The Political Economy of Central Banking*, Edward Edgar, Cheltenham. Págs. 1-19.
- Duménil, Gérard and Dominique Levy (2003). *Neoliberal Dynamics-Imperial Dynamics*. Paper prepared for the Conference on Global Regulation, University of Sussex, Brighton, UK, May 29-31, 2003. 35 págs.
- Financiero, El*. México, 27 de septiembre de 2006, Sección Economía. Pág. 10.
- Enders, Walter (1995). *Applied Econometric Time Series*. 1st. Edition, John Wiley & Sons, Inc., United States of America, 1995. 433 págs.
- Engle, R.F. y W. J. Granger (1987). "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing". *Econometrica* No. 55. Pages. 251-276.
- Fanelli, José María (2002). "Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina". *Revista de la CEPAL*, No. 77, pp. 25-45.
- Federal Reserve Bank of New York. (2002). *Economic Policy Review*. May

2002, Volume 8, Number 1.

📖 FELABAN (2005). *Banca latinoamericana: lista para crecer*. Federación Latinoamericana de Bancos, Lunes 20 de noviembre de 2005. Del sitio en línea: <http://www.latinbanking.com/>

📖 Furtado, Celso (1979). *El desarrollo económico: un mito*. Editorial Siglo Veintiuno, México 1979. 141 págs.

📖 García, Fernández-Muro Clara, Iliana Olivie Aldasoro (2000). "Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes". *Comercio Exterior*, México, D.F., Vol. 50, no 6, junio de 2000, págs. 478-483.

📖 Gauthier, Céline and Fuchun Li (2005). "Linking real activity and financial markets: the first steps towards a small estimated model for Canada". In *Investigating the relationship between the financial and real economy*, BIS Papers No 22, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, April 2005. Págs. 253-272.

📖 Godley, Wynne and Marc Lavoie (2004). "Features of a realistic banking system within a post-keynesian stock-flow consistent model". Working Paper No. 12, Department of Economics, University of Ottawa. January 2004. 19 págs.

📖 Gómez Ochoa, Gabriel y Patlán Ruiz, David, "Profundización Financiera, Banca, Ahorro e Inversión", en Mantey, Guadalupe y Levy, Noemí (copiladoras), *Financiamiento del Desarrollo con Mercados de Dinero y Capital Globalizados*, UNAM-Porrúa, México, 2003, p.p. 295-330.

📖 González, Felipe de Jesús (2005). "Universidades alternativas". *La Revista*. No. 78. Semana del 22 al 28 de agosto de 2005. Pág. 20-31.

📖 González, Roberto (2005). "Eric Toussaint y América Latina: La integración es inaplazable". 25 de Enero de 2005. Del sitio en línea: <http://www.redvoltaire.net/>

📖 Granger, Clive and P. Newbold (1974). "Spurious Regressions in Econometrics". *Journal of Econometrics*, 2, 1974. Págs. 111-120.

📖 Greene, William H. (1999). *Análisis Económico*. 3ª. Edición, Madrid, España, Editorial Prentice Hall, 1999. 992 págs.

📖 Gujarati, Damodar N. (1997). *Econometría*. 3ª. Edición, Colombia, Editorial McGraw Hill, 1997. 824 págs.

📖 Hall, Simon. (2001). "Credit Channel Effects in the Monetary Transmission Mechanism". *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter 2001. Págs. 442-448.

📖 Hardi, Kaddour (2000). "Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data". *Econometric Journal*, 3. Págs. 148-161.

📖 Hatanaka, Michio (1996) *Time-Series-Based Econometrics. Unit Roots and Cointegration*. Oxford University Press. Gran Bretaña. 294 págs.

📖 Hernando, Ignacio and Carmen Martínez-Carrascal (2005). "The impact of financial variables on firms' real decisions: evidence from Spanish firm-level data". In *Investigating the relationship between the financial and real economy*, BIS Papers No 22, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, April 2005. Págs. 40-63.

📖 Heymann, D. (2000). "Políticas de reforma y comportamiento macroeconómico". En Heymann, Daniel, Kosacoff, Bernardo (eds.): *La Argentina de los noventa. Desempeño económico en un contexto de reformas*. Tomo I. Buenos Aires, pp. 37-176.

📖 Hill, Carter R., William E. Griffiths, George G. Jude (2001). *Undergraduate Econometrics*. 2ª. Edition, United States of America, Publisher by John Wiley

- & Sons, 2001. 409 págs.
- 📖 Hofmann, Boris (2001). "The determinants of private sector credit in industrialised countries: do property prices matter?". Working Paper No 108, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, December 2001. 39 págs.
- 📖 Huerta G. Arturo (2004). *Alternativas de política económica para alcanzar condiciones de crecimiento económico sostenido*. Trabajo presentado en el Encuentro Internacional Civilización o Barbarie: Desafíos y problemas del mundo contemporáneo. Portugal, 2004. 17 págs.
- 📖 Im, K. S., Pesaran, M. H., and Y. Shin (2003). "Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels". *Journal of Econometrics*, 115. Págs. 53-74.
- 📖 Instituto para la Administración del Desarrollo (2002). "IMD World Competitiveness Yearbook 2002". Suiza. Del sitio en línea: <http://www01.imd.ch/wcc/>
- 📖 Jalife-Rahme, Alfredo (2000). *El lado oscuro de la globalización. Post-Globalización & Balcanización*. Editorial Cadmo & Europa, México, 2000. 471 págs.
- 📖 Kiguel, M. A. (2001). "Structural Reforms in Argentina: Success or Failure". ponencia presentada en la conferencia *Current Issues in Emerging Market Economies*, Roatian National Bank, Dubrovnik, junio de 2001.
- 📖 King, Robert G. and Ross Levine (1993a). "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right". *Quarterly Journal of Economics*, August 1993a, 108(3). Págs. 717-38.
- 📖 King, Robert G. and Ross Levine (1993b). "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence". *Journal of Monetary Economics*, December 1993b, 32(3). Págs. 513-42.
- 📖 Kuttner, K. N., and P. C. Mosser. (2002). "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions". *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Vol. 8, No. 1, May 2002. Págs. 15-24.
- 📖 Kuznets, Simon (1958). "Medición del desarrollo económico". *El Trimestre Económico*, No. 97, Fondo de Cultura Económica, México. Págs. 72-96.
- 📖 Levin, A., Lin, C. F., and C. Chu (2002). "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties". *Journal of Econometrics*, 108. Págs. 1-24.
- 📖 Levine, Ross (1991). "Stock Markets, Growth, and Tax Policy". *Journal of Finance*, September 1991, 46(4). Págs. 1445-1465.
- 📖 Levine, Ross (1996). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". Policy Research Working Paper 1678, Policy Research Department, Finance and Private Sector Development Division, World Bank, October 1996. 84 págs.
- 📖 Levine, Ross (2004). "Finance and growth: theory and evidence". Working Paper 10766, National Bureau of Economic Research, September 2004. 118 págs.
- 📖 Levine, Ross and Zervos, Sara (1998). "Stock Markets, Banks, and Economic Growth". *American Economic Review*, 88, June 1998, . Págs. 537-558.
- 📖 Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck (2000). "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes". *Journal of Monetary Economics*, 46. Págs. 31-77.
- 📖 Loayza, Norman, Pablo Fajnzylber and César Calderón (2005). "Economic

Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations, and Forecasts". The International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank. Washington, D.C. March 2005. 168 págs.

📖 Lora, Eduardo, Patricia Cortés y Ana María Herrera (2001). "Los Obstáculos al Desarrollo Empresarial y el Tamaño de las Firmas en América Latina". Working Paper N°447, Research Department BID, Washington. D.C. 48 págs.

📖 Maddala, G. S. and S. Wu (1999). "A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and A New Simple Test". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 61. Págs. 631-52.

📖 Mántey de Anguiano, Guadalupe (2003). "Política Monetaria con globalización financiera. Integración monetaria vs. regulación del crédito". En *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*. Comp. por Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Orlik. México, Editado por ENEP Acatlán, UNAM y Edit. Porrúa, 2003. Págs. 71-103.

📖 Martner, Ricardo y Varinia Tromben (2005). "Opciones para enfrentar el sesgo anti-inversión pública". Documento de trabajo No. 50, *Serie Gestión Pública*, CEPAL, Naciones Unidas, Santiago de Chile, julio del 2005. 57 págs.

📖 Max-Neef, Manfred, Antonio Elizalde y Martín Hopenhayn (1993). *Desarrollo a Escala Humana. Conceptos, aplicaciones y algunas reflexiones*. Editorial Nordan-Comunidad, Barcelona, 1994. 71 págs.

📖 Mendonça de Barros, José y Lidia Goldenstein (1997). "A crise asiática e a estabilização no Brasil", Ministério da Fazenda, Secretaria da Política Econômica, diciembre de 1997.

📖 Mendoza Pichardo, Gabriel (2003). "Desarrollo y restricciones financieras en México". En *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*. Comp. por Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Orlik. México, Editado por ENEP Acatlán, UNAM y Edit. Porrúa, 2003. Págs. 333-354.

📖 Millán Valenzuela, Hector (1999). "Las causas de la crisis financiera en México". *Economía, Sociedad y Territorio*, El Colegio Mexiquense, vol. II, no. 5, 1999. Págs. 25-66.

📖 Mishkin, Frederic S. (1995). "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4. Págs. 3-10.

📖 Mishkin, Frederic S. (1996a). "Understanding financial crises: a developing country perspective". Working Paper 5600, National Bureau of Economic Research, May 1996. 65 págs.

📖 Mishkin, Frederic S. (1996b). "The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy". Working Paper 5464, National Bureau of Economic Research, Febrero 1996. 29 págs.

📖 Mishkin, Frederic S. (2001b). "The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy". Working Paper 8617, National Bureau of Economic Research December 2001. 23 págs.

📖 Mishkin, Frederic S. y Miguel A. Savastano (2000). "Monetary Policy Strategies for Latin America". National Bureau of Economic Research, Columbia University, International Monetary Fund, Washington, D.C. April 2000. 35 págs.

📖 Mishkin, Frederic S. (2001a). "Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries". Working Paper 8087, National Bureau of Economic Research. 42 págs.

- 📖 Naciones Unidas (2005). *Objetivos de desarrollo del milenio: una mirada desde América Latina y el Caribe*. Publicación LC/G.2331. Santiago de Chile, 10 de junio de 2005. 358 págs.
- 📖 Neusser, Klaus and Kugler, Maurice. "Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries". *Review of Economics and Statistics*, November 1998, 80. Págs. 636-46.
- 📖 OCDE (2005). *Education at a Glance: OECD Indicators*. Organisation for Economic Co-operation and Development. September, 2005. Del sitio en línea: <http://www.oecd.org/>
- 📖 Organización Internacional del Trabajo (2005). *Panorama Laboral 2005. América Latina y el Caribe (Avance primer semestre)*. Oficina Internacional del Trabajo, Oficina Regional para América Latina y el Caribe, Lima: OIT, 2005. 118 págs.
- 📖 Orozco, Wistano L. (2002). "Un diciembre de tequila y siete años de resaca jurídica". En SELA 2002, *El derecho como objeto e instrumento de transformación*, Editores del Puerto, Buenos Aires, 2002.
- 📖 Peña Sánchez de Rivera, Daniel (2002). *Análisis de datos multivariantes*. 1ª. Edición, McGraw Hill, España, 2002. Págs. 133-165.
- 📖 Phillips, P.C.B. (1985). "The exact distribution of the SUR estimator". *Econometrica*, Vol. 53, No. 4, July, 1985. Págs. 745-756.
- 📖 PNUD (2002). *En Búsqueda de la Igualdad de Oportunidades. Aportes para el desarrollo Humano de la Argentina 2002*. Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo. Ciudad de Buenos Aires, Argentina, Noviembre 2002. 104 págs.
- 📖 PNUD (2005). *Informe sobre Desarrollo Humano 2005. La cooperación internacional ante una encrucijada: ayuda al desarrollo, comercio y seguridad en un mundo desigual*. Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo. Nueva York: Oxford University Press. 418 págs.
- 📖 PNUD (2005a). *Informe Sobre Desarrollo Humano, México 2004. El reto del desarrollo local*. Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo. México, D.F., 2005. 240 págs.
- 📖 Pollack, Molly y Álvaro García (2004). "Crecimiento, competitividad y equidad: rol del sector financiero", Unidad de Estudios Especiales, Secretaría Ejecutiva, CEPAL. Santiago de Chile, noviembre del 2004. 82 págs.
- 📖 Pyndick, Robert S. y Daniel L. Rubinfeld (1998). *Econometría: modelos y pronósticos*. 1ª. Edición, México, Editorial McGraw Hill, 1998. 661 págs.
- 📖 Rochon, Louis-Philippe. (1999). *Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*. Cheltenham, Edward Elgar. 327 págs.
- 📖 Rodrik, Dani (2002). "After Neoliberalism, What?". *Remarks at the BNDES Seminar on "New Paths of Development"*, Rio de Janeiro, September. Págs. 12-13.
- 📖 Roza, Carlos A. (2003). "Apertura, crecimiento y estructura financiera. El desacoplamiento financiero a la mexicana". En *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*. Comp. por Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Orlik. México, Editado por ENEP Acatlán, UNAM y Edit. Porrúa, 2003. Págs. 207-252.
- 📖 Rubin, Robert E., Alan Greenspan, Arthur Levitt and Brooksley Born (1999). "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management". *Report of The President's Working Group on Financial Markets, Department of the Treasury, Board of Governors of the Federal*

- Reserve System, Securities and Exchange Commission and Commodity Futures Trading Commission*, Washington, D.C., April 1999. 140 págs.
- 📖 Sachs, Jeffrey, Aarón Tornell y Andrés Velasco (1995). "The Mexican Peso Crisis: What Have We Learned?", Working Paper 5142, National Bureau of Economic Research, Cambridge, June 1995. 57 págs.
- 📖 Sachs, Jeffrey, Aarón Tornell y Andrés Velasco (1996). "The Mexican Peso Crisis: sudden Death or Death Foretold?", Working Paper 5563, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mayo 1996. 32 págs.
- 📖 Salama, Pierre. (2002). "Argentine: chronique d'une crise annoncée". *Lettre de la régulation*, No. 42. Págs. 1-4.
- 📖 Sánchez Cerón, Carlos (2001). *Valor en riesgo y otras aproximaciones*. Valuación, Análisis y Riesgo S.C., 1ª edición, Febrero 2001. Págs. 199-239.
- 📖 Sanchos, Norma (2002). "La Crisis de Argentina: El Modelo Hegemónico en Cuestión". *Punto Focal de Argentina*, Capítulo Latinoamericano, IGTN Marzo, 2002. 4 págs.
- 📖 Santillán, Javier (2002): "Aspectos estructurales de los mercados financieros mundiales: algunas claves". *Papeles de Economía Española*, No. 94, FIES. Págs.37-52.
- 📖 Schumpeter, Joseph A. (1958). "Problemas teóricos del desarrollo económico". *El Trimestre Económico*, No. 97, Fondo de Cultura Económica, México. Págs. 63-71.
- 📖 Sen, Amartya K. (1980). "Equality of What?". En S. M. McMurrin, ed., *The Tanner Lectures in Human Values*; Vol. 1 Salt Lake City: University of Utah Press.
- 📖 Sen, Amartya K. (1985). "Commodities and Capabilities". Amsterdam: North Holland, 1985. 89 págs.
- 📖 Shaikh, Anwar M. (1995). "The Stock Market and the Corporate Sector: A Profit-Based Approach". Working Paper, August 1995. Del sitio en línea: <http://homepage.newschool.edu/~AShaikh/>
- 📖 Shleifer, Andrei and Vishy, Robert W. (1996). "A Survey of Corporate Governance". Working Paper 5554, National Bureau of Economic Research, April 1996. 80 págs.
- 📖 Shwartz, Rosenthal Moisés J. (1998). "Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la Política monetaria". Documento de Investigación No. 9804, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, Octubre de 1998. 34 págs.
- 📖 Stiglitz, Joseph (2002a). *El malestar de la globalización*. Editorial Taurus, Madrid, 2002. 314 págs.
- 📖 Stiglitz, Joseph (2002b). "Reforming Reform: Towards a New Agenda for Latin America". *Prebisch Lecture*, ECLAC, Santiago, Chile.
- 📖 Stiglitz, Joseph (2002c). "Las lecciones de Argentina". *Labor Notes*, 10 de enero de 2002.
- 📖 Stiglitz, Joseph (2004). "No dejemos la economía en manos de los tecnócratas". *Diario Clarín*, 24 de mayo de 2004.
- 📖 Stiglitz, Joseph (2005). "Post Washington Consensus". Working Paper Series, *Initiative for Policy Dialogue*, Columbia University. 13 págs.
- 📖 Tablada, Carlos y Wim Dierckxsens (2003). *Guerra Global, Resistencia Mundial y Alternativas*. Editorial de Ciencias Sociales, La Habana, Cuba 2003. 322 págs.
- 📖 Takahashi, Hiroshi (2005). "Los maharajás mexicanos". *La Revista*. No.

085. Semana del 10 al 16 de octubre de 2005. Págs. 24-31.
-  Thirlwall, Anthony P. (2003). *La naturaleza del crecimiento económico. Un método alternativo para comprender el desempeño de las naciones*. Fondo de Cultura Económica, México, D.F., 2003. 128 pág.
-  Tornell, Aaron, Frank Westermann, Lorenza Martinez (2004). "NAFTA and Mexico's Less-Than-Stellar Performance". Working Paper 10289, National Bureau of Economic Research, February 2004. 41 pág.
-  Toussaint, Eric (2003). "Las transferencias de la Periferia hacia el Centro, del trabajo hacia el capital". 7 de noviembre de 2003. Del sitio en línea <http://www.cadtm.org/>
-  Trichet, Jean-Claude (2004). *Supply side economics and monetary policy*. Discurso para el Institut der Deutschen Wirtschaft. Köln, 22 Junio de 2004. 7 págs.
-  Ulf von Kalckreuth (2005). "Financial constraints and real activity: a non-structural approach using UK survey data". In *Investigating the relationship between the financial and real economy*, BIS Papers No 22, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, April 2005. Págs. 64-81.
-  UNCTAD (2005). *The World Investment Report 2005: Transnational Corporations and the Internationalization of R&D*. United Nations. New York and Geneva, September 2005. 366 págs.
-  UNESCO (2005). *Compendio mundial de la educación 2005: Comparación de las estadísticas de educación en el mundo*. Instituto de Estadística de la UNESCO. Montreal, 2005. 156 págs.
-  United Nations (2005). *World Economic Situation and Prospects 2005*. United Nations, New York, 2005. 138 págs.
-  Villarreal, René (1998). "Las crisis externas recurrentes en México (1976-1997) y las lecciones para América Latina: Un Enfoque Neoestructural". CEPAL, Enero 1998. 49 págs.
-  Vitelli, Guillermo (2001). La raíz de los males está en la política económica: una explicación de los resultados de la convertibilidad. *Realidad económica*, No. 181, págs. 64-74.
-  Williamson, John (1990). "What Washington Means by Policy Reform?". In J. Williamson (ed.), *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, Institute for International Economics, Washington DC. Págs. 5-20.
-  World Bank (1999). *Knowledge for Development: Economic Science, Economic Policy, and Economic Advice*. Annual World Bank Conference on Development Economics 1998. Washington 1999. Págs. 9-10.
-  World Bank (2005). *World Development Indicators 2005*. del sitio en línea <http://www.worldbank.org/data/wdi2005/>
-  World Bank (2005a). *World Development Report 2005: A Better Investment Climate for Everyone*. The International Bank for Reconstruction and Development, World Bank and Oxford University Press. Washington,DC. 288 págs.
-  World Bank (2005b). *Global Development Finance 2005: Mobilizing Finance and Managing Vulnerability*. The International Bank for Reconstruction and Development, World Bank. Washington, DC. 171 págs.
-  World Bank (2005c). *World Development Indicators, 2005*. International Bank for Reconstruction and Development. Washington, DC. March 2005. 432 págs.

Wray, Randall (1993). "Money, interest rates and monetarist policy". *Journal of Post Keynesian Economics*, Verano 1993. Vol. 15, No.4.

Zellner, Arnold (1962). "An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regressions and Tests for Aggregation Bias". *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 57, No. 298 (Jun., 1962). Págs. 348-368.

Internet

Banco Central de la República Argentina del sitio en línea: <http://www.bcra.gov.ar/>

Banco Central de la República Argentina, del sitio en línea: <http://www.bcra.gov.ar/>

Banco Central do Brasil del sitio en línea: <http://www.bcb.gov.br/?english>

Banco de México del sitio en línea: <http://www.banxico.org.mx>

Bank for International Settlements, del sitio en línea <http://www.bis.org>

Base de Estadísticas e Indicadores Sociales (BADEINSO) (2005). CEPAL, División de Estadística y Proyecciones Económicas, Unidad de Estadísticas Sociales, del sitio en línea: <http://websie.eclac.cl/>

CEPAL, del sitio en línea: <http://www.eclac.cl/>

<http://www.banamex.com/>

Institute for Statistics of UNESCO del sitio en línea: <http://www.uis.unesco.org/>

Instituto Brasileiro de Geografía e Estadística, del sitio en línea: <http://www.ibge.gov.br>

Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina, del sitio en línea: <http://www.indec.mecon.ar/default.htm>

Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, del sitio en línea: <http://www.inegi.gob.mx/inegi/default.asp>

International Monetary Found (2005). *Internacional Financial Statistics 2005*, del sitio en línea: <http://www.imfstatistics.org/>

International Monetary Found, del sitio en línea: <http://www.imf.org/>

JP Morgan Chase & Co., del sitio en línea: <http://www.jpmorgan.com/>

Ministério da Fazenda da Brasil, del sitio en línea: <http://www.fazenda.gov.br/>

Ministerio de Economía y Producción de la República Argentina (MECON), del sitio en línea <http://www.mecon.gov.ar/>