

DESREGULACIÓN FINANCIERA: EFECTO EN EL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN Y SU FINANCIAMIENTO EN MÉXICO

NOEMÍ LEVY ORLIK

La desregulación económica en México destruyó las estructuras financieras destinadas a crear recursos con el objetivo de financiar y fondear la inversión, lo cual tuvo como consecuencia la reducción de la actividad económica y una alta inestabilidad. La imposición del mercado de capitales debe ir acompañada por una actividad bancaria que provea recursos financieros, y éstos posteriormente habrán de ser fondeados por las instituciones financieras no bancarias. En México este proceso fue distorsionado. Los bancos, pese a que incrementaron su canalización financiera hacia el sector privado, redujeron los montos destinados al sector no financiero; y el ahorro financiero, aunque se mantuvo constante, se dirigió hacia sectores que no efectuaron gastos de inversión. El nuevo arreglo financiero no respaldó al sector productivo ni promovió mayores niveles de captación de ahorro.

FINANCIAL DEREGULATION-EFFECT ON THE PERFORMANCE OF INVESTMENT AND ITS FINANCING IN MEXICO**

Deregulation in Mexico destroyed the financial structures designed to create resources for financing and funding investment, which led to lower levels of economic activity, with a high degree of instability. The imposition of a capital market must be accompanied by banks, in order to provide the financial resources for funding non-banking financial institutions. In Mexico, this process was distorted. Despite increasing their financing

* Profesora de tiempo completo de la Facultad de Economía, UNAM.

** Traducción del español al inglés: Suzanne Stephens.

of the private sector, banks reduced the amount allocated for the non-financial sector, and although financial saving remained constant, it was geared towards sectors that did not undertake investment spending. The new financial arrangement failed to finance the productive sector or promote higher savings levels.

DÉRÉGULATION FINANCIÈRE: SES EFFETS SUR LE COMPORTEMENT DES INVESTISSEMENTS ET SUR LEUR FINANCEMENT AU MEXIQUE*

La dérégulation économique au Mexique a détruit les structures financières au moyen desquelles l'on prétendait créer des ressources destinées à financer les investissements. Ceci a eu comme conséquences une baisse du niveau de l'activité économique et une forte instabilité. L'imposition du marché des capitaux doit être suivie par les banques si l'on veut disposer de ressources financières destinées par la suite aux institutions financières non bancaires. Au Mexique, ce processus a été désaxé. Bien que le financement destiné par les banques au secteur privé ait été accru, celles-ci ont réduit les montants destinés au secteur non financier et l'épargne financière, bien que constante, s'est tournée vers des secteurs n'ayant pas réalisés des dépenses d'investissement. Les nouvelles dispositions financières n'ont pas soutenu le secteur de production et n'ont pas élevé le niveau de captation de l'épargne.

INTRODUCCIÓN

Una de las condiciones esenciales para el crecimiento económico es que se garantice la liquidez de los proyectos de inversión redituables, para lo cual se requiere la disposición de los bancos a prestar dinero. Tales préstamos deben repagarse en corto tiempo para impedir la inestabilidad financiera. Es decir, el crecimiento económico estable debe estar avalado por financiamientos de corto y largo plazos.

En este trabajo se sostiene que los créditos no están limitados por los ahorros, sino por la disposición de las autoridades monetarias a crear liquidez y la de los bancos a otorgar créditos, y éstos se deben saldar en un periodo breve para que ellos puedan continuar prestando. En consecuencia, los créditos de corto plazo deben acompañarse por financiamiento de largo plazo. Este último ha sido sujeto de diversas expresiones institucionales a lo largo de la historia del capitalismo; a raíz de la globalización financiera se ha impuesto el mercado de capitales.

Con base en las premisas anteriores, en este trabajo se analizan las repercusiones de la desregulación y la globalización del sector financiero en el comportamiento de la inversión y su financiamiento en México. Es

* Traducción del español al francés: Charles Allport.

decir, se examinan los efectos de la desregulación financiera en México y sus consecuencias en el costo y la disponibilidad de financiamiento para la inversión.

En particular se sostiene que las reformas financieras, ocurridas en México a raíz del desmantelamiento del modelo de producción sustitutiva de importaciones y de la apertura del mercado financiero, generaron la inestabilidad financiera que desvió la liquidez existente hacia actividades especulativas, atentando contra la actividad productiva debido a su menor captación de crédito y al mayor costo del financiamiento.

La argumentación que respalda nuestras hipótesis se ha organizado en tres apartados. Primero se analizan la teoría del fondeo y el papel de los créditos de corto y largo plazos; en segundo lugar se exponen las diversas expresiones institucionales del financiamiento, y finalmente se analizan los efectos de la liberalización financiera en el financiamiento de la inversión en México.

TEORÍA DEL FONDEO

Nuestra premisa básica es que la inversión crea su propio financiamiento mediante la generación de utilidades que, sin embargo, fluyen a lo largo de toda la vida útil (efectiva) de la maquinaria, lo que implica que las condiciones esenciales para un crecimiento económico estable son la emisión de dinero y la circulación de las utilidades productivas hacia el sector financiero, y esto se logra mediante la creación de créditos de corto y de largo plazos, respectivamente.

En consecuencia, el gasto de la inversión depende de la presencia de los créditos, que son independientes de los recursos reales —ahorros—, y éstos deben liquidarse en un periodo corto mediante financiamiento de largo plazo, cuya función es recolectar el ahorro generado por la actividad de la inversión (antes de que fluyan sus rendimientos) y empatar el financiamiento con las utilidades. Es decir, el fondeo tiene la función de alargar el periodo de vencimiento de las deudas de corto plazo.

Lo anterior implica que los créditos de corto plazo aceleran la inversión, y el financiamiento de largo plazo estabiliza el crecimiento económico. En los siguientes apartados analizaremos ambos tipos de financiamiento.

Créditos de corto plazo: crecimiento de la inversión

Desde la perspectiva de la demanda efectiva, se supone que la realización de un proyecto de inversión genera —vía el efecto del multiplicador— mayor ingreso, debido a que aumentan los salarios y las ganancias; además, dada una propensión marginal del consumo menor a la unidad, también aumenta el volumen del ahorro antes de que empiecen a emanar las utilidades de la inversión. En este sentido se sostiene que los créditos de corto plazo son capaces de provocar crecimiento económico independientemente de los recursos reales (ahorros).

El proceso que permite realizar un proyecto de inversión es el siguiente: se obtiene crédito, se demandan fuerza de trabajo e insumos materiales para producir e instalar el capital fijo, aumentan los salarios y las ganancias, generándose así una elevación del ingreso, se incrementan el consumo (en menor cantidad que el ingreso, debido a que la propensión marginal a consumir es inferior a la unidad) y el ahorro, que se caracteriza inicialmente por ser involuntario, no intencionado (Chick, 1986) y que posteriormente podría transformarse en voluntario si adoptara la forma de instrumentos de largo plazo —adquisición de bonos y títulos—, anulando con ello el financiamiento de corto plazo.

El aumento del ahorro involuntario se inicia cuando los bancos otorgan créditos que tienen a los depósitos¹ como contrapartida, y éstos, en el contexto de una economía capitalista, se usan como medios de pago. Mediante esta acción contable aparecen instrumentos financieros que pueden acelerar la actividad económica (*v.g.* ingreso).

Los depósitos están compuestos por ahorros y activos de transacción (*v.g.* las cuentas de cheques que se emitieron como contrapartida de la apertura de depósitos), los cuales también tienen la capacidad de incrementar la demanda productiva. En consecuencia, no todos los depósitos son ahorros generados con anterioridad y, por tanto, éstos (los ahorros) dejan de ser la base de los créditos.

Davidson (1986) sostiene que incluso en el caso de que la inversión se financie completamente con fondos internos (*v.g.* ahorros previos), puede ser necesario incrementar la liquidez. Supone:²

1) la economía avanza a una tasa de crecimiento (g), entonces:

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

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

$$I_t - mS_t^d = gI_{t-1} > 0, \quad [2]$$

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

En caso de que la tasa de crecimiento sea igual a cero ($g = 0$), la inversión puede financiarse con las utilidades retenidas (ahorro previo), siempre y cuando los ahorradores estén dispuestos a mantener todos sus

¹ Los bancos, como cualquier otra institución, elaboran una hoja de balance donde toda transacción tiene doble entrada. En particular los créditos se asientan en el lado de los activos, y su contrapartida son los depósitos, que se asientan en el de los pasivos.

² Este análisis se hace siguiendo a Studart (1995: 53).

ahorros en colocaciones de largo plazo ($m = 1$). Cuando $m < 1$ y/o $g > 0$, se genera una demanda por financiamiento para la inversión que, de no satisfacerse, detiene el crecimiento de la inversión por falta de liquidez y/o puede provocar un aumento en la tasa de interés.

Keynes (1973a), siguiendo con la proposición de Robertson, subraya que el financiamiento de corto plazo lo otorga el sistema bancario y se caracteriza por ser revolvente. Los bancos, para continuar prestando y evitar carteras vencidas, deben reponer el monto de sus reservas, lo cual se logra mediante el pago del crédito.

Debe subrayarse que el fondo que utilizan los bancos para otorgar créditos no necesariamente proviene de los ahorros (recursos reales previos), debido a que los préstamos son únicamente transacciones contables que tienen la característica de no absorber ni agotar fondos líquidos. En este sentido los bancos ocupan una posición central en la transición de una escala menor a otra mayor de actividad económica.

Los bancos, al igual que los demás agentes, determinan la oferta de los créditos tomando en cuenta la incertidumbre sobre el futuro. Los créditos bancarios dependen de los depósitos (recordemos que están compuestos por recursos reales previos —ahorros— y/o instrumentos financieros —v.g. cuenta de cheques—, que son la contrapartida del aumento de los créditos) menos las reservas legales y activos, que están determinados por las reservas reglamentarias (re) y las voluntarias (t), respectivamente.

A partir de una hoja de balance bancario (que en el lado de los activos tiene las reservas legales, R ; activos líquidos, A , y préstamos, P , y por el lado de los pasivos los depósitos, D), se deduce que los préstamos están determinados por las reservas obligatorias y voluntarias con relación a los depósitos:

$$R + A + P = D \quad [3]$$

Al dividir entre D y despejar P , tenemos:

$$P = (1 - t - re) D \quad [4]$$

$$re = R/D; t = A/D$$

Las consecuencias de introducir las reservas voluntarias en la forma de activos líquidos son que mientras $t > 0$, los créditos son elásticos y los bancos satisfacen el requerimiento de sus clientes.³ Sin embargo, cuando

³ No obstante el análisis presentado, muchos autores sostienen que en la etapa de crecimiento económico no se satisfacen todos los créditos, generándose un racionamiento de éstos. Para mayor referencia véase Stiglitz (1994) y Dow y Saville (1990).

t^* re y/o $t = 0$, la oferta de créditos se torna altamente inelástica. Y, es obvio, el aumento de la incertidumbre está relacionado directamente con el nivel de t .

La incertidumbre por parte de los agentes bancarios también indica que la tasa de interés se incrementa a medida que bajan las reservas voluntarias y viceversa. Los bancos determinan su margen de ganancias (mg) con base en su percepción del futuro. Si hay abundancia de activos líquidos ($t > 0$), las variaciones en la demanda de créditos no afectarán el margen de ganancias, manteniéndose constante la tasa de interés. Sin embargo, a medida que dicha razón se aproxime a cero, el margen de ganancia aumentará.

Debe recordarse que los depósitos bancarios compiten con otros activos líquidos, como los bonos, y sólo en equilibrio se igualan. Así, el costo medio de los depósitos (r_d) depende de la relación entre los depósitos con interés y los que no lo causan. Consecuentemente, la tasa de interés activa (r_i) (préstamos) se determina de la siguiente manera:

$$r_i = (1 + mg) \frac{D}{P} r_d, mg > 0 \quad [5]$$

Considerando la ecuación 4, se puede reescribir la ecuación 5 de la siguiente manera:

$$r_i = (1 + mg) [(r_d)/(1 - t - re)]$$

Por consiguiente, las variaciones del ciclo económico explican por qué en ciertos periodos (auge) se ofrecen mayores volúmenes de créditos a bajos costos, lo cual reduce el monto de los activos líquidos respecto a los depósitos y, *ceteris paribus*, aumenta la incertidumbre, reflejándose en un aumento de t , lo que deprimirá el monto de los créditos y aumentará la tasa de interés⁴ si no existe fondeo de la inversión.

Financiamiento de largo plazo: estabilidad en el crecimiento

El financiamiento de corto plazo, aunque incrementa el ahorro y el ingreso, tiene la desventaja de crear inestabilidad financiera. Específicamente, en caso de no anularse los créditos de corto plazo se restringirá la oferta crediticia y aumentará el costo del dinero, deprimiéndose con ello la inversión, el ingreso y el crecimiento económico.

En consecuencia, para que este proceso sea estable y los bancos puedan continuar ofreciendo créditos a un precio constante, es necesario reponer

⁴ Con base en este planteamiento se puede explicar la hipótesis de la inestabilidad financiera propuesta por Minsky, que transforma las carteras conservadoras en especulativas y a éstas en arriesgadas.

el fondo revolvente de los bancos, lo que implica transformar el ahorro involuntario en voluntario mediante la generación de financiamiento de largo plazo.

Específicamente, este último tiene la función de transformar el ingreso no consumido proveniente del mayor nivel de ingreso (originado por el aumento del gasto de la inversión) en acciones y títulos, que empatan las deudas con las utilidades. Este proceso, que también se denomina fondeo, permite que los bancos continúen emitiendo créditos aun antes de que fluyan los rendimientos de la inversión y las empresas rediman su financiamiento con el flujo de sus utilidades.

El financiamiento de largo plazo debe reducir la liquidez de los ahorradores para reponer la liquidez bancaria, lo cual requiere que los primeros estén dispuestos a desprenderse del incremento de liquidez, mientras los segundos restituyen la suya y continúan prestando.

Este proceso tiene tres características relevantes: 1) transforma el financiamiento de corto en largo plazo, porque los títulos y acciones son participaciones en utilidades de las empresas, es decir, alarga el vencimiento de las deudas; 2) anula las deudas de corto plazo, con lo que el sistema bancario puede seguir financiando nuevos proyectos de inversión, y 3) diluye entre varios agentes las expectativas inciertas de las ganancias esperadas, especialmente cuando los instrumentos financieros (acciones y títulos) son colocados en el mercado por intermediarios financieros (Cardim de Carvalho, 1997).

Desde otra óptica, el empresario al emitir acciones o títulos obtiene recursos con los cuales anula el financiamiento bancario, y la deuda de largo plazo (títulos y acciones) se saldará con los rendimientos que provengan de la realización de los bienes y servicios generados por la mayor inversión. En palabras de Davidson (1986:106):

si el suscriptor de las acciones tiene éxito en la flotación de las nuevas acciones, a la tasa de rendimiento pactada en el convenio de suscripción, que actúa como el costo del fondeo, obtiene ganancias. A esta tasa de interés de largo plazo, las familias ceden su liquidez en un monto proporcional a la liquidez extra que ha creado el sistema bancario y es utilizado por los productores de los bienes de capital [...] El empresario tendrá suficientes fondos para enfrentar su contrato y también el productor de bienes de capital, que anulan sus deudas bancarias.

El fondeo de la inversión podrá generar un círculo virtuoso o uno vicioso. En el primer caso el proceso puede describirse en la siguiente forma: a) incrementa el gasto de inversión; b) incrementa la cantidad de dinero mediante la emisión de la deuda bancaria (aumenta los pasivos y los activos); c) incrementa los activos fijos; d) incrementa el ingreso (vía el multiplicador); e) se emiten acciones; f) se compran las acciones (el ahorro involuntario se transforma en voluntario); g) se anula la deuda bancaria y aumentan los activos bancarios; h) las acciones obtienen sus rendimientos esperados.

Entonces, el incremento de la cantidad de dinero se compensa con un monto equivalente de inversión, con lo que aumenta el patrimonio real de la economía mediante la generación de empleo y de ingreso que se expresa en un mayor volumen de producción.

Si las perspectivas no se cumplen (las acciones no se venden al precio impuesto por el suscriptor) este círculo se puede cerrar momentáneamente debido a que el suscriptor está obligado a comprar todas las acciones. Sin embargo ello reducirá la emisión de nuevas acciones (o se hará a una tasa de interés superior que desestimula, en el margen, a los proyectos de inversión menos redituables), lo cual reducirá el volumen de la inversión y el crecimiento económico. Nótese que la inversión genera su propio financiamiento, pero debido a problemas de incertidumbre (independiente de la propensión al ahorro) el volumen de títulos y acciones es menor que el previsto, lo cual impide transformar el ahorro involuntario en voluntario y anular las deudas de corto plazo. La preferencia por la liquidez afectará el rendimiento de la inversión y desestimulará posteriores decisiones de inversión.

No obstante que sólo nos hemos referido al mercado de capitales como la estructura financiera en que ocurren el financiamiento y el fondeo, la historia financiera ha conocido diferentes organizaciones que responden al momento de despegue económico y a la situación del mercado financiero mundial. Este análisis se aborda en el siguiente apartado.

EXPRESIONES INSTITUCIONALES DEL FONDEO DE LA INVERSIÓN

El fondeo de la inversión ha conocido diversas expresiones institucionales que respondieron a las diferentes necesidades de valoración del capital, las cuales se modificaron sustancialmente a partir del incremento de liquidez y fueron producto del rompimiento del sistema de Bretton Woods, que eliminó la estructura basada en el mercado de créditos y las regulaciones al movimiento del capital, globalizando el sistema financiero al incluir tanto a las economías desarrolladas como a las subdesarrolladas.

Para dar cuenta de las modificaciones ocurridas en las instituciones financieras se describen primero las organizaciones básicas del sistema financiero y posteriormente se analizan el efecto del rompimiento del sistema de Bretton Woods y sus repercusiones en el financiamiento de corto y largo plazos.

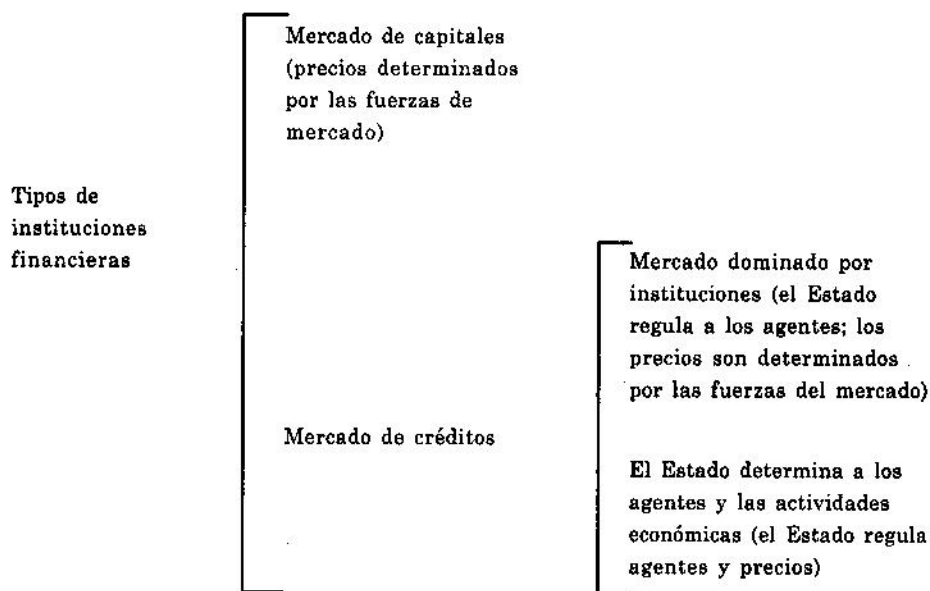
Organizaciones básicas del sistema financiero

La historia de la sociedad capitalista ha conocido dos organizaciones financieras. Una está basada en el mercado de capitales y se distingue porque realiza en diferentes instituciones el financiamiento de corto y largo plazos. Específicamente el sistema bancario crea los créditos de corto plazo y el mercado de capitales organiza el fondeo. Esta estructura

financiera se caracteriza por tener una mínima interferencia del Estado, que se distingue por ser eminentemente regulatoria.

La otra estructura financiera se sustenta en el mercado de créditos, donde el sistema bancario, por medio de un sistema especializado o universal, realiza el financiamiento de corto y largo plazos. A diferencia de la anterior, en esta estructura sí hay intervención del Estado, y este factor (interferencia estatal) subdivide a dicha organización en dos: una donde el Estado sólo regula el marco de acción de los agentes productivos, y otra donde interviene activamente en la economía e impone los precios fundamentales (tasa de interés y tipo de cambio). (Véase la figura 1.)

FIGURA 1
TIPOS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS



La estructura financiera basada en el mercado de capitales se desarrolló en Inglaterra y Estados Unidos. Alemania fue la nación precursora en la estructura financiera basada en el mercado de créditos, donde el Estado reguló únicamente la acción de los agentes. Francia y Japón, así como los países asiáticos de industrialización reciente (como Corea del Sur) son los casos típicos en que el Estado actuó directamente en la economía y reguló la acción de los agentes económicos, interviniendo directamente en la economía.

La explicación de las diferentes organizaciones financieras es que corresponden a los fundamentos ideológicos predominantes en el momen-

to del despegue económico de cada país. Debe destacarse que en los casos de Inglaterra y Estados Unidos el momento del despegue económico estuvo dominado por el *laissez-faire*, que defendía el libre mercado, donde el Estado debía sólo ejercer una interferencia de carácter regulatorio y, consecuentemente, los precios debían estar determinados por el libre movimiento de la oferta y la demanda. En este contexto la función del Estado es impedir la aparición de barreras en la economía.

En el caso de aquellos que iniciaron con posterioridad la industrialización (Alemania, Japón y los países de industrialización reciente) se cuestionan las bases ideológicas del *laissez-faire* y se considera al Estado como un agente regulador de la participación de los actores económicos y, particularmente en los casos de Japón y los países asiáticos de industrialización reciente, el Estado intervino directamente en la producción y determinación de los precios. Incluso se postuló la necesidad de imponer precios "incorrectos" para superar el subdesarrollo (Amsden, 1989).

La diferencia entre las estructuras financieras institucionales ocasionó que se determinara de varias maneras el crédito de corto plazo: en el mercado de capitales por medio de las fuerzas de mercado, y en el mercado de crédito por las políticas estatales.

Específicamente en el primer caso, el costo y el volumen del crédito bancario son producto de la interrelación de las leyes de la oferta⁵ y la demanda, mientras que en el segundo las políticas estatales imponen la tasa de interés y el monto de los créditos, así como su distribución.

Respecto al fondeo, una de las características fundamentales de la estructura financiera basada en el mercado de capitales es que se vale de títulos financieros que ofrecen participación en los rendimientos futuros y, para tener una larga duración, sus precios no deben fluctuar; esto se garantiza por medio de unos fuertes mercados primario y secundario, lo que incluye la participación de muchos oferentes y demandantes, de tal suerte que ningún grupo de agentes controle el mercado, garantizándose con ello una reducida fluctuación en los precios de los activos financieros.

Por su parte, la estructura financiera sustentada en el mercado de créditos se caracteriza por tener un mercado de capitales débil y poco desarrollado, y porque el sistema bancario debe suministrar el financiamiento de corto y largo plazos. En estas condiciones los bancos se fondean con la captación de recursos de los agentes excedentarios (familias), y la estabilidad del financiamiento de largo plazo se garantiza mediante títulos bancarios de largo plazo y "mecanismos compensatorios" que tienen como finalidad generar vínculos entre los capitales productivo y financiero (v.g. la participación bancaria en los complejos industriales, la conformación de grupos financieros-productivos-*keiretsu* y *zaibatsu*), la creación de

⁵ Cabe señalar que distintas corrientes teóricas sostienen que los bancos racionan sus créditos debido a las particularidades del mercado de capitales. Véase Mishkin (1997) y Dow y Saville (1990).

una banca de desarrollo, la aplicación de políticas que definan el destino de los créditos, determinación de la tasa de interés, políticas de encaje legal, etcétera.

En otras palabras, el mercado de créditos debe estar respaldado por políticas e instituciones que lo regulen y dirijan los flujos financieros hacia actividades que maximicen el crecimiento económico. El objetivo de impedir el libre movimiento de los flujos de capital es evitar la especulación financiera, que modifica el precio del financiamiento y desvía los recursos de las actividades productivas.

La generalización en diferentes grados de los "mecanismos compensatorios" tuvo lugar a partir de la segunda fase de la industrialización, cuando se aplicó la protección de la industria naciente (Estados Unidos y Alemania) y se reguló la actividad financiera (Alemania). En la tercera fase se incrementaron los "mecanismos compensatorios" (Japón y los países asiáticos de industrialización reciente) y, entre otras medidas, se determinaron el monto y la dirección de los flujos financieros y se impusieron "precios incorrectos".

En México, con el establecimiento del modelo de sustitución de importaciones desde finales de la segunda guerra mundial, se impuso una estructura financiera basada en el mercado de créditos que estuvo acompañada por una amplia gama de "mecanismos compensatorios".

Empero, el rompimiento del orden monetario mundial en 1971, que conllevó la globalización del mercado monetario, modificó las estructuras financieras nacionales provocando la desaparición de la estructura basada en el mercado de créditos. Con esto el mercado de capitales quedó como única institución de fondeo, y las leyes de mercado fungieron como fuerzas principales para definir el costo y el volumen del crédito bancario. A fin de determinar el impacto del rompimiento del sistema monetario mundial, en la siguiente sección se estudia su efecto en las instituciones financieras.

Rompimiento del sistema de Bretton Woods: su efecto en las instituciones financieras

El incremento de la liquidez del sistema financiero internacional, ocurrido a raíz del rompimiento de los acuerdos del sistema de Bretton Woods, generó un movimiento tendiente a destruir las barreras erigidas para limitar el libre movimiento del capital y de las mercancías (con excepción de la fuerza de trabajo) y se comenzó a defender la tesis de que el libre mercado es la estructura más adecuada para lograr el máximo crecimiento, con su respectiva distribución.

En particular, la mayor liquidez internacional originada por el rompimiento de la paridad dólar-oro —última expresión de la autonomización del dinero respecto a los recursos reales existentes—, provocó una gran movilidad del capital, y su valoración empezó a depender de manera creciente de los mercados financieros. Una de las expresiones del nuevo

orden financiero internacional fue el cambio en la determinación del precio de las monedas, transitando de una estructura fija a otra flexible, lo que permitió a los capitales obtener ganancias financieras por el diferencial de las tasas de interés entre los países y los precios de las distintas monedas. Consecuentemente se iniciaron drásticas variaciones en el precio de los títulos financieros, con lo cual se provocó un gran movimiento especulativo de capitales.

En este contexto comenzó un movimiento destinado a desregular los mercados financieros nacionales con el objetivo de conformar un solo mercado internacional, que inició el proceso de globalización en este sector. Ello condujo a la eliminación de los "mecanismos compensatorios" y a la imposición del mercado de valores como la opción más eficiente para incrementar la recolección del ahorro y garantizar su distribución hacia los proyectos con mayores rendimientos.

En el ámbito académico surgen teorías que consideran responsables del subdesarrollo económico a la "represión" financiera —que tiene lugar en estos países debido a la presencia de los "mecanismos compensatorios"— y a las políticas estatales destinadas a garantizar un determinado crecimiento económico (véase, entre otros, a McKinnon, 1974; Gurley y Shaw, 1979).

En este contexto, el cambio del modelo de acumulación —del sustitutivo de importaciones al neoliberal— en los países en desarrollo tuvo importantes repercusiones, entre las cuales destaca la imposición del mercado de valores como la principal fuente de valoración del capital, así como la eliminación de las barreras internas y externas a la movilidad del mismo, y la imposición de una política de "profundización financiera". Es decir, los bancos dejan de emitir créditos de largo plazo, y asumen dicha función los títulos financieros, que se requieren para el funcionamiento del mercado de capitales.

El efecto de la desregulación y profundización financiera en el fondeo de la inversión debía generar una tasa de interés de equilibrio para financiar los proyectos redituables, lo cual incrementaría la cuantía de los ahorros y se distribuiría entre los proyectos de inversión redituables. Para ello el mercado de capitales debía emitir una amplia gama de instrumentos que satisficiera las necesidades de liquidez de los ahorradores e inversionistas.

Las objeciones al libre movimiento del mercado de capitales provinieron de diferentes ámbitos. Desde un enfoque teórico aparece el planteamiento de los nuevos keynesianos (véase Stiglitz, 1994), quienes sostienen que la liberalización financiera no impone un mercado de capitales perfecto, impidiéndose con ello lograr una captación y distribución eficiente de los recursos productivos. Los poskeynesianos, por su parte, argumentan que el ahorro no debe confundirse con el financiamiento de corto plazo y que éste asume una función de estabilizador, en vez de propulsor del crecimiento.

Desde la perspectiva empírica aparecen evidencias de mayor inestabilidad financiera y crecientes crisis económicas que azotan a la mayoría de los países en desarrollo (entre los que se encuentra México) e incluso a los desarrollados (Estados Unidos y Japón).⁶

A manera de resumen sostenemos que con la desregulación y la globalización financiera efectivamente se logró incrementar la tasa de interés (véase Davidson, 1988) y privatizar la actividad económica, lo cual implicó la canalización de gran parte de la liquidez existente hacia el sector privado. Sin embargo estos logros tuvieron efectos negativos en el fondeo de la inversión y consecuentemente en la actividad productiva, debido a la gran movilidad del capital y las variaciones de los precios de los títulos financieros, lo cual impidió al mercado de capital ejercer de modo eficiente su función de fondear el gasto de la inversión.

En cuanto a los demandantes de inversión (empresarios), desecharon proyectos de inversión con largos plazos de maduración y de recuperación de utilidades y desviaron sus recursos productivos hacia los proyectos de inversión con altos rendimientos y rápida maduración, que se caracterizan por ser altamente riesgosos (Grabel, 1995). En otras palabras, prefirieron invertir en el mercado especulativo, con lo cual se generó inflación en los precios de los activos financieros y en los proyectos productivos altamente riesgosos.

No obstante el incremento de las tasas de interés, los ahorros voluntarios no subieron drásticamente, lo cual, aunado a la mayor incertidumbre, provocó una reducción en la oferta crediticia al sector productivo. En la siguiente sección se analiza el impacto de la globalización financiera en la economía mexicana.

LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO Y SU EFECTO EN LA INVERSIÓN

En México la liberalización del mercado financiero se inició en 1978 con la revisión semanal de las tasas de interés, la emisión de títulos gubernamentales para flexibilizar la política de encaje legal, y la transformación de la banca especializada en múltiple, proceso que se acentuó a partir de 1983, hasta que en 1990 se internacionalizó el mercado de valores.

Durante ese periodo se eliminó la mayoría de los "mecanismos compensatorios" impuestos durante la vigencia del modelo de sustitución de importaciones. Entre las medidas más importantes en el ámbito financiero destacan:

⁶ Japón, Alemania, y en general los países asiáticos de industrialización reciente, mostraron mayor oposición a la desregulación financiera y, consecuentemente, tardaron en presentarse allí los efectos desestabilizadores de la desregulación del sistema financiero.

- la imposición de una estructura flexible en el tipo de cambio (aunque a partir de 1988 se le ha controlado dentro de ciertos márgenes);
- la desaparición del encaje legal, lo que redujo el encaje efectivo y aumentó el multiplicador bancario;
- la liberalización de las tasas de interés, lo que generó un incremento de éstas respecto a las dos décadas anteriores (sesenta y setenta);
- la eliminación de la política de "encajonamiento" de créditos;
- la dinamización del mercado de valores mediante la colocación de la deuda interna;
- la internacionalización del mercado de valores, y
- la autonomía del banco central.⁷

Es decir, los cambios institucionales emprendidos a partir de 1978 y acelerados desde 1983 provocaron la desaparición de la estructura del mercado de créditos, dando lugar al mercado de capitales como espacio de valoración del capital y lugar donde se deberían realizar las funciones de financiamiento de corto plazo y de fondeo, regidas por las leyes del mercado.

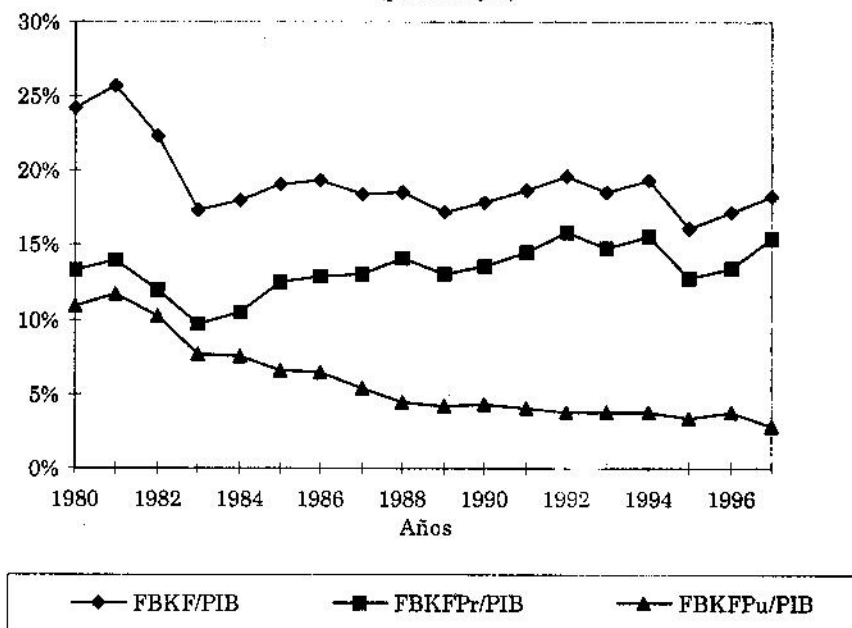
La liberalización financiera pasó por varias etapas. Inicialmente hubo un periodo de ajuste que se caracterizó por dirigir la mayor parte del financiamiento hacia el sector público con el objetivo de pagar la deuda externa; se manejó una combinación de altas tasas de interés con un tipo de cambio subvaluado, generándose así una tasa de crecimiento del producto sumamente reducida, todo ello acompañado por un fuerte proceso inflacionario.

Un segundo periodo se abrió en 1988, cuando se limitó el movimiento del tipo de cambio y la tasa de interés actuó como la variable equilibradora del mercado financiero y de la cuenta de capitales (v.g. tipo de cambio sobrevaluado y tasas de interés flexible), especialmente a partir de la apertura externa del sistema financiero. Esta nueva combinación de políticas sustentada en el libre movimiento de las fuerzas del mercado permitió un crecimiento económico moderado, aunque debe advertirse que desde el inicio no se alcanzaron los rangos de participación de la inversión en el producto de fines de los setenta (véase la gráfica 1) y se generó una de las peores crisis financieras conocidas por el México moderno (diciembre de 1994).

Las razones del bajo crecimiento económico durante el periodo de desregulación financiera, especialmente a partir de su segunda fase, pueden explicarse por la modificación de los términos del financiamiento de corto plazo y de fondeo de la inversión, y por la desaparición de los "mecanismos compensatorios". Nuestra hipótesis es que a partir de la imposición del mercado de capitales, y en general de la liberalización y globalización financieras, se impuso una estructura del mercado de capitales que no respondió a las necesidades del crecimiento económico.

⁷ Para una mayor discusión sobre la liberalización financiera véase Levy (1999, capítulos VIII y IX).

GRÁFICA 1
EVOLUCIÓN DE LOS COEFICIENTES DE INVERSIÓN
(porcentajes)



FUENTE: Sistema de cuentas nacionales, varios años.

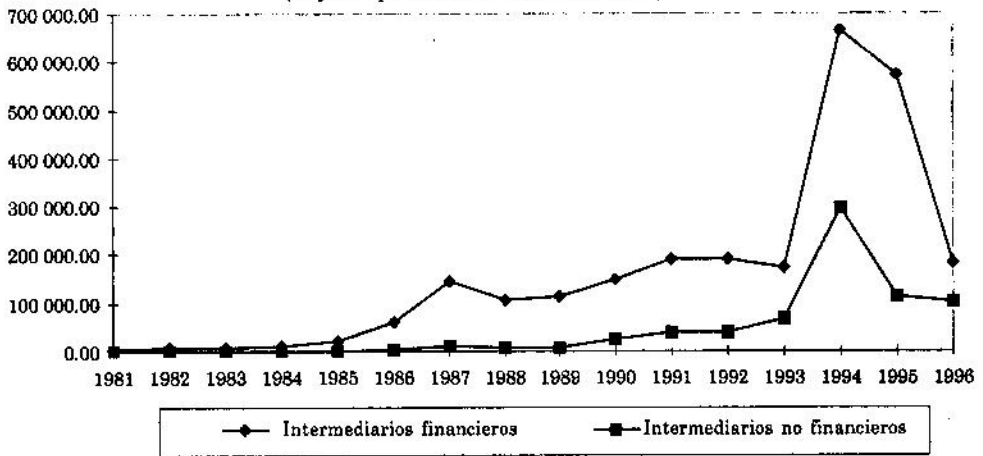
FBKF: Formación bruta de capital fijo; FBKFPr: Formación bruta de capital fijo privado; FBKFpu: Formación bruta de capital fijo pública; PIB: Producto interno bruto.

Siguiendo con el planteamiento expuesto en la primera parte del trabajo, analizaremos las causas del bajo crecimiento económico y la creciente inestabilidad: estudiaremos la emisión de los créditos y la captación de ahorro por parte de los sectores bancario y bursátil, es decir, examinaremos la evolución del financiamiento de corto y largo plazos.

Financiamiento bancario: menor volumen de créditos al sector no financiero y aumento al sector privado

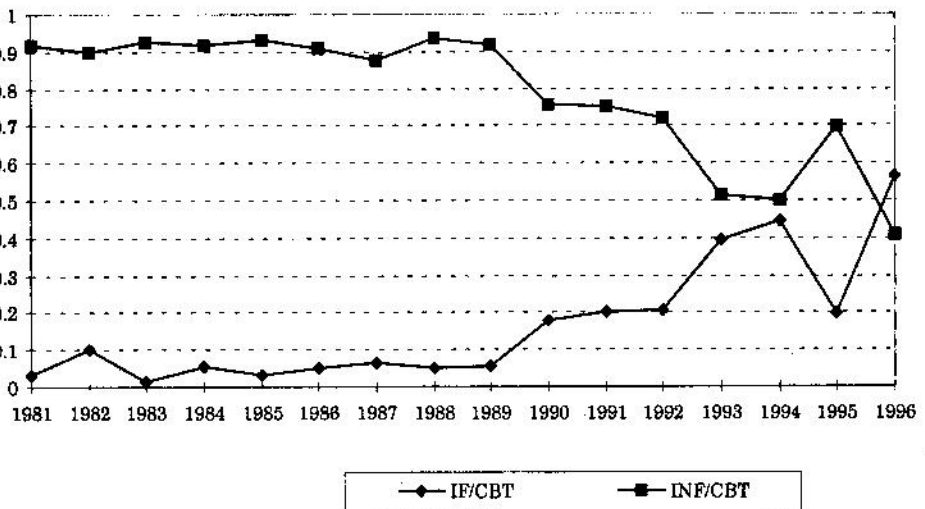
Un primer factor que debe subrayarse es que a partir de 1988 el financiamiento bancario —que incluye los préstamos entre bancos— no tuvo un incremento significativo (véase la gráfica 2) y su distribución se modificó al incrementarse el monto captado por los intermediarios financieros, sector que logró absorber en 1996 más de la mitad de los recursos crediticios (gráfica 2.1). En consecuencia, a partir de la globalización financiera se destinaron menos recursos al sector no financiero.

GRÁFICA 2
FINANCIAMIENTO BANCARIO SEGÚN DESTINATARIOS
(flujos a precios constantes de 1994)*



FUENTE: Elaboración propia con base en Informes presidenciales e Indicadores económicos
* Deflactados con el índice del consumidor, 1994=100.

GRÁFICA 2.1
DISTRIBUCIÓN DE LOS CRÉDITOS BANCARIOS ENTRE INTERMEDIARIOS
FINANCIEROS E INTERMEDIARIOS NO FINANCIEROS

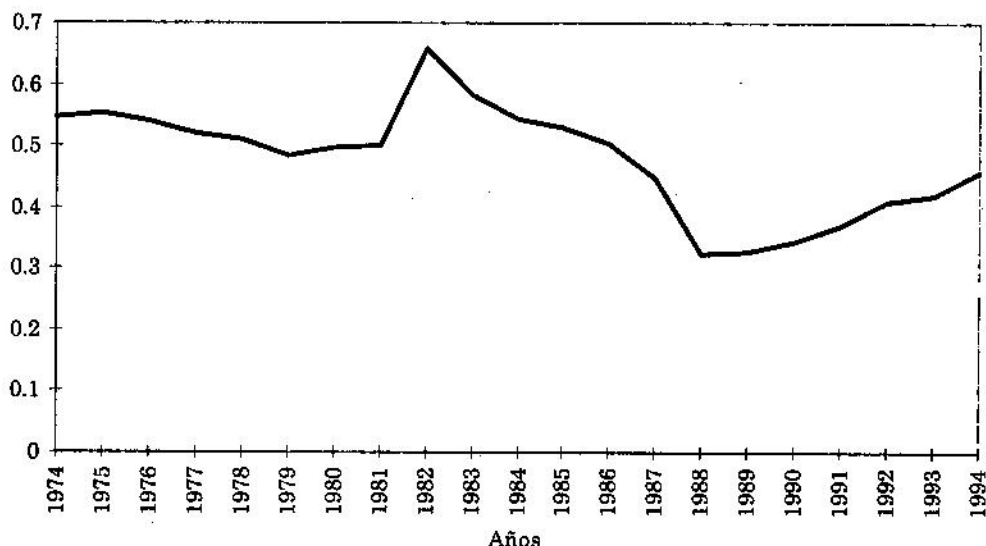


IF: Intermediarios financieros; INF: Intermediarios no financieros; CBT: Créditos bancarios totales.

Debido a lo anterior el monto de los créditos bancarios captados por el sector no financiero entre 1988 y 1994 no aumentó de manera importante en comparación con 1980; de hecho su volumen fue relativamente menor respecto al periodo 1983-1987, cuando la inversión se redujo en términos absolutos,⁸ aunque deben destacarse dos diferencias a partir de 1988: primero, se redujo bruscamente el monto de los créditos públicos respecto a 1980 y a 1983-1987, y segundo, aumentó el volumen de créditos privados y ese sector asumió la responsabilidad de realizar el gasto de inversión.

Sin embargo, a pesar de que suben los créditos al sector privado, el nivel de apalancamiento —pasivo entre activo— de las grandes empresas que cotizan en la bolsa de valores no logra recuperar los rangos anteriores a la crisis de 1982 (véase la gráfica 3), lo que significa que estas empresas recurren a relativamente menos créditos en relación con sus activos. En otras palabras, la liberalización financiera no logró incrementar los recursos financieros destinados al sector productivo.

GRÁFICA 3
TASA DE APALANCAMIENTO DE LAS EMPRESAS GRANDES
(porcentajes)



FUENTE: Basave (1995 y 1997).

⁸ La combinación de mayor volumen de créditos con menor inversión se explica por la política gubernamental desplegada para pagar la deuda externa.

Incluso al analizar con más detalle los principales índices de apalancamiento de las grandes empresas es posible verificar que el financiamiento bancario sigue predominando sobre el bursátil, lo que indica que los flujos captados por el mercado de valores no lograron dirigirse al sector productivo. La circulación financiera se mantuvo alejada de la industrial.

Es decir, pese al aumento del volumen de los créditos privados éstos no se utilizaron para realizar el gasto de la inversión, la cual se financió principalmente con utilidades retenidas, y ello obviamente limitó su crecimiento.

En suma, pese a que aumentó la canalización de recursos financieros al sector privado, éstos no permitieron revertir la caída de la inversión pública. Nuestra hipótesis es que los créditos privados, así como una parte de las utilidades retenidas y en general el ingreso no consumido, se canalizaron al sector bursátil (prefiriéndolo a los instrumentos gubernamentales) porque representaba una mejor opción de valoración al capital.

Ahorro financiero: cambio de distribución

La tasa de interés, como se esperaba, mostró un brusco aumento a partir de la liberalización financiera, lo cual, según los teóricos neoliberales, debería provocar un incremento del ahorro financiero, o sea que debería desalentar la preferencia por la liquidez y la fuga del ingreso no consumido de las fronteras nacionales.

La tasa de interés nominal pasiva (depósitos bancarios de 30 a 85 días), así como la tasa de los Cetes (a 30 días), tuvieron un incremento continuo entre 1979 y 1988, decrecieron entre 1988 y 1994, y posteriormente volvieron a incrementarse.⁹ Considerando todas estas fluctuaciones, la tasa de interés fue mayor durante el periodo de desregulación financiera, lo cual, recordamos, de acuerdo con los teóricos neoliberales debería provocar un aumento de los ahorros financieros.

Empero, el volumen del ahorro financiero¹⁰ (en stocks a precios constantes) se mantuvo relativamente estable entre 1987 y 1995, y se redujo entre 1995 y 1997 (véase la gráfica 4), lo que significa que éste no es elástico al comportamiento de la tasa de interés.

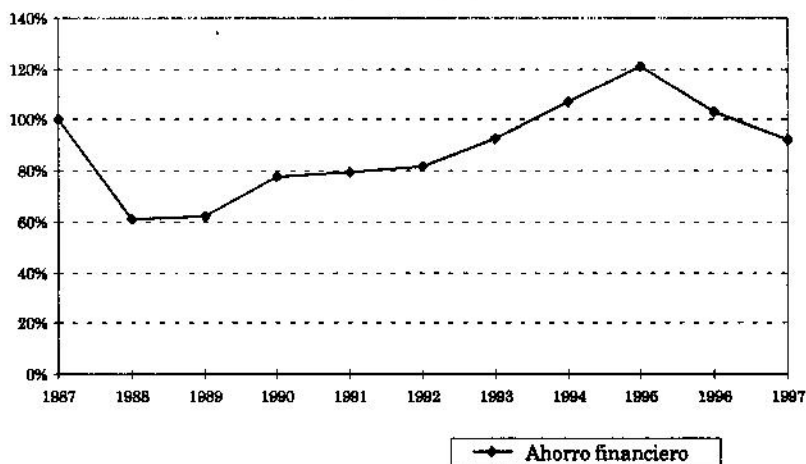
Un elemento relevante del ahorro financiero es el cambio de su distribución. Entre 1988 y 1994 se incrementaron la captación no bancaria, y la de valores gubernamentales en detrimento de dicha captación bancaria,¹¹ aunque ésta siguió manteniendo su predominio en la captación total.

9 Entre 1988 y 1996 la tasa de interés real de los depósitos bancarios a plazo fijo y la de los Cetes a un mes fueron mayores.

10 Se define como el agregado monetario más amplio (M4), más billetes y monedas en poder del público.

11 Incluye obligaciones y papel comercial.

GRÁFICA 4
EVOLUCIÓN DEL AHORRO FINANCIERO*
(porcentajes)



FUENTE: Tercer informe presidencial, Anexo estadístico, 1997.

* Incluye la captación bancaria, los valores gubernamentales y los instrumentos no bancarios. Calculados con base en stocks a precios constantes.

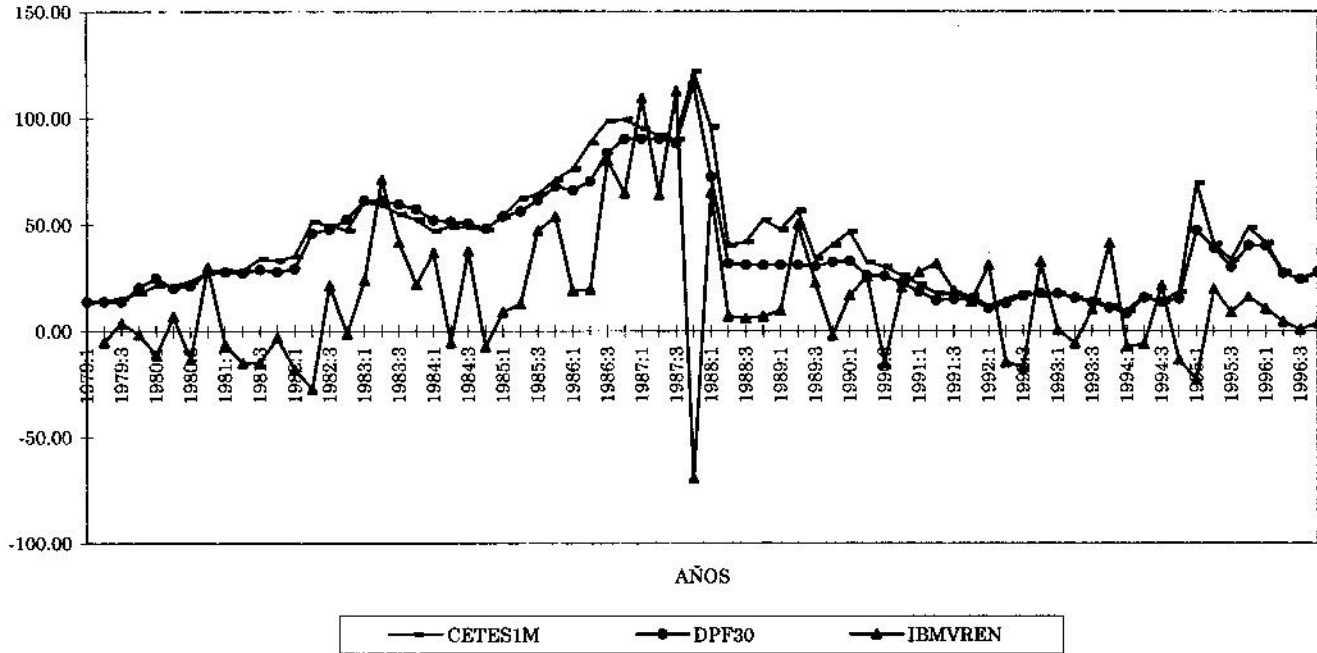
Reflejo de lo anterior, y producto de la fuente alternativa de valoración de capital que se abrió a partir de la liberalización financiera, es el significativo aumento del importe operado en la Bolsa Mexicana de Valores, especialmente en los instrumentos de deuda, que entre 1987 y 1994 alcanzaron una tasa anual media de crecimiento de 27%, contra 6% de los instrumentos de renta variable.

Cabe destacar que entre los instrumentos de deuda sobresale la participación de los valores gubernamentales, los cuales acapararon casi el total de los instrumentos con estas características (véase la gráfica 5), y no se utilizaron para fondar el gasto productivo sino para mantener ciertos niveles de reservas e impedir fluctuaciones bruscas del tipo de cambio. Consecuentemente, la mayor parte del ahorro generado por el crecimiento no se utilizó para fondar el gasto productivo.

En suma, estas particularidades del ahorro financiero y del mercado de capital impiden que el sistema financiero sea funcional al crecimiento económico, porque: 1) el financiamiento canalizado hacia el sector privado no se destina al sector productivo; 2) los instrumentos gubernamentales no se utilizan para fondar la inversión; consecuentemente, el ahorro no se utiliza para anular las deudas de corto plazo, y 3) la baja operación en instrumentos privados impide que tales agentes utilicen este mercado para fondar su gasto. En otras palabras, la dinamización del mercado de valores a partir de la desregulación, y especialmente la liberalización financiera, no se han utilizado para financiar ni fondar la inversión.

GRÁFICA 5

EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS Y RENDIMIENTOS DE DIFERENTES INSTRUMENTOS FINANCIEROS



CETES: Certificado de la Tesorería

DPF30: Tasa de interés de depósitos a plazo fijo 30 días

IBMVREN: Variación de los rendimientos del índice de precios y de las cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores.

FUENTE: Indicadores económicos, varios años.

En consecuencia, este nuevo arreglo institucional genera un incremento de liquidez destinado a sectores no bancarios privados y a elevar la emisión de valores de renta fija gubernamentales, el cual debe ir acompañado de mayores tasas de interés para asegurar su colocación. Estos recursos no se utilizan para fondear la inversión sino que se desvían a otros sectores.

El efecto de la carencia de métodos de fondeo de la inversión y el aumento del crédito privado, en un contexto de ausencia de mecanismos "compensatorios", impidieron que el fondo revolvente de los bancos fuera restituido. Así, a partir de 1988 los bancos comenzaron a enfrentarse al incumplimiento de pagos, situación que se profundizó a partir de 1995 por la caída del ingreso, el aumento de las tasas de interés, los mayores riesgos cambiarios, y la devaluación del peso, que desató una de las peores crisis económicas y financieras de la posguerra.

En plena etapa de crecimiento económico —conforme al modelo neoliberal—, donde la inversión creció a una tasa media anual de 8%, los bancos no pudieron recuperar sus créditos porque éstos no se destinaron íntegramente a la inversión, y el ahorro involuntario —ingresos no consumidos— se canalizó a la especulación financiera, retirándose incluso una parte del espacio productivo nacional debido a la apertura externa, lo cual provocó importantes fugas al multiplicador del ingreso. El financiamiento bancario, en vez de estimular el gasto de la inversión, aumentó los rendimientos de los títulos gubernamentales y generó oscilaciones en el índice de precios y cotizaciones del mercado de valores.

CONCLUSIONES

La desregulación y la globalización financieras lograron eliminar los "mecanismos compensatorios" y el incremento de la liquidez, lo que provocó el aumento de la tasa de interés, la privatización del financiamiento bancario y la dinamización del mercado de capitales. Sin embargo este último no sirvió como puente para fondear a la inversión productiva.

Los efectos de este nuevo arreglo institucional deprimieron la inversión productiva debido al incremento de la tasa de interés real, y el ahorro financiero no se utilizó para fondear la inversión.

Los recursos financieros se mantuvieron en el interior de dicho sector y se valoraron con instrumentos gubernamentales de renta fija; por tanto no se canalizaron a la inversión productiva (debido a la política de privatización de la economía), de ahí que el nuevo entorno institucional no remplazara los "mecanismos compensatorios" existentes con anterioridad por otras formas de fondeo.

El financiamiento bancario se canalizó hacia instrumentos de corto plazo no relacionados con la actividad productiva, de ahí que aumentaran los rendimientos de los valores gubernamentales provocando un fuerte proceso inflacionario en el sector financiero que no correspondió al

comportamiento de los rendimientos del sector real y, en consecuencia, no indujo a mayores gastos de inversión. El capital financiero no circuló hacia la esfera productiva y no se creó la circulación industrial.

En consecuencia, el sistema financiero mexicano corrió la misma suerte que el de los países que emprendieron la liberalización y desregulación financiera. Las funciones de la estructura del mercado de créditos no fueron asumidas por el mercado de capitales. Las fuerzas del mercado no incrementaron la canalización de los recursos hacia el sector productivo ni pudieron imponer el financiamiento de largo plazo que evitara crisis bancarias.

Los recursos financieros bancarios se quedaron en el sector financiero para "ganar la delantera" o "encajar la moneda falsa" paralizando al sector productivo. Podemos finalizar este trabajo con las palabras que Keynes usó hace más de cincuenta años para prevenir sobre los efectos del movimiento del capital "Los especuladores pueden no hacer daño cuando son sólo burbujas en una corriente firme de empresa, pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbujas dentro de una vorágine de especulación" (Keynes, 1986).

BIBLIOGRAFÍA

- Amsden, A. (1989), *Asia's next giant*, Nueva York, Inglaterra, Oxford University.
- Arestis, P. y P. Demetriades (1997), "Financial development and economic growth: assesing evidence", *The Economic Journal*, núm. 107, mayo.
- Basave, Jorge, et al. (1994), *Los grupos financieros empresariales en México, 1974/1987*, México, UNAM.
- Basave, Jorge, et al. (1994), "Información estadística de los grupos empresariales 1988/1994".
- Cardim de Carvalho, Fernando (1997), "Financial innovation and the postkeynesian approach to the process of capital formation", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 19, núm. 3.
- Chick, V. (1986), "Speculation, the rate of interest and the rate of profit", ponencia presentada en Meetings of the American Economic Association, 27 a 30 de diciembre.
- Davidson, P. (1986), "Finance, funding, saving and investment", en *Money, Employment: The collected writings of Paul Davidson*, vol. 1, Maçmillan, publicado originalmente en *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 9, núm. 1.
- Davidson, P. (1988), "A postkeynesian view of the theories and causes for high real interest rates", en Philip Arestis y Edward Elgar (eds.), *Post Keynesian Monetary Economics. New Approaches to Financial Modelling*, Inglaterra.
- Dow, J.C.R. e I.D. Saville (1990), *A critique of monetary policy. Theory and British Experience*, Inglaterra, Claredon Press.

- Grabel, I. (1995), "Speculation - Led economic development: A post Keynesian interpretation of financial liberalisation programs in the third world", mimeo.
- Gurley, J.G. y E.S. Shaw (1979), *Money in a Theory of Finance*, Washington, The Brookings Institution.
- Keynes, J.M. (1973), "The general theory of employment, interest and money", en *Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. VII, Inglaterra, Mcmillan, St. Martin's Press for the Royal Economic Society.
- ——— (1973a), "Alternative Theories of the rate of interest", en *Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV, Inglaterra, McMillan.
- ——— (1986), *La teoría general de la ocupación el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Levy, N. (1999), "Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960/1994", tesis doctoral, División de Estudios de Posgrado, Facultad de Economía, UNAM, México.
- Mckinon, R.I. (1974), *Dinero y capital en el desarrollo económico*, México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Mishkin, F. (1997), *The economics of money, banking, and financial markets*, Addison Wesley, 5a. ed.
- Studart, R. (1995), *Investment finance in Economic Development*, Inglaterra, Edward Elgar.
- Studart, R. (1996), "The efficiency of financial systems, liberalisation and economic development", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 42, núm. 2.
- Stiglitz, J. (1994), "The Role of the State in Financial Markets", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*.
- Zysman, J. (1983), *Governments, Markets and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Growth*, Cornell University Press.