

**UNIVERSIDAD AUTONOMA METROPOLITANA  
DOCTORADO EN CIENCIAS ECONOMICAS**



Casa abierta al tiempo

***GLOBALIZACION Y DESACOPLAMIENTO  
FINANCIERO***

TESIS QUE PRESENTA

**CARLOS ANTONIO ROZO BERNAL**

PARA OBTENER EL TITULO DE

**DOCTOR EN CIENCIAS ECONOMICAS**

Director de tesis: Dr. CARLO BENETTI

Julio de 1998

*Para Amalia, mi esposa.*

*Sin su apoyo y estímulo esta tesis  
nunca se hubiera realizado.*

ÍNDICE	3
INTRODUCCIÓN	7
<b>PRIMERA PARTE</b>	
<b>LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y LA EFICIENCIA DEL MERCADO</b>	
1. Inflación y volatilidad cambiaria	23
1.1 Implicaciones y consecuencias. La relación rendimiento-riesgo	31
2. La magnitud de las corrientes de capital	34
2.1 Flujos a los países en desarrollo	40
3. Las nuevas características del sistema financiero internacional	45
4. Factores coadyuvantes al flujo de capital	57
4.1 Desregulación e innovación: La nueva competencia	57
4.1.1 Innovación y bursatilización	61
4.2 La sofisticación tecnológica	62
5. El mercado global	64
5.1 Las preferencias de los mercados	64
5.1.1 El coeficiente Feldstein-Horioka	66
5.2 Precios y expectativas	67
5.2.1 La paridad de la tasa de interés cubierta	68
5.2.2 La paridad de la tasa de interés no cubierta	71
5.3 La tendencia persistente	73
6. Integración, internacionalización y globalización	75
7. Transformaciones globales y orientaciones nacionales	82
8. Globalización y estabilidad financiera	88
8.1 El riesgo sistémico	89
8.2 Mercado o coordinación estatal	92
8.2.1 La hipótesis de mercados eficientes	93
8.2.2 La crítica a la validez de la HEM	94
8.2.3 Los supuestos incorrectos	95

8.2.4	Equilibrio general y equilibrio incompleto	98
8.2.5	La información asimétrica	100
8.3	La intervención necesaria	104

## **SEGUNDA PARTE**

### **POLITICA MONETARIA Y DESACOPLAMIENTO FINANCIERO**

1.	Peculiaridades recientes de la política cambiaria	109
2.	Los retos para la política económica	110
3.	Estructura crediticia y crecimiento	114
4.	Globalización y transmisión monetaria	117
5.	El mecanismo del crédito como procesamiento de información	119
5.1	Las funciones de la banca	120
5.2	El racionamiento del crédito	124
5.2.1	El modelo media-varianza	126
6.	Los canales de la política monetaria	128
6.1	El canal monetario	129
6.2	El canal crédito	130
6.3	Un modelo simple	135
6.4	Las implicaciones	137
7.	Autonomía monetaria y determinación cambiaria	139
7.1.	Los enfoques de la determinación cambiaria: la PPA	141
7.2	El enfoque monetario	145
7.3	No hay una sola tasa de cambio: conflicto conceptual	147
7.4	El mercado cambiario	150
7.5	El enfoque diacráfico	155
7.5.1	Formalización del modelo diacráfico	156
8.	Equilibrio y administración cambiaria	159
9.	El encadenamiento cambiario	163
10.	El modelo de desacoplamiento financiero	165

10.1 El circuito de flujos	167
10.2 Un modelo mínimo	171
10.3 Canales de desacoplamiento	178
10.4 Consecuencias	179

### **TERCERA PARTE**

#### **MEXICO Y EL DESACOPLAMIENTO FINANCIERO**

1. Introducción	185
2. Crecimiento y globalización financiera	186
3. Cambio estructural y financiamiento	192
4. La reforma financiera: etapa de consolidación	194
4.1 Las reformas iniciales	199
5. Intermediación financiera	203
5.1 Los indicadores bancarios	203
5.2 Los indicadores no bancarios	210
5.3 El mercado de valores	214
5.4 Los agentes institucionales	217
6. La asimetría de la interdependencia	218
7. La eficiencia de la política económica	220
7.1 La retroalimentación exportadora	221
7.2 La estrategia pasiva	225
7.3 Una política exportadora activa	230
7.3.1 El éxito exportador	232
7.3.2 El fracaso importador	233
8. Exportación y autosuficiencia financiera	239
9. La naturaleza de los flujos de capital y la reinserción financiera	242
10. Desequilibrio externo y tipo de cambio	246
11. La política cambiaria y los flujos de capital	252

12. La devaluación contractiva	254
13. Desacoplamiento y eficiencia de los mercados	260
14. Eficiencia financiera y globalización	268
15. Inflación y política comercial	275
16. Bursatilización e inflación	279
17. La paradoja del ahorro financiero	284
18. Crédito y ahorro	287
19. Reflexión final	291
<b>CONCLUSIONES</b>	293
1. Flujos y estructuras	295
2. Globalización y política económica	298
3. Estructura bancaria y riesgo	300
4. La experiencia mexicana	301
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	307
<b>ANEXO 1. LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS</b>	
1. Los instrumentos derivados: su naturaleza	333
2. El tamaño del mercado	336
3. Administración de riesgo o especulación	337

## INTRODUCCIÓN

"The modern theory of flexible exchange rate appears to have no connection with actual market processes" (Kuori, 1984, p. 11)

El 15 de agosto de 1971 constituye un parteaguas en la evolución monetario y financiero capitalista. La evolución del sistema internacional que se gestó a partir de los acuerdos de Bretton Woods en 1945 se convirtió, entonces, en una revolución que aún no encuentra su final. En algo más de dos décadas se ha pasado de la sencillez de las cuentas de cheques y préstamos hipotecarios a la complejidad de los planes sistémicos de jubilación, las obligaciones hipotecarias colateralizadas, la administración del riesgo con la genialidad de los productos derivados y el dinero electrónico. Este paso al hacer redundante a la banca tradicional en favor de la estructura de supermercados financieros coloca en el centro de esta revolución al conflicto entre la desintermediación bancaria y la intermediación no bancaria a fin de resolver el antagonismo entre riesgo y rentabilidad al que subyace la pugna entre costo y valor. Como en toda revolución un factor determinante del proceso son los costos en que se incurre por lo cual parece oportuna la interrogante que recientemente planteara un analista al preguntar "¿Cuales son los riesgos asociados con el nuevo y bravo mundo de fondos de inversión en las Islas Cayman y de cuentas de jubilación construidas con base en altos niveles de apalancamiento?" (Cooper Ramo, 1998, p. 18). La respuesta fue simple: "Nadie lo sabe".

El nuevo mundo del dinero que ha dado esta revolución se acepta como un reto magistral a las formas financieras tradicionales lo cual debe llevar a interrogarnos acerca de las implicaciones que ello tiene para la economía y las formas de su regulación. Las palabras iniciales de Kuori parecen hacer alusión inequívoca sobre los efectos de esta revolución pero parecen hacer alusión también al dilema entre el rezago que la teoría económica experimenta

frente a la realidad y la trascendencia o no de la teoría económica moderna.

La reflexión que se presenta en esta disertación constituye un intento para comprender el significado y las implicaciones del proceso a través del cual se resuelve el conflicto entre la desintermediación bancaria y la intermediación de los mercados que favorece a que la economía financiera se convierta en la fuerza motriz para el funcionamiento de la economía capitalista. Este hecho se presenta como la hipótesis central de este trabajo al postular lo que he denominado como el "modelo de desacoplamiento financiero": esto es, el modelo en el que el capital financiero deja de ser un complemento del capital productivo para adquirir su propia dinámica de acumulación independiente de la producción real, a la que debe servir.

El récord de la política monetaria de los países industriales en los últimos años tiene que aceptarse como un éxito si se mide por la capacidad de los bancos centrales para controlar la inflación. El nivel de inflación nacional ha sido marcadamente reducido en estos países al igual que lo han sido los diferenciales inflacionarios entre países. En 1994 los siete países más industrializados tuvieron una inflación promedio del 2.3 por ciento, la más baja en 30 años.

Este éxito anti-inflacionario debería igualmente contribuir a una mayor estabilidad de las paridades cambiarias dado que los diferenciales inflacionarios han sido aceptados en la teoría convencional como el factor central de las tensiones en la paridad nominal entre dos países. Según la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA) un país con alta inflación verá su moneda depreciarse ( $\Delta e$ ) con relación a la de sus socios comerciales en una cantidad similar a la del diferencial entre la inflación interna ( $\Pi$ ) y la externa ( $\Pi^*$ ); es decir:

$$\Delta e = \Pi - \Pi^*$$

Este planteamiento implica que una política monetaria exitosa en el control inflacionario debería, también, ser exitosa en proporcionar estabilidad cambiaria. Este hecho no es confirmado por la experiencia. El control en el aumento de precios se ha logrado pero no ocurre lo mismo con la paridad cambiaria. De hecho, el régimen de tasas de cambio flexibles ha mostrado una volatilidad no imaginada por sus defensores en la década de los sesenta.

En este trabajo se considera que la razón central de este comportamiento tiene que



encontrarse en el cambio estructural que ha ocurrido en la economía capitalista a lo largo de las últimas tres décadas por el surgimiento de un desacoplamiento entre la economía real: producción y circulación de bienes y servicios, y los flujos de capital, de crédito y tasas de cambio de la economía simbólica, como le denomina Drucker (1986) o monetaria como prefiero denominarle. Este desacoplamiento consiste en un funcionamiento más independiente de la economía monetaria respecto de la real. Los flujos de capital y los tipos de cambio han adquirido su dinámica propia y autónoma que paulatinamente se ha desvinculado de los flujos de bienes y de servicios. El régimen cambiario, en particular, ha adquirido su propia dinámica al convertirse en una oportunidad de inversión autónoma.

Las transformaciones en los arreglos institucionales financieros y las implicaciones que ellos tienen sobre el funcionamiento de la economía permiten adelantar la hipótesis postulada como el resultado del paso de un sistema financiero operado con base en la actividad bancaria a un sistema en que los mercados de capital juegan el papel determinante. Esto significa que se prefiere la relación directa entre inversionistas y prestamistas proporcionada por los mercados que la relación indirecta que proporcionan los bancos. Los cambios implican que las estructuras financieras nacionales han venido modificándose en el peso relativo que tiene la actividad bancaria, como medio de allegarse de depósitos de corto plazo para hacer préstamos de largo plazo, frente al financiamiento no bancario por medio de instrumentos bursátiles negociables en mercados de dinero y de capital. Esta conversión de deudas bancarias en valores financieros implica el paso de un sistema de supervisión basado en las funciones de selección y de control que ejercen los bancos para desincentivar la incidencia del riesgo moral a un sistema en que el control está únicamente en la capacidad de rentabilidad de los agentes. Se pasa así de un sistema de alta supervisión a otro que prácticamente carece de ella. El efecto práctico consiste en un traslado de riesgo de los bancos hacia los mercados con lo cual se reduce, o en la terminología moderna se administra, el riesgo a nivel de los prestamistas individuales sin que ello implique una reducción absoluta del riesgo. La razón es que el riesgo que los intermediarios financieros, los bancos, asumían en forma directa, y para lo cual establecen el mecanismo de supervisión, ahora recae sobre prestamistas y prestadores mientras que los intermediarios financieros garantizan sus ganancias por medio de las cuotas y comisiones que reciben. El riesgo que se

concentraba en los bancos se diluye ahora entre los participantes en los mercados.

La desregulación financiera, que se da a nivel mundial y con la cual se elimina el control del estado sobre el capital, favorece este traslado de riesgo como un componente fundamental de la globalización. El Acuerdo Multilateral sobre Inversiones que se negocia en el seno de la OCDE pretende formalizar y legalizar esta libertad del capital.

Estas transformaciones modifican también la función de los intermediarios financieros. De ser instituciones que asignan eficientemente los fondos prestables al maximizar ganancias por la colocación de fondos que obtienen baratos y prestan al mejor postor pasan a convertirse en maximizadores de colocación de fondos para maximizar comisiones. Se modifica en esta forma el antagonismo entre riesgo y rentabilidad al crear mayores oportunidades de ganancia diluyendo el riesgo privado sin que necesariamente se reduzca el riesgo sistémico.

Este desacoplamiento es a la vez causa y efecto de la integración y globalización financiera que se ha acentuado desde inicios de la década de los setenta como producto terminal de la actividad de desreglamentación e innovación financiera. La principal consecuencia del desacoplamiento es la dicotomía que se ha acentuado en la estructura financiera entre intermediarios financieros y mercados de capitales, lo que aquí llamare la dicotomía financiera.

Los flujos internacionales de capital que crecen continuamente juegan un papel determinante en el proceso de globalización. Si bien estos flujos pueden contribuir a resolver las deficiencias de ahorro que tenga un país o pueden utilizarse como un medio para recurrir al tipo de cambio como ancla anti-inflacionaria también esta forma de emplear dichos capitales imprime su sello en la organización económica. Por un lado, la desregulación que imponen implica que el capital se mueve más allá de sus fronteras nacionales aludiendo cualquier control y, por otro, la mayor competencia a que obliga la movilidad induce al desempeño de corto plazo con el que se comporta la inversión financiera. El resultado es un mayor grado de vulnerabilidad de las economías nacionales ante estos flujos. La discreción de los países individuales para actuar a fin de prevenir esta paradójica situación o para resolver los desequilibrios que se generan, como se intenta mostrar en este trabajo, no es absoluta para ningún país. Esta capacidad de acción esta condicionada por el grado de

integración nacional a las nuevas formas de organización y a la globalización financiera. El diseño e instrumentación de la política económica encuentra limitaciones. En particular es instructivo entender que los encadenamientos que se crean entre las economías nacionales terminan por alterar los canales de transmisión de la política económica, particularmente de la política monetaria. Ello es singularmente relevante cuando el modelo de desarrollo nacional da prioridad a la producción para la exportación y a la inversión extranjera.

En estas condiciones apunto que el planteamiento de Kuori abarca un horizonte más amplio que el de los mercados cambiarios al ser extensivo al funcionamiento de los mercados financieros en general. Si los precios aparentan no estar enteramente determinados por las fuerzas del mercado en esta época en que la teoría y la política económica han dado el poder de decisión a los mercados ¿qué fuerzas adicionales son las que intervienen para determinarlos? Ello significa que no es suficiente pensar en mercados perfectamente competitivos como los determinantes de los precios sino que factores adicionales que intervienen en el mercado contribuyen a esta determinación. Los precios de mercado no responden exclusivamente a las fuerzas de la oferta y la demanda al estar complementadas por factores adicionales como los institucionales, como en el caso de los mercados de préstamos bancarios. Especialmente relevante es esta pregunta en el marco de un mercado financiero que adquiere una dimensión global y responde a fuerzas institucionales no nacionales..

El principal objetivo del mercado capitalista, en el pensamiento neoclásico como keynesiano, es asignar eficientemente los recursos escasos de que dispone la sociedad; esto significa un uso de dichos recursos en el que se minimiza el costo simultáneamente a que se maximiza la ganancia. De esta manera se logra un aprovechamiento de recursos que induce al crecimiento del producto. La asignación es eficiente en tanto los mercados funcionen en equilibrio, esto es, en tanto la oferta y la demanda agregadas sean iguales en condiciones de plena utilización de los factores de la producción. Esta forma de funcionamiento de los mercados no es ajena a la estructura y del comportamiento del sistema de precios relativos como indicadores que ofrecen las señales correctas a los agentes económicos para que tomen las decisiones apropiadas de inversión o de consumo.

El núcleo de esta proposición descansa en la noción de que la coordinación por el

mercado no puede equivocarse al ser este el que permite la mejor evaluación del riesgo. Esta preferencia por los mercados descansa en la hipótesis de mercados eficientes: esto es, de ser transmisores perfectos de información por lo cual los agentes toman en cuenta toda la información existente para la determinación de los precios. En consecuencia, los precios de mercado son las mejores señales que pueden existir para la toma de decisiones económicas.

Los postulados de Modigliani-Miller, que Fama extendió al análisis del sistema financiero, sobre la neutralidad de la composición estructural del capital para el funcionamiento de las empresas debido a que sus métodos de financiamiento no son determinantes para el valor de las empresas contribuyeron a sustentar la posición anterior. Esta visión ignora la naturaleza y las peculiaridades de la estructura que agrega el ahorro, lo distribuye, lo facilita y asegura su mejor o más adecuado uso: esto es, la estructura bancaria y financiera. En la perspectiva teórica convencional la estructura del crédito no sólo no es relevante sino que es inexistente. El crédito, al ser una de las funciones que desempeña el dinero, pero sin que aporte al valor de las empresas o de la economía, no requería ser integrado al modelo.

Estos planteamientos sustentan la existencia de modelos de mercados perfectos. Esta forma de funcionamiento de los mercados deriva de la estructura y del comportamiento del sistema de precios como indicadores que ofrecen las señales correctas a los agentes económicos para que tomen las decisiones apropiadas de compra o venta. El factor central de este proceso de toma de decisiones es la disponibilidad de información perfecta. Pero cuando la información no es perfecta hay que preguntarse ¿qué puede ocurrir con la racionalidad de los agentes y, por lo tanto, con el funcionamiento de los mercados? Igualmente, ello implica modificaciones en los canales de transmisión de la política económica.

La neutralidad del dinero y la intrascendencia de los mecanismos institucionales que lo distribuyen, fue insostenible al tratar de cerrar la brecha entre las dimensiones macro y micro de la economía, como lo demostró Kaldor. Para los nuevos keynesianos las imperfecciones existen y se hacen trascendentes para explicar mejor el fenómeno macroeconómico y los efectos de la política gubernamental, aunque existan diferencias entre diferentes posturas sobre el peso relativo que se le asigna a diferentes formas de

imperfección como: riesgo imperfecto, información imperfecta, competencia imperfecta o costos de ajuste. En esta perspectiva los factores financieros asumen un papel central ya que las imperfecciones pueden ocasionar que el financiamiento externo no sea sustituto perfecto del financiamiento interno, especialmente en el corto plazo debido a que los costos no son idénticos en una o en otra opción.

La interpelación deviene de la existencia de imperfecciones en los mercados. Argumentaré aquí que la presencia de información asimétrica constituye uno de los principales factores que inducen a las imperfecciones. Algunos agentes disponen de mayor información que otros como consecuencia, en particular, del costo en que se tiene que incurrir para obtenerla. En estas condiciones los agentes no pueden evaluar completamente la calidad de las inversiones y, por tanto, los riesgos que se asumen.

En este contexto de transformación estructural y globalización financiera sobre la base de mercados imperfectos es que hay que considerar las dificultades a que se enfrentan las autoridades nacionales al intentar modificar la correlación de fuerzas entre lo interno y lo externo. La decisión del gobierno mexicano de modificar la paridad del peso en diciembre de 1994 es un ejemplo de esta paradoja que no es aislado ni único si consideramos que entre 1980 a 1996 cerca de “dos terceras partes de los países miembros del FMI han experimentado problemas significativos en el sector bancario” (Goldstein y Turner, 1996, p. 5).

En el escenario de transformación que lleva a la dicotomía financiera es que considero debe ser ubicado el hecho de que una sola decisión, la de modificar la paridad cambiaria, coloque a un país ante un colapso de la magnitud como el que ha menguado el desarrollo de México. ¿Cómo se explica que una simple corrección cambiaria induzca a la más aplastante crisis que México halla experimentado en la era de la posguerra? En 1976 y nuevamente en 1982 las decisiones cambiarias tuvieron efectos significativos pero de ninguna manera tan radicales y drásticas para la macro y la microeconomía como los de 1994, que en 1998 aún no pueden ser superados, como lo ejemplifica la problemática de la cartera vencida y la incapacidad del sistema financiero para proveer a la economía de niveles adecuados de crédito.

La decisión de devaluar que tomo la Administración Zedillo no debe ser examinada

desde la perspectiva de decisiones de política económica, el llamado error de diciembre. El contexto correcto implica examinar la perspectiva del modelo económico sobre el que funciona el país. En México ello implica el modelo que paulatinamente se vino imponiendo en la década de los ochenta, pero que tuvo sus orígenes en la década de los setenta y se profundiza en los noventa. Este es el modelo de una economía abierta y orientada a la producción para la exportación en el contexto de una transformación interna en la que la economía financiera asume una tarea determinante como fuerza motriz en el funcionamiento de la economía nacional. La economía mexicana se viene así adaptando a la revolución financiera internacional del desacoplamiento financiero con lo cual tiene que enfrentar retos sin precedente y condiciones no experimentadas en el diseño y ejecución de la política económica.

El propósito de este trabajo no es demostrar si la decisión y la forma de devaluar fueron incorrectas sino más bien en mostrar como se orientó el desarrollo económico del país por una senda, la del desacoplamiento financiero, que hace posible que la decisión de devaluar se convirtiera en una catástrofe por los efectos contractivos sobre la producción que imponen las transformaciones financieras. Esta puede ser una situación que enfrentan las economías nacionales, especialmente las de países en desarrollo consideradas como mercados emergentes, frente a la transformación estructural que da a la esfera financiera el papel motor del crecimiento y del desarrollo nacional. La crisis por la que atraviesan las economías emergentes de Asia desde mediados de 1997 así parece confirmarlo, sin embargo, no se pretende hacer extensivo esta aplicación del modelo a una explicación general de las crisis cambiarias y bancarias que tantos países han experimentado en los últimos tres lustros. Considero que este enfoque puede ser correcto pero será necesario hacer más ejercicios de aplicación para refrendar la validez general de esta interpretación.

La ausencia en este trabajo de análisis comparativos con otras interpretaciones de esta problemática no pretende desconocer la existencia de explicaciones alternativas a los postulados que aquí se elaboran. Lo que no conozco son análisis que se orienten en la misma dirección. Este hecho es el que me alentó a desarrollar esta interpretación en forma amplia sin considerar las posturas alternativas que se han elaborado. En consecuencia, este es un trabajo exploratorio que propone una línea de análisis que aún no se encuentra plenamente

desarrollada, especialmente en su formalización matemática, pero que considero promisoría para examinar la problemática planteada. El debate y la crítica que se pueda hacer a ella determinará su validez y justificará el esfuerzo emprendido.

### **Organización e hipótesis**

La argumentación de esta disertación se elabora en tres partes. En las dos primeras se explora la controversia teórica que sustenta la demostración de la hipótesis general propuesta. En la tercera parte se aplican los planteamientos anteriores al estudio particular de México.

El análisis de la controversia teórica constituye el eje central de la primera parte de este trabajo. A partir de los flujos de capital se examinan las transformaciones estructurales implícitas en la dinámica integración-globalización y su importancia para el funcionamiento imperfecto de los mercados financieros.

En una segunda parte se examinan las implicaciones que los cambios globales tienen para el funcionamiento de los mercados financieros y cambiarios que llevan a lo que denomino el modelo de desacoplamiento financiero. Se da así base para analizar las implicaciones para la política de devaluación.

Los esfuerzos, en la elaboración teórica se orientan en dos direcciones. En una de ellas, presentada en la primera parte del trabajo, se elabora el concepto de dicotomía financiera a partir de la organización que imponen los flujos de capital y las nuevas características de la estructura monetaria internacional para llegar a cuestionar la hipótesis de mercados eficientes y perfectos. La otra línea, que se presenta en la segunda parte del trabajo, enfatiza la teoría de la política monetaria y las implicaciones que para su eficiencia tiene la dicotomía financiera.

La primera hipótesis que se adelanta de esta premisa es que la dicotomía financiera ha creado una dicotomía de tasas de interés que se comportan con un cierto grado de autonomía: la tasa de interés de los mercados financieros que rige a los instrumentos financieros y la tasa de interés de los intermediarios financieros que rige la estructura de préstamos institucionales lo cual induce a una independencia de la política cambiaria

respecto de la política monetaria.

Una segunda hipótesis es que la política monetaria afecta en forma diferente la tasa de interés de los mercados que la de los intermediarios financieros con lo cual se afecta la tasa de rentabilidad de los activos financieros y se incide directamente en el tipo de cambio o en las expectativas sobre el tipo de cambio con efectos significativos sobre los movimientos de capital.

Una tercera hipótesis es que en estas condiciones la política de devaluación tiene efectos perversos sobre el crecimiento, pues en lugar de que contribuya a impulsar factores que hagan crecer el producto pone en movimiento fuerzas que, por el contrario, tienden a desacelerar la dinámica de la acumulación por el efecto negativo que la devaluación puede introducir a través de la estructura monetaria-financiera.

Estas hipótesis permiten abordar el debate de como la globalización financiera con sus implicaciones sobre flujos de capital y tasas de cambio influye sobre la política de desarrollo de las economías emergentes en las cuales la liberalización financiera es un factor básico. En la medida en que los países opten por esta opción mayor es la importancia que los flujos de capital juegan en determinar la paridad de su moneda y, en consecuencia, mayor la dificultad en lograr el tipo de ajustes monetarios que resuelvan las inconsistencias para alcanzar el equilibrio real.

En las dos primeras partes se comprueba que la existencia de este desacoplamiento impone serios interrogantes sobre la teoría económica y la política económica. Se acepta ahora que la estructura financiera contribuyen al crecimiento por su efecto en incrementar el volumen de la inversión o por hacer más eficiente su asignación. Esta orientación esta definida por las teorías convencionales del crecimiento en que se relacionaba la intermediación financiera con los niveles de capital por trabajador o con el nivel de la productividad.

En la orientación más reciente se cuestiona esta postura al mostrar que la intermediación financiera tiene efectos no sólo sobre los niveles sino sobre la dinámica de crecimiento. La síntesis entre la teoría del crecimiento endógeno y los análisis sobre intermediación financiera endógena ha implicado la aparición de una línea de pensamiento sobre cuales son realmente los canales a través de los cuales los mercados de capital afectan



el crecimiento a partir de las transformaciones estructurales que ocurren en ellos como respuesta a sus propias imperfecciones. La existencia de asimetrías en la información que actúan sobre el volumen o la composición de la inversión es la principal de estas imperfecciones. El papel de los intermediarios pasa a ser uno de recolectores especializados de información que contribuyen a mejorar la asignación de los recursos o a facilitar el flujo de recursos de los ahorradores a los inversionistas en presencia de asimetrías de información. En estas condiciones los efectos que la política económica pueda tener sobre la eficiente asignación de los recursos depende de como las políticas interfieren en el funcionamiento del mercado.

La relación entre las finanzas, su marco institucional y el crecimiento es un acertijo central del nuevo enfoque. Se acepta que la nueva estructura financiera contribuye a la eficiencia en la asignación y en el uso de los recursos pero se reconoce que ella es costosa de construir y de mantener. El desarrollo financiero no consiste, necesariamente, en una mejor asignación de los recursos de inversión por la creación de mercados o infraestructura sino que debe ser principalmente un proceso de ir mejorando las deficiencias de información que enfrentan los mercados financieros. En tanto esto no ocurre los mercados financieros no pueden ser perfectos y la asignación que ellos hacen de los recursos no responden exclusivamente a los dictámenes de mercados perfectos.

Igualmente, la teoría económica convencional argumenta que los tipos de cambio se fundamentan en la existencia de flujos de bienes y de servicios. Ello no es posible demostrar en la actualidad cuando se considera la dimensión del mercado cambiario frente a los requerimientos cambiarios que se derivan del comercio internacional de bienes y servicios. Adicionalmente, la teoría postula la flexibilidad de los precios como un mecanismo fundamental de la dinámica de ajuste que permite que la economía se mueva hacia el equilibrio, pero la volatilidad de los precios de las divisas es algo que parece ir más allá de la flexibilidad que el sistema requiere. En el debate original de la década de los sesenta sobre tipos de cambio, fijos o flexibles, un punto central de discordia fue el asunto de la estabilidad. Este punto, casi cuatro décadas más tarde, retiene una pertinencia central. Los cambios que han tenido lugar en la economía internacional, especialmente, la tendencia hacia una estructura global han impuesto aún mayores escollos para el logro de este objetivo. La

paradoja actual es que se acepta que la rigidez no es positiva por lo cual se acepta la flexibilidad. El interrogante para el cual no se tiene una respuesta precisa es ¿qué tanta flexibilidad es la apropiada? Es claro que los esfuerzos, en la elaboración teórica como en la formulación de política económica, han ido en la dirección de encontrar mecanismos que permitan eliminar la no deseada volatilidad sin eliminar la necesaria flexibilidad pero, en realidad, sin todo el éxito necesario o deseado.

Las asimetrías en la información constituyen un factor determinante de esta forma de funcionamiento de los mercados que en un mundo financieramente integrado, o en proceso de integración, hacen más vulnerable la dimensión nacional de la acumulación de aquellos países con mayores asimetrías. Ello se debe, en una extensión que hago al espectro internacional de un planteamiento que Stiglitz y compañía hacen para el nivel nacional, a que las imperfecciones de información interfieren con una distribución apropiada del riesgo entre las naciones y que en sus palabras significa que "En el caso extremo los mercados para compartir riesgo pueden completamente resquebrajarse" (1993, p. 77QJE). La experiencia de México, y más recientemente la de los países de Asia, parecen dar solidez a este planteamiento como se intenta explicar en el ejercicio de aplicación, en la tercera parte de esta disertación.

La experiencia mexicana muestra que en la medida que avanzó la inserción del país en la dinámica de globalización financiera se asentó la dicotomía financiera. El propósito de la tercera parte es demostrar como se han ido tejiendo los hilos de la dicotomía financiera con lo cual se ha llevado a los dudosos resultados sobre el crecimiento del producto y el bienestar de la población no obstante los avances significativos en el fortalecimiento del capital financiero. Esta, que es la esencia del desacoplamiento financiero, se ha ido reforzado en México por la atracción que como mercado emergente este país ha tenido para los capitales de corto plazo. El trasfondo son las reformas micro y macroeconómicas impuestas en el país en relación a la liberalización comercial, la desreglamentación y la privatización, el desmantelamiento de los controles a la inversión extranjera pero principalmente a la reorganización de la estructura financiera sobre la base de un proceso de bursatilización de la propia estructura bancaria. El país ciertamente ha logrado, en los últimos tres lustros, alejarse del esquema de monoexportación de petróleo para convertirse en exportador de

manufacturas al igual que ha logrado tener gran atractivo para los flujos de capital que pululan el mundo en busca de oportunidades rentables con el consecuente acelerado crecimiento del sector financiero. Lo que no ha logrado es un estable y sostenido crecimiento del producto, global o per capita, que logre reponer el nivel de bienestar social que se llegó a disfrutar con el modelo de sustitución de importaciones vigente hasta principios de los años ochenta.



## **PRIMERA PARTE**

# **LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y LA EFICIENCIA DEL MERCADO**

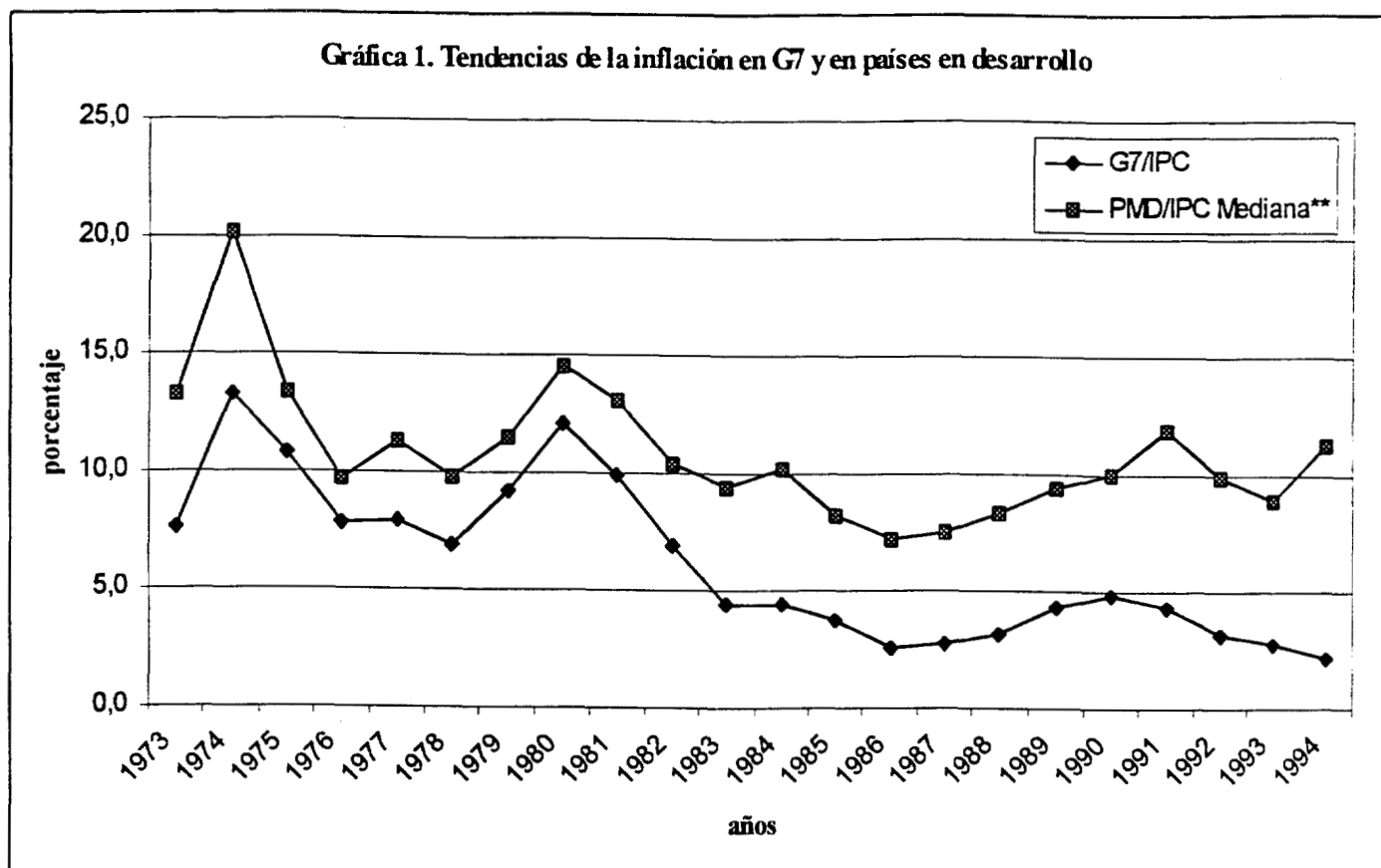


## 1. Inflación y volatilidad cambiaria

La estabilidad de precios se ha convertido en el objetivo primario de la política económica en las últimas dos décadas. El éxito logrado en este empeño es uno de los logros contemporáneos más sobresalientes. En los países de mayor desarrollo industrial el nivel inflacionario ha sido marcadamente reducido al igual que lo han sido los diferenciales inflacionarios entre países. En 1994 los siete países más industrializados (G7) tuvieron una inflación del 2.2 por ciento medida por el índice de precios al consumidor (IPC) y de 1.7 por ciento, medida por el deflactor del PNB. Tales niveles son los más bajos en 30 años. En el cuadro 1, como en la gráfica 1, se aprecia esta tendencia experimentada desde inicios de la década de los setenta. La misma tendencia se puede observar sin diferencia del indicador que para ello se utilice, ya sea el deflactor del PNB o el IPC. Naturalmente que esta caída en los niveles inflacionarios trae implícita una reducción en los diferenciales de inflación nacional, como se aprecia en la gráfica 2. Este control del crecimiento de los precios en los países industrializados ha llevado a que, incluso, se hable de la desaparición de la inflación (Bootle, 1996).

En los países en desarrollo la existencia de esta tendencia también es un fenómeno comprobable aunque puede ser cuestionado por no ser general para todos los países y para todos los años. Medida por el IPC promedio anual para el conjunto de estos países se aprecia un crecimiento paulatino y constante de esta tendencia (gráfica 1). La excepción son los años 1986 y 1991 en que ocurre una importante reversión. Aunque similar para todos los países en desarrollo esta tendencia presenta grandes diferencias regionales. Entre 1990 y 1994 el nivel anual promedio de crecimiento de los precios en los países de África fue 26.2 por ciento y para los de Oriente Medio y Europa fue de 26 por ciento. Los países de Asia experimentaron el nivel promedio más bajo con 8 por ciento mientras los de América tuvieron el más alto con 23.2 por ciento. Sin embargo, medida por la mediana del IPC el resultado es totalmente diferente. Como se aprecia en la gráfica 1 la dirección de tendencia es similar a la experimentada por los países del G7 aunque su nivel sea permanentemente más alto y su caída menos pronunciada. Aparece claro, entonces, que el abultamiento excesivo del índice promedio general para todos estos países es fuertemente influenciado por un número reducido de países, particularmente de América Latina.

Gráfica 1. Tendencias de la inflación en G7 y en países en desarrollo



Fuente: Cuadro 1.

Cuadro 1. Tasas de Inflación mundiales

Años	Mundo &	G/7 Def PIB	G7/I PC	EUA/I PC	UE*/ IPC	Japón/I PC	EUA- UE	EUA- Jap	UE- Jap	PMD/I PC	PMD/I PC Mediana**
1973	9,4	7,2	7,6	6,2	9,2	11,8	-3,0	-5,6	-2,6	11,3	13,2
1974	15,3	11,6	13,2	11,0	15,0	24,4	-4,0	-13,4	-9,4	17,0	20,2
1975	13,6	10,7	10,8	9,1	13,9	11,8	-4,8	-2,7	2,1	18,8	13,3
1976	10,7	7,0	7,8	5,7	11,7	9,3	-6,0	-3,6	2,4	16,8	9,7
1977	11,1	7,2	7,9	6,5	11,8	8,0	-5,3	-1,5	3,8	21,9	11,3
1978	9,4	7,3	6,9	7,6	9,2	3,8	-1,6	3,8	5,4	18,7	9,8
1979	12,4	8,2	9,2	11,3	10,7	3,6	0,6	7,7	7,1	21,5	11,5
1980	17,3	9,3	12,1	13,5	13,4	8,0	0,1	5,5	5,4	27,1	14,5
1981	15,9	8,5	9,9	10,4	12,0	5,0	-1,6	5,4	7,0	25,8	13,0
1982	14,5	7,0	6,9	6,1	10,7	2,7	-4,6	3,4	8,0	25,4	10,4
1983	14,7	4,7	4,4	3,2	8,5	1,9	-5,3	1,3	6,6	32,7	9,4
1984	14,7	4,1	4,4	4,4	7,2	2,3	-2,8	2,1	4,9	38,5	10,2
1985	15,1	3,3	3,8	3,5	5,8	2,1	-2,3	1,4	3,7	40,6	8,2
1986	11,7	3,0	2,6	2,0	3,8	0,6	-1,8	1,4	3,2	31,4	7,2
1987	14	2,9	2,8	3,7	3,6	0,1	0,1	3,6	3,5	33,3	7,5
1988	20,8	3,3	3,2	4,1	3,8	0,7	0,3	3,4	3,1	50,9	8,3
1989	27,1	4,3	4,3	4,8	5,0	2,3	-0,2	2,5	2,7	59,7	9,4
1990	29,2	4,3	4,8	5,4	4,5	2,8	0,9	2,6	1,7	62,5	10,0
1991	18,1	4,3	4,3	4,2	5,4	3,3	-1,2	0,9	2,1	33,3	11,9
1992	18,3	3,1	3,2	3,0	4,4	1,7	-1,4	1,3	2,7	35,3	9,9
1993	19,6	2,6	2,8	3,0	3,7	1,3	-0,7	1,7	2,4	42,5	8,9
1994	23,6	2,0	2,2	2,6	3,4	0,7	-0,8	1,9	2,7	48,0	11,3

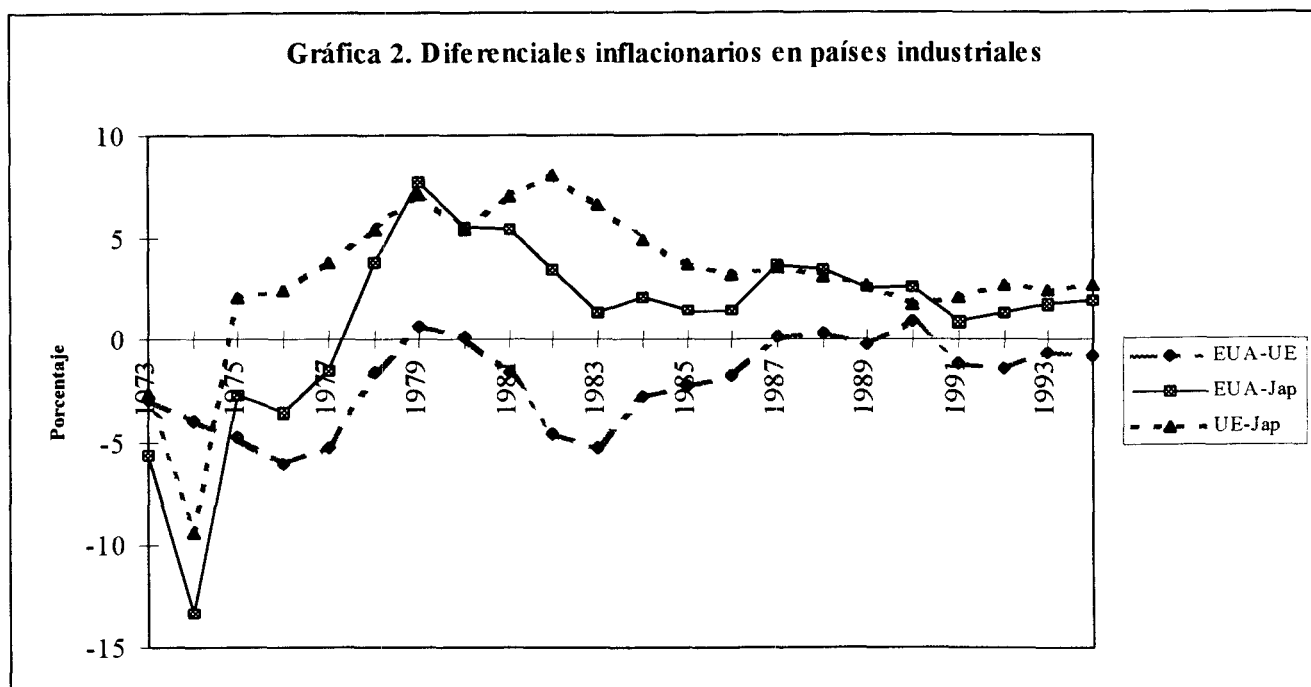
Fuente: Fondo Monetario Internacional. PERSPECTIVAS DE LA ECONOMIA MUNDIAL, varios números.

&amp; Incluye países de Europa del Este

\* Eurostat. EUROPEAN ECONOMY, varios números.

\*\* 1973-1976 calculado con datos de PEM 1983, p. 172





Fuente: Cuadro 1.

Este buen comportamiento generalizado de los precios, según la teoría convencional aceptada de la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA) debe contribuir a una mayor estabilidad del sistema de tipos de cambio (IMF, Dec. 1994). Ello debe ocurrir por la reducción que se da de los diferenciales inflacionarios entre países, los cuales han sido aceptados como el factor central de las tensiones en la paridad nominal entre dos monedas. Una política monetaria exitosa en el control inflacionario debe, por tanto, ser exitosa en proporcionar estabilidad cambiaria con lo cual se establece que la relación entre los precios de distintos países responde a una relación directa entre la política monetaria y la política cambiaria. Según esta teoría un país con alta inflación verá su moneda depreciarse ( $\Delta e$ ) con relación a la de sus socios comerciales en una cantidad similar a la del diferencial entre la inflación interna ( $\Pi$ ) y la externa ( $\Pi^*$ ); es decir, el cambio en paridad equivale al diferencial inflacionario:

$$\Delta e = \Pi - \Pi^*$$

En consecuencia, si las diferencias inflacionarias, particularmente entre los países industriales, se han venido reduciendo, entonces, igualmente se han venido eliminando una de las principales fuentes de presión para movimientos en las paridades nacionales.

El gran conflicto, en la actualidad es que esta parte del planteamiento teórico convencional no es confirmado por la experiencia de los años recientes. Los diferenciales inflacionarios entre países han sido reducidos pero la tensión en el mercado cambiario no ha desaparecido. La estabilidad de precios se ha logrado pero no ocurre lo mismo con la estabilidad cambiaria. Los tipos de cambio no han experimentado la misma suerte de tendencia hacia una mayor estabilidad o hacia una desaparición de su volatilidad. De hecho, las tasas de cambio flexibles han mostrado una volatilidad no imaginada por sus defensores, como Friedman o Johnson, en la década de los sesenta.

La flexibilidad cambiaria que se ha requerido para lograr esta convertibilidad ha sido dogma en la teoría como en la práctica desde el inicio de la década de los setenta. No obstante, el régimen flexible no ha sido perfecto. En los hechos se ha impuesto una flexibilidad sucia al hacerse necesaria la intervención para mantener las monedas nacionales dentro de los límites de flexibilidad deseados. Esta manera de funcionamiento de la flexibilidad permite caracterizar esta experiencia cambiaria por dos subperiodos. El primero de 1971 a 1985 en que se dio el Acuerdo del Plaza y el segundo de 1985 en adelante. Es en el primer tramo que los mercados ejercieron una flexibilidad que desbordó cualquier expectativa de volatilidad previa. En la gráfica 3 se aprecian los tres ciclos experimentados por el dólar frente al Marco Alemán, el Franco Francés y la Libra Esterlina en el periodo 1973:III a 1988:I.

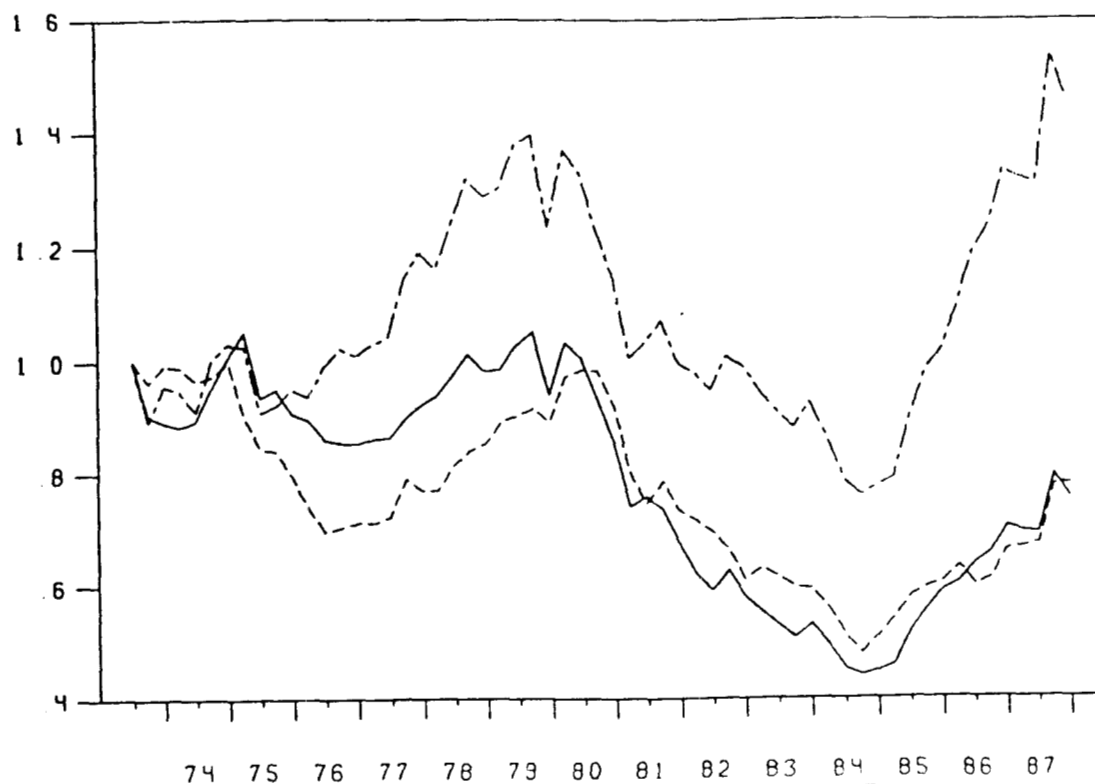
De acuerdo a Engel y Hamilton (1989) entre el principio de 1977 y el fin de 1979 las principales monedas se apreciaron frente al dólar: el DM ganó 33 por ciento, el FF 21 por ciento y la Libra 26 por ciento. En los siguientes cinco años el dólar se fortaleció a tal grado que las tres monedas Europeas cayeron entre el 60 y el 90 por ciento. Nuevamente de 1985 a fines de 1987 las monedas Europeas se fortalecieron frente a la divisa Estadounidense entre 50 y 70 por ciento.<sup>1</sup> No obstante, el dólar continúa manteniendo el lugar de privilegio aunque su papel como moneda central del sistema se ha reducido significativamente. Es ahora historia universal el hecho de que el dólar fue el único medio de pago de transacciones internacionales en la etapa inicial del sistema de Bretton Woods.

---

<sup>1</sup> Múltiples explicaciones se han dado de esta volatilidad del dólar, especialmente del ciclo 1980-1985. Frankel (1988) y Feldstein (1986) la postulan como efecto de las políticas monetaria y fiscal de los Estados Unidos; Summer (1984) la relaciona a los más bajos niveles de impuestos al capital y Dooley y Isard (1985) la ven como consecuencia del efecto "Safe heaven".

La intención de controlar este comportamiento volátil es el factor que define el segundo subperiodo. En el se perfila un régimen cambiario administrado a fin de dar mayor disciplina al mercado. La coordinación de políticas nacionales y la efervescencia de los mecanismos de "zonas objetivo" constituyen la esencia del debate (Williamson y Miller, 1987) mientras en la práctica se buscan mecanismos que estabilicen los mercados. El principio de la flexibilidad intervenida se vuelve respetable aunque se cuestiona su efectividad (Williamson, 1993).

Gráfica 3. Ciclos del dólar frente al Marco, el Franco y la Libra.



Fuente: Engle y Hamilton, 1989, p. 47.

Contrario a todas las previsiones hechas la volatilidad cambiaria en el régimen de tipos de cambio flexible, ha sido excesiva (Osler, 1994; Becketti y Sellon, 1989; Bonser-Neal, 1996; Engel y Hakkio, 1993; Hakkio, 1984). El propio Gerente General del FMI reconoce a la inestabilidad

cambiaría como uno de los factores críticos para el futuro del sistema monetario internacional (Camdessus, FMI Boletín, 6 junio 1994). Cálculos de la OECD, que se recogen en el cuadro 2, permiten apreciar el incremento en volatilidad que ocurrió entre 1960 y 1994. Estos datos apuntan a un crecimiento de la volatilidad a partir de 1970 pero es en la década de los ochenta cuando la variabilidad alcanza su máximo nivel. La diferencia en la magnitud de la volatilidad entre los años sesenta y los ochenta es superior al 400 por ciento.

<b>Cuadro 2. Volatilidad de los tipos de cambio</b>	
Desviación estándar de cambios porcentuales promedio	
1960-69	0,4
1970-79	1,3
1980-85	1,7
1986-89	1,7
1990-94	1,6

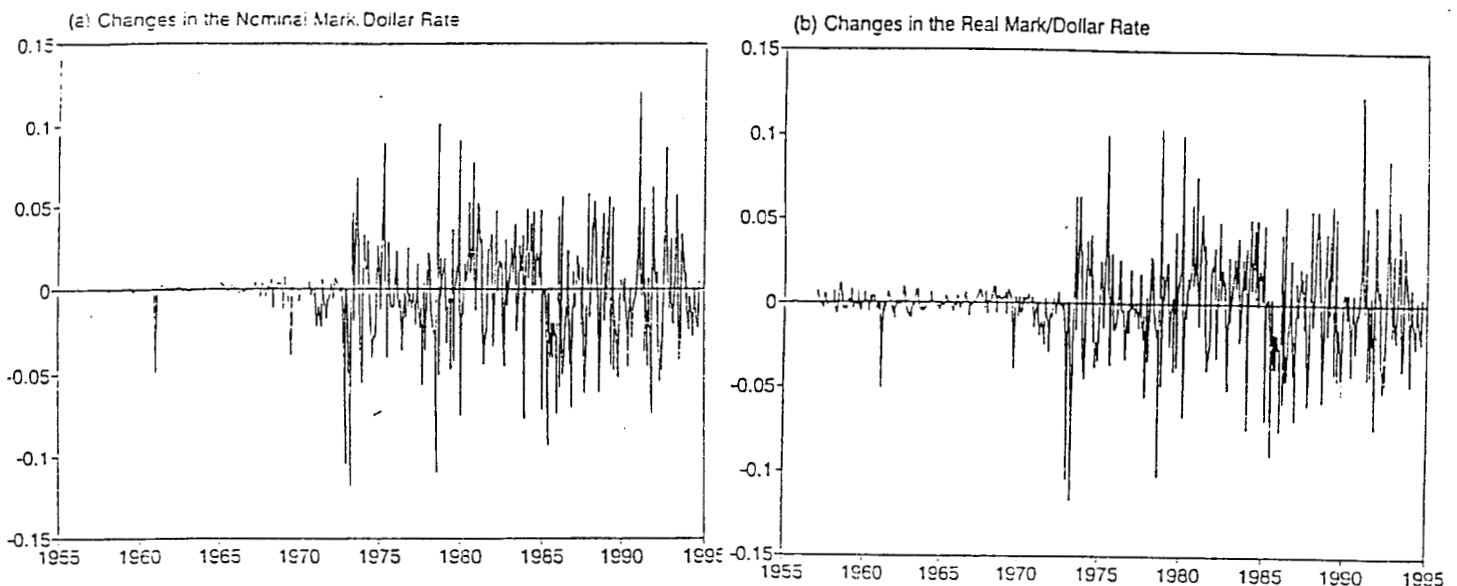
Fuente: OECD (Citado en The Economist  
Febrero 3, 1996, p. 61)

La mayor volatilidad cambiaria del régimen flexible durante los años ochenta es confirmada en diferentes fuentes. Osler asegura que "La volatilidad del dólar fue aproximadamente 13.1 durante los veinte años que siguieron al advenimiento de las tasas flotantes en 1973 (usando un tipo de cambio promedio ponderado de intercambio) entre los Estados Unidos y sus principales socios comerciales lo cual es mucho más alto que el 0.6 del periodo 1960-1972, esto es de la última década de los tipos de cambio fijos".<sup>2</sup> Becketti y Sellon concluyen categóricamente que "La volatilidad cambiaria ha sido considerablemente más alta durante el sistema de tipos de cambio flexibles que bajo el sistema previo a 1973 de tasas de cambio fijo. Además, la volatilidad cambiaria durante los ochenta ha sido generalmente mayor que en los primeros años del régimen de flotación" (p. 28).

En la gráfica 5 se aprecia un fenómeno parecido para el tipo de cambio dólar/libra esterlina al observar que a partir de los setenta el patrón de comportamiento muestra una volatilidad no conocida anteriormente.

Evidencia adicional presenta Frankel para la relación bilateral entre el dólar y el marco, como se aprecia en la gráfica 6. El cambio en el régimen de paridades fijas a flexibles a inicios de los setenta significó un comportamiento más volátil de la paridad entre estas dos monedas, tanto en términos nominales como reales.

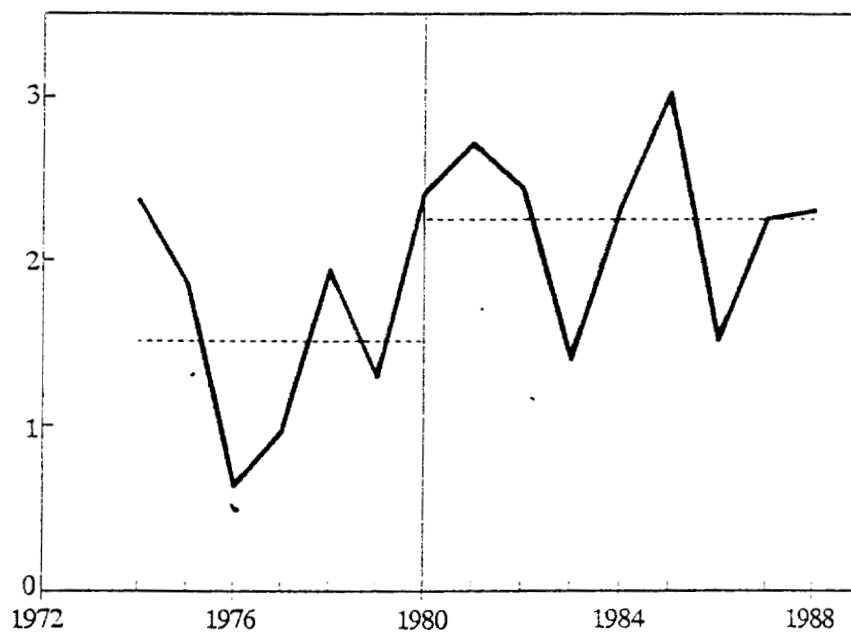
Gráfica 6. Volatilidad de la paridad dólar-marco alemán



Fuente: Frankel, 1996, fig. 5.

La evidencia que presentan Engel y Hakkio es particularmente relevante por que se refiere a las principales monedas pertenecientes al Sistema Monetario Europeo cuyo objetivo ha sido reducir el grado de volatilidad. Como se observa en la gráfica 7 el grado de volatilidad ha sido a menudo superior al que se considera normal llegando incluso a niveles de variación catalogados como extrema.

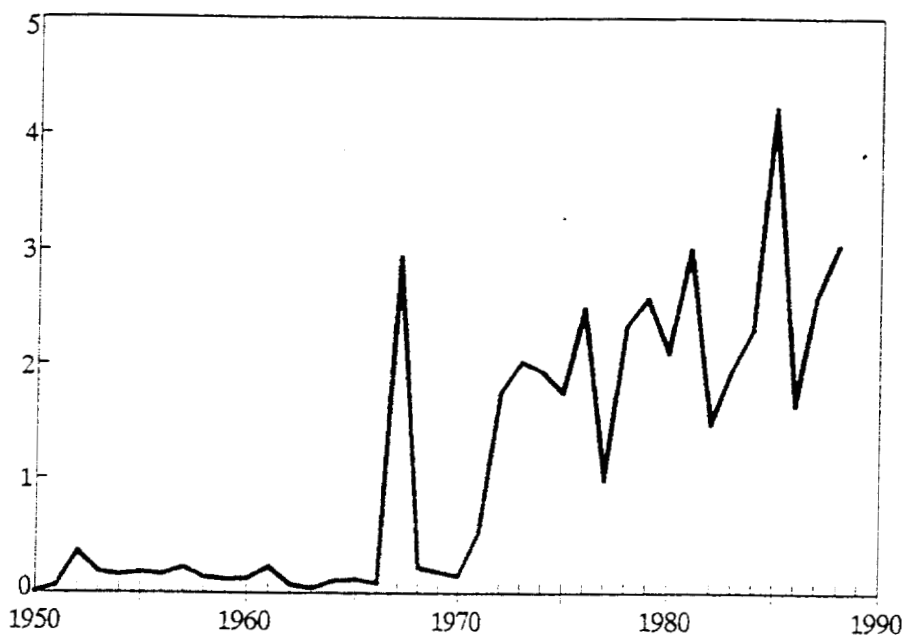
Gráfica 4. Volatilidad del dólar, 1974-1988



Fuente: Beckett y Sellon, 1989, p. 26.

Esta conclusión se puede visualizar en la gráfica 4 que muestra que el valor ponderado de intercambio del dólar entre 1974 y 1988 tiene un nivel promedio de volatilidad mayor en los años ochenta que en los setenta.

Gráfica 5. Volatilidad de la paridad dólar-libra esterlina, 1950-1988



Fuente: Beckett y Sellon, 1989, p. 25.

<sup>2</sup>Osler, op. cit., 1994, p 3.

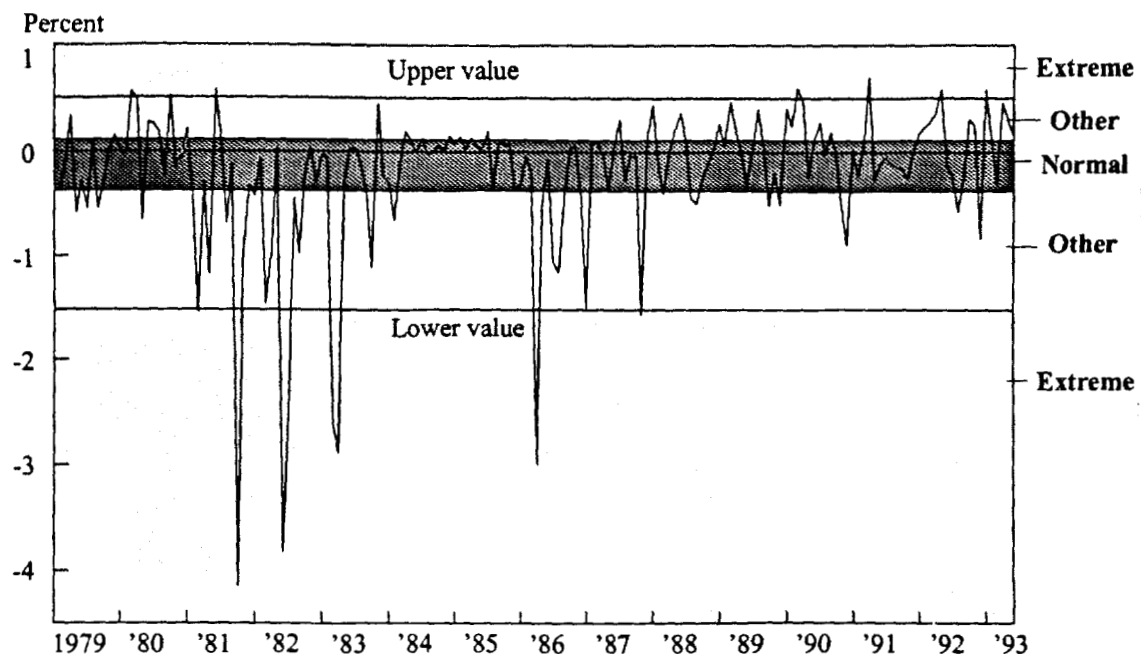
flexibilidad. Sin embargo, el grado de flexibilidad que han llegado los mercados tampoco parece positivo. La volatilidad del precio de las divisas parece ir más allá de la flexibilidad que el sistema requiere. Los esfuerzos, en la elaboración teórica como en la elaboración de política económica, han ido en la dirección de encontrar mecanismos que permitan eliminar la no deseada volatilidad sin eliminar la necesaria flexibilidad. Estos esfuerzos han sido, poco exitosos aunque han inducido a argumentar que hay poca claridad sobre cuáles son los efectos negativos de la excesiva volatilidad.

Los resultados de Frankel y Wei (1995) son instructivos en este aspecto. Ellos sostienen que el efecto negativo de la fluctuación cambiaria sobre el comercio, la cual debe considerarse como la más grave consecuencia, fue mayor en los años sesenta y setenta que en los ochenta que ha sido el periodo de mayor volatilidad. La implicación es que el comercio internacional se ve más afectado por tipos de cambio fijos que por tipos flexibles. Este resultado lo explican ellos en dos formas. Uno es que puede ser consecuencia de que los agentes económicos han aprendido a defenderse de la volatilidad por medio del arbitraje. Implica ello que los agentes han aprendido a convivir con la volatilidad, y aún más, podría argumentarse que han aprendido a sacar provecho de ella. Otra explicación posible es que podría ser un problema del método de cálculo por la simultaneidad en la estimación de los indicadores cuando ésta se hace usando el método de regresión de mínimos cuadrados. Estos resultados se ven confirmados por la evidencia resumida recientemente por Goldstein (1995), que apunta a demostrar que la volatilidad cambiaria no ha sido del todo negativa sobre el comercio.

La hipótesis que se ha postulado como la más viable es que la excesiva variabilidad cambiaria tiene que enfocarse más por el lado de cómo esta volatilidad implica un incremento en el nivel de riesgo que se introduce en la economía, lo cual afecta la toma de decisiones y por lo tanto impacta a los mecanismos de formación de expectativas, más particularmente afecta los sesgos que se pueden crear en la formación de expectativas, con lo cual se empuja a la especulación. Este sesgo, que ha sido ampliamente documentado, se refleja claramente en el mercado de tipo de cambio adelantado lo cual hace a Frankel observar que, "el descuento adelantado apunta en la dirección equivocada como un pronosticador del tipo de cambio" (1996, p. 16). La interpretación general de este sesgo es que ha sido un premio por el riesgo existente en el mercado de cambios. Evidencia reciente, presentada por Engel (1995), tiende a descartar esta opción.

Este comportamiento discordante que ha aparecido entre el nivel de precios nacionales, que ha paulatinamente tendido a una mayor estabilidad, y el nivel de los tipos de cambio, que ha tendido paulatinamente a una mayor inestabilidad, aparece como un hecho contradictorio a los postulados de la teoría económica convencional. Esta paradójica situación es el punto de partida de esta disgresión entre globalización y eficiencia en los mercados financieros.

Gráfica 7. Volatilidad de la paridad franco francés-marco alemán



Fuente: Engel y Hakkio, 1993, p. 45.

### 1.1 Implicaciones y consecuencias: La relación rendimiento-riesgo

En el debate original de la década de los sesenta sobre tipos de cambio fijos o flexibles un punto central de discordia fue el asunto de la estabilidad. Este punto, tres décadas más tarde, retiene una pertinencia central, como se puede deducir de la problemática presentada. La teoría convencional postula la flexibilidad de los precios como el mecanismo fundamental de la dinámica de ajuste que permite que los mercados se muevan hacia el equilibrio. En esta perspectiva se postula que la rigidez de los tipos de cambio no es positiva por lo cual se acepta la necesidad de su



La implicación de este fenómeno parece ser clara: la relación entre la variación interna de precios y el valor internacional de las monedas ha sido modificada. La consecuencia de ello es que la política monetaria nacional parece tener, ahora, menor alcance sobre la estabilidad del tipo de cambio que sobre la estabilidad de precios. Ello implica una modificación en los canales de transmisión de la política monetaria que hace que ésta no cumpla con parte del cometido sobre estabilidad monetaria: si bien contribuye al control inflacionario no contribuye igualmente a la estabilidad cambiaria.

El nuevo entramado de dependencias y de cambios institucionales que han tenido un efecto significativo en alterar las relaciones tradicionales entre la economía real y la monetaria encuentran un factor explicativo en el acelerado crecimiento de los flujos de capital con los que se cobija la globalización financiera.

## **2. La magnitud de las corrientes de capital**

Los flujos internacionales de capital han experimentado un crecimiento sin precedente en las últimas dos décadas. Este es un hecho sobre el que pueden existir pocas dudas aunque la magnitud exacta de las corrientes deja lugar a mayores interrogantes. Especialmente conflictivas son las diferencias entre fuentes de información pero más paradójico aún es que publicaciones alternas de una misma institución presentan datos e información incompatibles entre sí. También se debe estar consientes que la información que se tiene de los flujos de capital que cruzan las fronteras dentro del sector bancario es cuestionable pero aún más cuestionable es la magnitud de los que ocurren al margen del sistema bancario.<sup>4</sup> No obstante, los datos que se tienen permiten hacer evidente la magnitud de estos flujos y quizás más importante el avance de su crecimiento.

El tipo de flujos que se considere, como pueden ser la inversión directa, la inversión de portafolio, los préstamos bancarios de largo plazo, privadas u oficiales, y los no bancarios de corto o largo plazo, constituye una causa de las divergencias sobre la exactitud de los montos; otra causa puede ser la información proporcionada por los usuarios. Las deficiencias ocurren, según lo

---

<sup>4</sup> Un elemento que apunta a este hecho es el crecimiento que ha tenido el rubro de "errores y omisiones" de la balanza de pagos en los últimos años.

En el contexto de este comportamiento de los mercados cambiarios el argumento de la teoría económica convencional de que los tipos de cambio están determinados por los flujos de bienes y de servicios; es decir, por los factores fundamentales del intercambio comercial, no es plenamente aceptable.<sup>3</sup> La premisa de la que se parte para este rechazo de la convencional postura es que los cambios estructurales que han ocurrido en la economía internacional en su tendencia hacia un mercado global han modificado la relación entre el rendimiento esperado y el riesgo con lo cual se ha alentado un desacoplamiento entre la economía real; la de la producción y circulación de bienes y servicios, y la economía simbólica; la del dinero, el crédito, el capital, los tipos de cambio y los movimientos de estas formas de la moneda que prefiero denominar como economía monetaria (Drucker, 1986).

La razón central de este nuevo comportamiento tiene que encontrarse en el nacimiento de un funcionamiento más independiente de la economía monetaria respecto de la real que favorece a la especulación financiera. Los flujos de capital han adquirido un dinamismo propio que paulatinamente los ha desvinculado de los flujos de bienes y de servicios. En estas condiciones el precio de las divisas tiene menos que ver con el intercambio comercial y más con los flujos de capital lo cual significa que tiene que ver menos con los factores fundamentales de la economía. Los mercados de cambio han llegado así a ser un fin en sí mismos, como Ohmae apunta "este mercado obedece sus propias reglas y despliega sus formas autónomas y distintas de comportamiento" (1990, p. 157). El régimen cambiario se ha convertido en una oportunidad de inversión independiente.

La magnitud que han alcanzado los flujos, el uso de una amplia variedad de instrumentos financieros y la proliferación de una gran variedad de usuarios institucionales al operar sobre la elasticidad de sustitución de los activos financieros, con el propósito exclusivo de obtener ganancias financieras afectan la relación rendimiento esperado y riesgo. Ello repercute directamente sobre la eficacia del mercado de cambios, pero en general repercute sobre los mercados financieros. Dado que la política monetaria trabaja por sus efectos sobre el tipo de cambio, el hecho de que sus canales de transmisión sufren alteraciones adquiere gran relevancia. (BIS, 1986; Freedman, 1989; Mortiner Lee, 1990; O'Brien, 1992).

---

<sup>3</sup> La determinación cambiaria sobre la base de los factores fundamentales no ha sido económicamente demostrada, como apuntan los trabajos de Meese y Rogoff (1983), Campbell y Clarida (1987), Frankel y Rose (1995).

encontraban alrededor de los mil millones de dólares en 1992<sup>5</sup> se tiene que esto significa que apenas alcanzan a igualar el movimiento global de capital que ocurre en un día.

Estos flujos anuales permitieron que, en el sistema de bancos que reportan al BIS,<sup>6</sup> los activos internacionales acumulados casi se triplicaran en una década, como se aprecia en el cuadro 4, al pasar de 3,221.1 MMD a 9,223 MMD entre 1986 y 1995. La composición esta dada por activos externos y activos locales en moneda extranjera cuya distribución favorece a los primeros en una relación que va de 1 a 3 en 1986 a una de 1 a 6 en 1995 como lo muestra el cuadro 4.

**Cuadro 3. Flujos de capital: principales países industriales (1)**

Miles de millones de dólares, promedios anuales

	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993	1994	1991-94
Salidas (2)	153,7	231,1	678,9	510,8	543,6	975,7	725,8	689,0
Como porcentaje de PNB(%)	3,0	2,9	5,4	3,3	3,2	5,3	3,6	3,9
Como inversión de cartera(%)	13,8	27,5	26,9	52,3	44,9	43,5	32,0	43,2
Como inversión directa(%)	24,0	16,0	22,0	33,2	29,0	16,4	25,6	26,1
Estados Unidos	43,3	44,1	77,4	96,9	82,5	125,4	164,3	117,3
Japón (3)	15,4	53,5	242,2	117,2	25,4	65,0	162,0	92,4
Europa Occidental (4)	95,0	133,5	359,2	296,7	435,7	783,3	399,5	478,8
Entradas	168,2	270,7	745,6	510,4	557,6	941,8	635,7	661,4
Como porcentaje de PNB(%)	3,3	3,4	5,9	3,3	3,3	5,1	3,2	3,7
Como inversión de cartera(%)	15,7	25,2	22,8	69,4	54,8	55,2	27,6	51,8
Como inversión directa(%)	13,8	12,3	15,6	19,8	15,2	9,4	19,4	16,0
Estados Unidos	33,6	100,0	177,7	82,1	108,2	160,7	278,2	157,3
Japón	15,2	30,3	178,3	27,2	-93,5	-43,0	30,8	-19,6
Europa Occidental (4)	119,4	140,4	389,6	401,1	542,9	824,1	326,6	523,7

Notas. (1): Excluye movimientos monetarios oficiales, (2): Incluye errores y omisiones

(3): Incluye capital neto de corto plazo del sector no bancario; (4): incluye flujos intra-regionales

Fuente: BIS, 65th ANUAL REPORT, datos de Table VI.3, p. 129.

<sup>5</sup> Cantidad que corresponde a los depósitos oficiales de bancos que reportan al BIS (1994, p. 161).

<sup>6</sup> Estos son los bancos que residen en los países del Grupo de los Diez más Luxemburgo, Austria, Finlandia, Islandia, Noruega, España, Bahamas, Bahrein, las Islas Caimán, Hong-Kong, las Antillas Holandesas y Singapur y los bancos Off-Shore de Panamá. También se consideran del área posiciones en Aruba, Barbados, Bermuda, Líbano, Lebanon, Vanuatu y las Islas Británicas Occidentales.

afirma el Fondo Monetario Internacional en los datos estadísticos “porque estos no se declaran como es debido”. (FMI, 1994, p. 28).

El monto de las corrientes de capital entre los países industriales ha crecido constantemente desde finales de la década de los años sesenta pero desde el segundo quinquenio de la década de los ochenta que alcanza magnitudes extraordinarias. Como se aprecia en el cuadro 3, cuya fuente es el Banco de Pagos Internacionales (BIS, siglas en inglés) tanto las salidas como las entradas de estos flujos han crecido de cerca de los 150 mil millones de dólares (MMD) anual promedio en la segunda mitad de los años setenta a alrededor de los 700 MMD anuales entre 1986 y 1990, hasta aproximarse al billón de dólares en 1993 aunque el promedio para 1991-1994 se mantiene cerca a los 700 MMD. Así, del tres por ciento del PNB que representaron las salidas de estos flujos entre 1975 y 1985 pasan al 5.4 por ciento entre 1986 y 1990. La entrada experimentó un cambio similar al pasar de 3.3 por ciento a 5.9 por ciento. En la distribución geográfica (cuadro 3) cabe apuntar que es Europa Occidental el área con una mayor proporción de estos intercambios, los cuales han fluctuado entre el 70 por ciento del total en 1976-80 y el 87.5 por ciento en 1993.

Es evidente que en los años noventa este crecimiento experimenta un relativo estancamiento que se refleja claramente en la pérdida de importancia relativa frente al producto nacional. Así del 5.4 por ciento del PNB que llegaron a representar estas corrientes en la segunda mitad de los ochenta esta proporción se reduce a un promedio del 3.8 por ciento anual entre 1991-1994.

Fuentes del FMI afirman que "La propiedad de valores extranjeros totales brutos en los Estados Unidos, Europa y Japón crecieron de 800 MMD en 1986 a 1.3 billones de dólares (BD) en 1991, mientras que la propiedad transnacional de títulos y valores comerciales se estima en alrededor de 2.5 BD" (Goldstein, et al, abril 1993, p.2).

Como se aprecia los montos exactos varían pero las tendencias son las mismas. Promediando estas fuentes parecería ser que el movimiento diario total en los mercados se encuentra alrededor de los mil millones de dólares. Dado que las reservas monetarias mundiales se

internacionales sobre los nacionales, lo cual permite afirmar que los activos nacionales se hacen obsoletos ante la liberalización de los mercados que se acentuó en los ochenta.

Estos activos internacionales son los que han alimentado el mercado internacional de capital que según la clasificación del BIS se definen por tres grandes componentes: el mercado internacional de préstamos bancarios, el mercado de Euro-valores y el mercado de bonos (Cuadro 5). El componente de mayor peso es el del crédito bancario que en la última década más que duplicó el crédito neto internacional acumulado al pasar de 3.2 MMD a 7.4 MMD. Sin embargo, en la última década el financiamiento internacional canalizado por estos tres mecanismos se ha movido en favor de los Eurovalores que de un monto menor al dos por ciento del mercado en 1987 creció hasta el ocho por ciento para 1995. Mientras el mercado de bonos, ha mantenido estabilidad en su proporción del mercado global de alrededor del 30 por ciento, el crédito bancario es el que ha sufrido una merma en su participación al pasar del 68.1 al 62.3 por ciento en esta última década. Es evidente que el componente del mercado de mayor dinamismo es el de los Eurovalores que en el mismo periodo creció por un factor de 11 veces.

En términos netos estas corrientes de capitales no tienen las dimensiones gigantescas que aparecen en las corrientes brutas. Los flujos netos, sin embargo, no son, bajo estándar alguno, pequeños. La tendencia general de 1980 a 1990 es de crecimiento para después prácticamente desplomarse, como el cuadro 6 y la gráfica 8 lo indican. El financiamiento internacional neto, por ejemplo, alcanza su pico en 1990 con 550 MMD lo cual implica que en la década de los ochenta se triplicó el monto anual de estos flujos. Posteriormente sufre una merma que aún para 1994 no pudo recuperar el nivel de 1990 aunque llegó cerca de hacerlo. El componente bancario ha experimentado una situación más complicada ya que su desplome es total desde 1990 al pasar de 465 MMD en ese año a 60 MMD el año siguiente. La tendencia de las Euronotas manifiesta aquí su dinamismo de crecimiento con un nivel de 192 MMD en 1995 luego de ser sólo 5 MMD en 1984. Este es un crecimiento de 34 veces aunque es a partir de 1990 que se acelera el ritmo de crecimiento, precisamente cuando se desploma el mercado tradicional de préstamos bancarios. La importancia que han adquirido las European Medium Term Notes (EMTN), especialmente las denominadas en Yen, responden por este fenómeno de crecimiento. El mercado internacional de bonos presenta un comportamiento menos estable aunque con una tendencia de crecimiento que alcanza en 1989 su máximo nivel con una emisión de 170 MMD. En los noventa su

**Cuadro 4. Acervos internacionales de bancos que reportan al BIS**

(Miles de millones de dólares)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Activos totales internacionales (1)	3221,1	4157,2	4485,3	6163,6	7599,9	7553,0	7457,3	7738,8	8386,1
Activos extranjeros	2482,0	3322,4	3663,0	5030,7	6254,5	6250,6	6237,0	6513,5	7110,9
Activos nacionales en divisa extranjera	751,7	979,5	1019,7	1132,9	1345,4	1302,5	1220,3	1224,5	1275,3

Fuente:

Bank of International Settlements, INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS, Basilea, varios números, (1) Table 1.

**Cuadro 5. Mercado financiero internacional: activos acumulados**

(Miles de millones de dólares)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Financiamiento internacional neto total		3255,9	3547,5	3971,5	5124,7	5559,6	5644,0	5955,7	6716,7
Crédito bancario neto Internacional (1)	1770,0	2220,0	2390,0	2640,0	3535,0	3755,0	3780,0	3925,0	4275,0
Euro-valores netos (2)		51,9	72,1	79,2	111,2	152,9	186,8	255,3	406,1
Bonos internacionales netos (3)		984,0	1085,4	1252,3	1478,5	1651,7	1677,2	1785,4	2035,6

Fuente:

Bank of International Settlements, INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS, Basilea, varios números, (1) Table 1; (2) Table Euronotes; (3) Table international Bonds.

A mediados de los ochenta los activos locales en moneda extranjera representaban cerca del 30 por ciento del total pero para 1995 sólo constituían el 14 por ciento. Esto significa una pérdida de proporcionalidad del 50 por ciento, aunque en términos absolutos crecieron de 751 MMD a 1,297 MMD. Demuestra esto la importancia que asume la movilidad de los activos

de 11.5 MMD al final de 1980 a más de 380 MMD para 1991 como resultado de que el flujo bruto pasara de 40 MMD a 600 MMD en el mismo periodo (Takeda y Turner, 1992, p. 65).

La evidencia no deja duda de que la magnitud y el ritmo de crecimiento de los flujos de capital entre los países industriales ha alcanzado niveles sin precedente.

## 2.1 Flujos a los países en desarrollo

El movimiento de capitales hacia los países en desarrollo ha experimentado una tendencia paradójica.<sup>7</sup> Mientras en términos absolutos estas corrientes han crecido a un ritmo acelerado, especialmente en la década de los noventa, en términos relativos estos países han recibido una proporción decreciente respecto del total. En el cuadro 7, que presenta datos del FMI para los movimientos anuales desde finales de la década de los setenta, se puede apreciar la existencia cíclica de estos movimientos con una fase de crecimiento en los setenta otra de decremento en buena parte de los ochenta y una recuperación del crecimiento desde finales de los ochenta. Por ejemplo, de una entrada de 125 MMD en empréstitos externos en 1981 se pasa a una de 16 MMD en 1988. Esta restricción del crédito se vio relativamente compensada por los flujos no creadores de deuda que excepto por los años 1987-1989 muestran un crecimiento permanente. Hay que tener claro que ello se debe a la entrada de capitales privados ya que las transferencias oficiales se redujeron mayúsculamente. En conjunto, las partidas de financiamiento externo, neto y bruto, muestran las entradas significativas de capital a estos países. Se observa en el cuadro 7 que en la última década los flujos netos no creadores de deuda se cuadruplicaron al pasar de 60 a 210, mientras que los brutos prácticamente se triplicaron de 126 a 367, como también se observa que los flujos oficiales, especialmente del FMI, no sólo se han reducido sino que se tornaron negativos durante la última década. Otra fuente de la misma institución sitúa estos movimientos en 20 MMD promedio anuales entre 1982-1989 y 107 MMD promedio entre 1990 y 1994. (FMI, Feb. 1995, p. 51).<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup>Las diferencias significativas en las magnitudes de los datos de los tres cuadros que se presentan en este inciso apenas apuntan a las serias dificultades para armar series estadísticas con la información publicada.

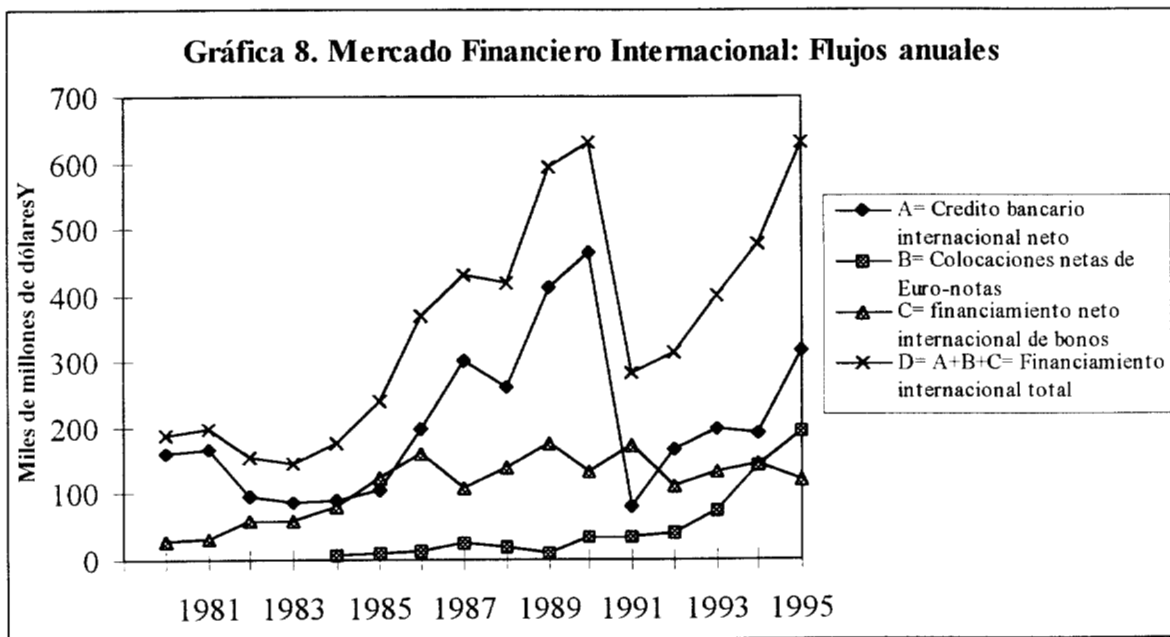
<sup>8</sup>Una fuente diferente de la misma institución planteó estos fondos, compuestos por flujos de bonos, acciones e IED en 72 MMD en 1992 y 129 MMD en 1993 (Dunaway, 1995, p. 2.)

comportamiento es de atonía sin poder recuperar una tendencia definitiva de crecimiento, como se aprecia en al gráfica 7.

**Cuadro 6: Mercado Financiero Internacional: Flujos anuales**  
(Miles de millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Movimientos bancarios totales	244.1	264.8	180.5	105.7	124.7	235.0	510.3	596.8	-436.1	684.9	608.3	-103.4	146.7	317.4	272.9
menos: redepósito interbancario	81.1	99.8	85.5	20.7	62.2	190.4	463.0	459.6	250.9	397.1	249.3	-183.3	-18.3	104.4	82.9
A= Crédito bancario internacional neto	160.0	165.0	95.0	85.0	90.0	105.0	195.0	300.0	260.0	410.0	465.0	80.0	165.0	195.0	190.0
B= Colocaciones netas de Euro-notas					5.0	10.0	13.0	23.4	19.9	8.0	33.0	32.5	40.4	73.2	140.2
Emisión total de bonos internacionales	39.4	44.0	74.3	73.8	105.6	161.9	219.6	181.1	221.6	264.7	239.8	319.7	332.6	473.3	3.73.6
menos: redenciones y recompras	11.4	12.0	15.8	15.5	24.6	38.9	59.3	73.3	82.5	89.6	107.7	149.3	223.5	306.8	228.1
C= financiamiento neto internacional de bonos	28.0	32.0	58.5	58.0	81.0	123.0	160.3	107.8	139.1	175.0	132.1	170.5	109.0	130.6	145.5
D= A+B+C= Financiamiento internacional total	188.0	197.0	153.5	143.0	176.0	238.0	368.3	431.2	419.0	593.1	630.1	282.9	314.4	398.7	475.7
menos doble conteo	8.0	70.0	8.5	13.0	31.0	58.0	78.3	51.2	69.0	78.1	80.1	37.9	69.4	128.7	65.7
E = Financiamiento internacional neto total	180.0	190.0	145.0	130.0	145.0	180.0	290.0	380.0	350.0	515.0	550.0	245.0	245.0	270.0	410.0

Fuente: BIS. INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS. Varios números.



Fuente: Cuadro 6.

En el ámbito de países individuales el caso de Estados Unidos es ejemplar. Este es un país receptor de capital cuya entrada de flujos se incremento de un “promedio anual de 2 MMD (0.1 por ciento del PNB) en 1970-1972 a un promedio de 139 MMD al año (3 por ciento del PNB) entre 1985 y 1988 antes de caer a 65 MMD al año (1.25 por ciento del PNB) al inicio de los noventa” (Mussa et al, 1994, p. 13). La experiencia Japonesa es prácticamente la inversa en el sentido que este país se convierte en un exportador de capital. El flujo neto hacia el exterior creció



**Cuadro 7. Países en desarrollo: flujos de capital, 1978-1995**

	1978	1980	1981	1984	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Déficit en cuenta corriente	34,5	-27,9	49,1	33,6	46,4	4,4	15,9	10,6	4,9	83,0	67,4	101,9	67,3
Total, financiamiento externo (neto) <sup>4</sup>				60,7	73,6	46,6	32,3	63,3	96,2	121,0	141,0	203,7	171,8
Financiamiento externo (bruto) <sup>11</sup>				126,4	160,6	144,3	128,0	151,1	190,2	216,5	256,0	322,0	301,5
Flujos no creadores de deuda (neto)	17,8	23,7	21,7	22,7	23,0	11,9	20,1	19,5	31,9	36,2	55,7	85,1	79,0
Transferencias de capital <sup>1</sup>	8,3	12,4	7,3	8,9	13,2	-1,3	2,0	1,9	13,8	3,5	0,9	5,7	2,7
Inversión directa y otros flujos	9,5	11,3	14,3	13,8	9,8	13,2	18,1	17,6	18,0	32,7	54,8	79,4	76,3
Crédito y préstamos del FMI (neto) <sup>5</sup>	-0,6	1,5	6,5	4,2	-2,2	-4,7	-4,1	-1,5	-1,9	1,1	-0,2	-0,1	-0,8
Empréstitos externos (neto) <sup>6</sup>	61,7	90,9	125,8	34,2	52,3	39,2	16,3	45,4	66,3	83,6	85,5	118,8	93,5
Préstamos de acreedores oficiales <sup>7</sup>	16,5	25,4	27,9	35,6	33,0	20,2	17,5	20,8	7,9	20,2	4,3	20,0	4,3
Préstamos de bancos <sup>8</sup>	29,2	19,7	98,3	10,6	6,9	20,2	-4,4	5,6	4,2	21,5	21,0	25,1	-17,8
Otros préstamos <sup>9</sup>							3,2	19,0	54,2	41,9	60,3	73,7	107,1
Empréstitos externos (bruto) <sup>11</sup>				99,9	139,3	136,8	112,0	133,2	160,3	179,2	200,5	237,5	223,3

Fuentes: FMI, World Economic Outlook. 1978 y 1980: abril de 1986, table A40; 1981: abril de 1989, table A40; 1984: octubre 1992, table A40. FMI, Perspectivas de la Economía Mundial. 1986: octubre de 1994, cuadro A32; 1987: mayo de 1995, cuadro A33; 1988-1995: mayo de 1996, cuadro A33.

**Cuadro 8. Países en desarrollo: Distribución geográfica de los préstamos de bancos que reportan al BIS**

Millones de dólares

	1983		1986		1989		1990		1991		1993	
Total	2.097.868		3.277.491		5.355.259		6.254.519		6.250.578		6.513.494	
Países en desarrollo	435.104	20,74%	485.313	14,81%	498.076	9,30%	503.757	8,05%	518.586	8,30%	573.563	8,81%
América Latina	243.773	56,03%	256.695	52,89%	235.999	47,38%	210.248	41,74%	212.935	41,06%	225.239	39,27%
Argentina	27.377	6,29%	28.936	5,96%	32.622	6,55%	30.766	6,11%	31.282	6,03%	29.628	5,17%
Brasil	71.172	16,36%	76.889	15,84%	71.186	14,29%	66.997	13,30%	61.428	11,85%	68.093	11,87%
México	71.955	16,54%	74.520	15,36%	70.187	14,09%	55.994	11,12%	65.064	12,55%	69.721	12,16%
Medio Oriente	58.581	13,46%	61.074	12,58%	74.558	14,97%	74.587	14,81%	66.129	12,75%	74.897	13,06%
África	37.778	8,68%	47.125	9,71%	46.025	9,24%	48.909	9,71%	45.943	8,86%	39.795	6,94%
Asia	94.972	21,83%	120.419	24,81%	141.494	28,41%	170.013	33,75%	193.579	37,33%	233.632	40,73%

Fuente: Datos de BIS, INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS, varios números, 1983 Table 4A, 1986-1995 Table 5A.

Esta tendencia de crecimiento de los montos absolutos, aunque exclusivamente para préstamos de bancos que reportan al BIS, se aprecia igualmente en el cuadro 8. El total de préstamos pendientes creció en 60 por ciento al pasar de 435.1 MMD en 1983 a 717.9 MMD en 1995. Sin embargo, como proporción del total de los préstamos de estos bancos estos montos han reducido su participación. De constituir el 20.74 por ciento en 1983 se contrajeron hasta el 8.05 por ciento en 1990 aunque luego aumentaron hasta alcanzar el 9.30 por ciento en 1995. Igualmente relevante es el cambio en la distribución geográfica de estos flujos en que los países del continente asiático han sido los beneficiados al obtener en 1995 el 51.3 por ciento de estos capitales luego de ser receptores del 22 por ciento en 1983. América Latina, Medio Oriente y África, por el contrario, han sufrido una contracción de su participación. Especialmente afectados han sido los países del continente americano al reducirse su participación del 56 al 33 por ciento en el mismo periodo. Argentina, Brasil y México fueron particularmente afectados por esta redistribución de fondos.

Esta tendencia negativa en la participación de préstamos bancarios se vio compensada con las corrientes de otros tipos de capitales. Como se muestra en los cuadros 7, 8 y 9 para 1993 las corrientes de bonos e inversión extranjera directa superaron abiertamente las corrientes de préstamos bancarios. Del total de flujos el rubro más importante es el de los bonos con el 37 por ciento, la inversión extranjera directa representa el 33 por ciento mientras que los préstamos alcanzan sólo el 23 por ciento. Las acciones bursátiles, con el siete por ciento, fueron el instrumento con menor participación. La participación en el mercado de bonos merece atención al haberse convertido en la fuente con mayor dinamismo en la obtención de recursos externos para un buen número de países. Así de 25 países que usaron este recurso en 1993 se pasó a 37 en 1994 no obstante que el monto recaudado sufrió una merma (Dunaway et al, diciembre 1995, p. 17). Este auge en la emisión de bonos ha llevado a que la participación de estos países en la emisión internacional de bonos creciera convincentemente. Del 7.1 por ciento de 1992 se pasa al 12.4 por ciento en 1993, aunque en el cuarto trimestre de 1993 llegó hasta el 20.1 por ciento. (Dunaway et al, marzo 1995, p. 13). En 1994 no hubo mayor variación en esta participación al ser de 12.6 por ciento (Dunaway et al, diciembre 1995, p. 17).

crecimiento ha llegado a rebasar cualquier expectativa, especialmente de 1989 en adelante.<sup>9</sup> En un documento elaborado por personal del FMI se afirma que “el mercado de divisas es el mercado financiero más grande del mundo, desde cualquier unidad de dimensión que se le aplique” (Goldstein, 1994, p. 24).

Las encuestas realizadas trienalmente por los bancos centrales de los países más importantes e integradas por el BIS en Basilea dan fe de la explosión de crecimiento de este mercado. Su volumen diario fue superior a los 660 mil millones de dólares en 1989. Comparativamente, ello implicaba que el mercado cambiario era cerca de 40 veces el valor diario promedio del comercio mundial (Turner, 1991, p.10; Borio y Van der Bergh, 1993, p. 55). Según las mismas encuestas este mercado alcanzó en 1992 los 927 mil millones de dólares promedio diarios, con lo cual llegaba a ser más de 100 veces el intercambio diario de mercancías (BIS, 1994, p. 145). Para 1995, año de la última encuesta, el BIS reporta que "luego de ajustes por el doble conteo y por discrepancias en la información proporcionada, el volumen diario promedio de los mercados cambiarios globales a la vista, en contratos adelantados y en swaps cambiarios se estiman en \$1,190 mil millones en abril de 1995". Los futuros y las opciones son de 70 MMD con lo cual el gran total suma \$1.260 MMD (BIS, Mayo 1996, p. 5).

El mercado de New York reporta que entre abril de 1992 y abril de 1995 creció en 46 por ciento al pasar de 167 MMD a 244 MMD diarios, lo cual significa que duplicó su tamaño desde 1989 y que creció 10 veces desde 1980 (Ramírez, 1995). Por su parte, el mercado de Londres continua siendo el de mayor volumen diario con 464 MMD diarios con un crecimiento de 60 por ciento en los mismos tres años. El Banco Central Alemán (DBB) reportó un crecimiento de 40 por ciento en el mercado alemán con cerca de 85 MMD y el Banco de Japón reportó un aumento de 34 por ciento con un volumen diario de 161.4 MMD en el mercado de Tokio. Singapur creció 43 por ciento a un monto de 105 MMD y Hong Kong con 90 MMD diarios creció 50 por ciento. Estos datos son elocuentes de un crecimiento extraordinario de la actividad cambiaria desde finales de la década de los ochenta.

---

isión actualizada de este mercado.

**Cuadro 9. Flujos de capital por tipo de instrumentos**  
(Miles de millones de dólares)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>BONOSa</b>							
Países en desarrollo		4.7	6.2	14	23.4	62.7	58.4
América Latina		0.8	2.6	7.2	12.9	28.8	19.2
México				3.7	6.3	11.3	6.7
<b>ACCIONESb</b>							
Países en desarrollo			0.9	5.6	7.3	11.9	18.1
América Latina				3.9	3.9	6	4.7
México				3.5	3	2.9	1.7
<b>PRESTAMOS BANCARIOSd</b>							
Países en desarrollo		17.7	24.6	41.1	35	38.9	53
América Latina		3.0	4.0	5	5.5	7	3.7
México			1.6	2.1	2.2	2	1.3
<b>INVERSION DIRECTA NETAe</b>							
Países en desarrollo	19.2	21.5	23.5	33.8	44.4	55.5	
América Latina	6.9	6.4	9.1	10.9	14.2	12.8	
México	1.7	2.6	2.5	4.8	5.4	4.9	
<b>TOTAL</b>			55.2	94.5	110.1	169.0	

\* Primer semestre

Fuente: IMF, PRIVATE MARKET FINANCING FOR DEVELOPING COUNTRIES, a: 1989-1995, noviembre 1995, table 5; b: 1989-1995, noviembre 1995, table 7; c: noviembre 1995, table A17; d: 1989-1990, marzo 1995, table A-15 y 1991-1995, noviembre 1995, table A13; e: marzo 1995, table A21.

Dos hechos destacan de estos movimientos de capitales en los noventa. El primero es que los flujos privados: bonos, préstamos bancarios, acciones, e inversión extranjera son mayores que los flujos oficiales por primera vez desde el inicio de la década de los ochenta (Mussa et al, 1994, p. 14). El segundo es la discrepancia entre el déficit en cuenta corriente (cuadro 7) y los montos recibidos por estos países. Estos dos factores permiten afirmar que estos movimientos de capital no son recursos que llegaron para equilibrar los pagos comerciales con el exterior, sino que su propósito ha sido diferente. La preponderancia de la inversión extranjera de cartera sobre la directa atestigua en esta dirección.

## 2.2 El mercado de divisas

El mercado de divisas ha sido el principal beneficiario de este crecimiento de los flujos de capital en la medida que estos flujos tienen que pasar ineludiblemente por este mercado. Su

razones, tales como: la persistencia en los déficits fiscales nacionales que impulsaban a nuevos desequilibrios fiscales, la aplicación de medidas monetarias restrictivas, la urgencia de limitar la inestabilidad en balanza de pagos, el reforzamiento de programas nacionales de estabilización, la prioridad de retener el ahorro nacional, las necesidades de validación de las políticas de esterilización, el evitar una excesiva apropiación de los factores nacionales por parte de extranjeros.

La mayor convertibilidad que muestra el sistema en la actualidad es resultado de la liberalización de la cuenta de capital que han realizado un número cada vez mayor de países dando cobertura a un mayor número de transacciones. En marzo de 1995 el 56 por ciento de los países miembros del FMI aceptaban las obligaciones impuestas por el Artículo VIII como resultado que en el primer quinquenio de los años noventa 27 países aceptaron estas obligaciones que sólo 18 lo hicieron en toda la década de los ochenta (FMI, 1995, p. 114). Para inicios de 1997, el FMI reporta que este porcentaje se ha incrementado a 76 por ciento al ser 137 miembros los que se suscriben a esta obligación. (1997, p. 46). No sobra recordar que hasta 1990 existían aún restricciones importantes al movimiento de capitales en países de la Comunidad Económica Europea.

La mayor convertibilidad que fue adquiriendo el sistema monetario internacional diseñado en Bretton Woods constituyó un factor fundamental de la incompatibilidad de las tasas de cambio fijas sobre las que funcionó el sistema monetario internacional hasta agosto de 1971. Menores restricciones para la adquisición de valores nacionales por parte de extranjeros, mejoramiento en procedimientos y en mecanismos de pago, reducción de impuestos y más bajo costo de transacciones han sido factores determinantes de esta mayor convertibilidad no sólo en los países industriales sino igualmente en los menos industrializados, especialmente en los mercados emergentes. La motivación de esta transformación es dual, por un lado esta el lograr una mejora en la eficiencia financiera al inyectar a los sistemas financieros nacionales un mayor grado de competitividad. Por otro lado, se intenta reducir riesgos financieros al permitir la diversificación de los portafolios nacionales recurriendo a mercados internacionales.

Esta liberalización progresiva de las transacciones de capital ha hecho posible una libertad casi completa para adquirir y disponer de activos extranjeros. Esta opción constituye la esencia del concepto actual de convertibilidad al hacerlo más amplio e incluyente que el concepto anterior,

### 3. Las nuevas características de la estructura financiero internacional

El crecimiento en las diversas formas de transacciones internacionales de capital ha llevado a que estos movimientos extrafronterizos dominen los mercados en tal forma y a tal extensión que, como apunta el BIS, ellas "ahora hacen aparecer como enanas a las transacciones en cuenta corriente" (BIS, 1994, p. 145). No es difícil aceptar este juicio si se observa que en 1995 las exportaciones mundiales de bienes y de servicio llegaron a 6,247 MD y las importaciones a 4,986 MD (FMI WEO, 1997, p.160). Ello equivale a 17.4 y 13.8 MD diarios lo cual no tiene comparación con los extraordinarios montos de capital que hemos visto cruzan las fronteras nacionales en el mismo lapso de tiempo.

Estas magnitudes son así una medida de la movilidad internacional de los capitales como también lo pueden ser del encadenamiento de los mercados financieros nacionales. El monto bruto de transacciones es indicativo del efecto de liberalización de los mercados de capital que viene ocurriendo desde finales de los años setenta y se consolida en los ochenta. Sin embargo, dos hechos llaman la atención. Uno es la diferencia entre el exorbitante flujo bruto internacional de fondos y el bajo nivel del flujo neto de los mismos. El otro es que cerca del 80 por ciento del total neto del volumen corresponde a típicas transacciones interbancarias o de fondos mutuos (BIS, 1994, p. 185). Estos constituyen hechos paradójicos en la movilidad del capital que levantan interrogantes sobre la existencia de un mercado financiero mundial completamente integrado.

Lo que puede ser menos cuestionado es que estos flujos han inducido a un conjunto de cambios en la estructura del sistema monetario-financiero internacional. Las corrientes de capital son así una de las fuerzas de cambio más importantes en la economía internacional de la segunda posguerra al modificar características determinantes de la estructura internacional. Las más importantes son:

- 1.- Un rango más amplio de convertibilidad monetaria. La libertad para que las transacciones extra fronteras se realicen sin impedimento es un objetivo plasmado en el Artículo VIII del Convenio Constitutivo del FMI redactado en 1944. Hasta inicios de la década de los años setenta esta convertibilidad monetaria cubrió, aunque muy formalmente, las transacciones en cuenta corriente. La no convertibilidad que se mantuvo respondía a una amplia variedad de

vigor. Sin embargo, el Yen, la Libra Esterlina, el Franco Suizo y el ECU que tuvieron gran empuje hasta 1990 han perdido algo de su fortaleza en los noventa.

La misma historia, aunque aún menos favorable al dólar, es la que presenta el endeudamiento en valores financieros (Cuadro 12 y 13). Al final de 1994 en este mercado sólo el 37.2 por ciento se hizo en dólares, el Yen fue utilizado en 16.9 por ciento y las tres principales monedas Europeas (DM, FF, Libra) conjuntamente llegaron al 25.1 por ciento. Lo más relevante es que prácticamente una cuarta parte de este endeudamiento se dio en las monedas menores. Esta historia también se confirma en el mercado de swaps de tasas de interés. En 1987 el 86 por ciento de las transacciones se realizaron en dólares pero paulatinamente fue reducida esta proporción hasta el 39 por ciento en 1993. En tanto el uso del Yen pasó del 5.9 por ciento al 20.2 por ciento y el porcentaje de las monedas menores pasó del 5.8 por ciento al 22.8 por ciento (FMI, 1995b, p. 140)

3.- Diversificación en el tipo y las propiedades de los activos financieros. Este es un elemento central de la estructura financiera contemporánea. La aparición de una gama de instrumentos financieros y crediticios que crece constantemente es uno de los pilares que sustentan el sistema. Estos instrumentos se han hecho mundialmente disponibles en el tránsito desde mercados de crédito locales y regionales a los mercados de valores nacionales y finalmente a mercados internacionales.

**Cuadro 10. Principales monedas en las reservas internacionales**  
(Porcentaje)

Monedas	1975	1980	1985	1990	1991	1993*	1994&
Dólar	78	68,6	65	57,6	56,2	62,2	61,3
Marco Alemán	6,6	14,9	15,2	18,6	17,3	17,2	
Yen Japonés	0,6	4,4	8	8,9	9,9	9,5	
Libra Esterlina						3,2	
ECU						2,6	
Otras	14,8	12,1	11,8	14,9	16,6		

Fuente: M. Takeda y P. Turner, THE LIBERALISATION OF JAPAN'S FINANCIAL MARKETS: SOME MAJOR THEMES, BIS Economic Papers, No. 34, Nov. 1992, p. 73.  
\* BIS, 64th Annual Report, p. 161.  
& BIS, 65th Annual Report, p. 128.

derivado del patrón oro. En esa concepción la convertibilidad se refiere al derecho de convertir una moneda nacional en oro al tipo de cambio establecido, que con el patrón de cambios-oro simplemente se constituye en la capacidad de convertir una moneda a otra. La convertibilidad total se definiría en términos de la existencia de una misma tasa cambiaria para todas las transacciones.

El monto de bonos gubernamentales en manos de no residentes en el Grupo de los Diez, exceptuando a Japón, ha sido estimado en cerca del 25 por ciento del total emitido (BIS, 1994, p. 149). La participación de no residentes en la deuda de los principales países industriales sobrepasaba el 20 por ciento en 1993 con una tendencia al alza. En Alemania, por ejemplo, la deuda del gobierno central en manos de extranjeros creció de 5 por ciento a finales de 1974 a 39 por ciento en 1992 (Mussa et al, 1994, p. 14).

Esta tendencia hacia una nueva práctica de la convertibilidad no deja de tener un aspecto paradójico. Cuando los flujos de capital tenían una menor dimensión eran considerados como un factor que socavaba los programas de reforma, por esta misma razón se les tenía que controlar. Ahora, cuando los flujos han crecido a las dimensiones estratosféricas que han sido apuntadas, se les considera como un factor positivo que coadyuva al buen funcionamiento de programas más amplios de reforma porque incrementan la eficiencia de los mercados.

2.- La diversificación monetaria. La apertura de los mercados nacionales a los no residentes y la flexibilidad cambiaria han estimulado el uso de monedas diferentes al tradicional dólar en la escena internacional. Se ha creado un mercado multimonedas en el cual resalta la pérdida relativa de importancia del dólar como la moneda internacional par excellence. Varios indicadores dan cuenta de ello. Del 78 por ciento que el dólar representaba en las reservas internacionales en 1975 pasó a 56.2 por ciento en 1991, aunque posteriormente ha recuperado parte del terreno perdido. Simultáneamente otras monedas, como el Marco Alemán, el Yen Japonés han mejorado su presencia internacional al pasar el primero de 6.6 a 17.3 por ciento y el segundo de prácticamente cero a 9.9 por ciento, como se aprecia en el cuadro 10. Una tendencia similar es la que se observa en los depósitos en el Euromercado del cuadro 11. Mientras que en 1980 los depósitos en dólares alcanzaban el 70 por ciento para 1994 se habían reducido al 45.8 por ciento en tanto que otras monedas como el Yen, el Franco Francés, la Lira Italiana cobraron mayor importancia. También lo hicieron el Marco Alemán y el Florín Holandés pero con menos



Estos instrumentos o productos financieros pueden ser clasificados en dos grandes categorías (Kaufman, 1986). En una se incluye a aquellos instrumentos que coadyuvan a la administración de dinero mientras que en la otra entran los contratos de inversión. Para el caso de los Estados Unidos en la primera se encuentran los fondos mutuos, los certificados de mercados monetarios, las cuentas de cheques con interés, las cuentas ATS, las tarjetas de débito, las máquinas automáticas de dinero. Por su parte, los contratos de inversión se subdividen en contratos del mercado primario y contratos del mercado de consumo. Las notas de tasa variable, los bonos de cupón cero, las hipotecas de tasa flotante, los eurobonos, los futuros y las opciones ejemplifican el tipo de contratos del mercado primario mientras que los fondos de bonos municipales, los seguros de vida universal, las cuentas IRA/Keogh ejemplifican los instrumentos del mercado de consumo. En otras economías nacionales las características de estos instrumentos persisten aunque sus nombres no sean los mismos.

Un detalle sobresaliente en la creación de nuevos instrumentos financieros ha sido, sin embargo, la paulatina eliminación de las diferencias entre sus características. Se puede argumentar que los bonos son un punto intermedio entre valores y préstamos de corto plazo ya que tienen las mismas obligaciones de pago sin poner a la empresa contra la pared. El paso hacia los bonos globales con su alta liquidez y su hechura a la medida ejemplifican esta nueva versatilidad, prototipo de ello son los bonos Dragón y los FRN (Floating Rate Notes) de corto plazo con caps (cupón máximo fijo) y collars (cupones máximo y mínimo preestablecidos) al igual que lo son las EMTN (European Medium Term Notes) que desde que aparecieron en 1986 han ganado en popularidad por sus opciones multivisa y su flexibilidad, cualidades no disponibles en mercados nacionales.<sup>10</sup>

Los valores estructurados (structured securities) con su diseño a la medida; el euro papel comercial (ECP) como instrumentos de mediano plazo y los fondos de cobertura muy populares en la última década, son posibilidades más recientes. Finalmente se encuentra toda la gama de opciones, futuros y swaps que conforman a los llamados productos derivados como el último paso en esta creatividad perpetua de opciones financieras.

---

<sup>10</sup> Estos instrumentos han evolucionado de ser un medio para eliminar brechas de madurez entre euronotas de corto plazo y eurobonos ha convertirse en un mecanismo para obtener fondos con una gran versatilidad en cuanto a tipo de moneda, madurez, tamaño, estructura de la oferta y competitividad de los términos de oferta.

**Cuadro 11. Depósitos en el Euromercado\***

## Distribución porcentual de monedas

Monedas	1980	1985	1990	1994
Dólar	70,7	66,5	48,2	45,8
Marco	13,4	10,5	13,9	15,6
Yen	1,5	4,9	9,7	8,2
Franco Belga		0,8	1,1	1,6
Florin		1,2	1,3	1,5
Franco Francés		1,3	2,1	4,7
Lira		0,5	1,0	2,8
Libra Esterlina	2,4	4,0	6,5	5,1
Franco Suizo	6,0	5,1	5,4	4,2
ECU		1,8	3,1	2,8
Otras		6,0	6,0	7,8

\*Calculados con pasivos internacionales en moneda extranjera más pasivos de residentes en moneda extranjera

Fuente: BIS, INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL MARKET DEVELOPMENTS, Table 4A, varios números.

**Cuadro 12. Endeudamiento en valores financieros, 1994.  
(MMD)**

## Distribución en monedas nacionales

Moneda	Total	%	Notas		Bonos
			Corto plazo	Medio plazo	
Dólar	914,6	37,2	81,9	104,6	728,1
Yen	415,1	16,9	2,5	87,5	325,1
Franco Francés	195,8	7,9	0,0	7,0	125,8
Libra Esterlina	178,8	7,3	5,1	17,8	155,9
Marco Alemán	244,3	9,9	6,2	16,1	222,0
Otras	567,8	23,1	18,5	59,3	490,7
Total	2453,7		114,1	292,0	2047,6

Fuente: Banco de Pagos Internacionales. 65th Annual Report, junio 1995, p. 175.

**Cuadro 13. Composición de monedas de los préstamos  
bancarios de bancos que reportan al BIS  
(Dólares)**

MONEDA	1995	
Dólar EUA	3123,3	47,60%
Marco Alemán	1132,7	17,26%
Yen	938,3	14,30%
Franco Francés	350,7	5,35%
Franco Suizo	306,5	4,67%
Libra Esterlina	256,4	3,91%
Lira Italiana	252,2	3,84%
ECU	201,1	3,06%
TOTAL	6561,2	

Fuente: IB & FMD, mayo 1996.

1996 llegaron a 509 MMD con sólo 10 empresas responsables 251 MMD, aproximadamente el 50 por ciento del total.

**Cuadro 14. Principales Fondos y sus activos**  
(31 de diciembre de 1993)

	No. de Fondos	Activos totales (Millones de dls)	% del total
Europa	100	3.701.438	45,2
Gran Bretaña	41	1.191.151	14,5
Suiza	17	844.754	10,3
Alemania	11	408.406	5,0
Francia	12	632.811	7,7
Holanda	9	329.486	4,0
Dinamarca	2	30.771	0,4
Suecia	3	160.443	2,0
Bélgica	2	23.361	0,3
Italia	2	55.238	0,7
Liechtenstein	1	25.017	0,3
Estados Unidos	100	4.486.648	54,8
Total	200	8.188.648	100,0

Fuente:Elaborado con datos de Goldstein, M. et al. INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS, Part I, IMF, Abril de 1993, p. 3.

Los fondos de pensiones, las compañías de seguros, los fondos mutuos de inversión y los bancos de inversión constituyen el grueso de este nuevo tipo de inversionistas (Davis, 1988). Su mayor habilidad para formular, analizar y desarrollar proyectos de inversión les permite estar más dispuestos a diversificar sus tenencias para reducir la volatilidad en la rentabilidad de sus portafolios e incluso para mejorar sus ganancias. La inserción en mercados extranjeros forma parte de esta diversificación. Estas opciones son más fácilmente emprendidas por estos inversionistas de lo que lo pueden ser por inversionistas individuales. Por ejemplo, la importancia del mercado extranjero tuvo una menor importancia inicialmente en los Estados Unidos de lo que la tuvo en el mercado de Londres. Hasta 1980 tal práctica fue virtualmente nula en Estados Unidos. Como se aprecia en el cuadro 15 únicamente el uno por ciento de los fondos de pensión se habían aventurado en ese año al extranjero. A partir de entonces ha crecido aceleradamente a tal grado que entre 1990 y 1993 las inversiones de fondos mutuos y de pensiones en el extranjero llegaron a duplicarse. A mediados de los ochenta comenzó a ser aceptada la idea de que el riesgo de inestabilidad por tener activos y pasivos en la misma moneda podía ser reducido invirtiendo en

4.- La función de los inversionistas institucionales. En la actualidad, el inversionista individual aparece como una especie en extinción. La incursión en mercados extranjeros obliga al inversionista a estar mejor informado y preparado para operar en diferentes mercados y con gran variedad de productos. Este es el papel que cumplen los inversionistas institucionales que han dominado paulatinamente los mercados nacionales al igual que en el mercado internacional toman fuerza. En su más reciente revisión de la literatura (survey) sobre la administración de fondos (25 oct. 1997) *The Economist* asegura que "durante la última década estos esquemas de inversión colectiva han reorganizado el panorama del mundo financiero al atraer millones de millones de dólares y proporcionando una nueva clase de inversionistas con acceso fácil a los mercados financieros (p.3). El mayor ejemplo de ellos es el de los fondos mutuos que reúnen los ahorros de muchos inversionistas y los canaliza directamente a inversiones en activos líquidos. En los Estados Unidos los activos de inversionistas institucionales han crecido de "2 millones de millones de dólares (66 por ciento del PNB) en 1981 a 6.5 MMD (133 por ciento del PNB) en 1990". En el Reino Unido ocurre algo similar al pasar de 130 mil millones de libras (52 por ciento del PNB) en 1980 a 550 mil millones (108 por ciento del PNB) en 1990" (Goldstein et al, 1993, p. 2). A finales de 1991 las 100 instituciones más grandes de Europa y de Estados Unidos controlaban algo más de 8 MMD, como se puede apreciar en el cuadro 14. Si bien el monto administrado por las 100 instituciones más grandes de Estados Unidos, 55 por ciento del total, es mayor que el de instituciones análogas en Europa la tendencia es la misma en el sentido de que la toma de decisiones responsables por la magnitud de los flujos internacionales de capital y por los montos nacionales de inversión descansan ahora en manos de administradores profesionales. En Estados Unidos esto significa que en 1993 sólo 100 fondos manejan un capital equivalente a dos terceras partes del PNB. En 1996, el capital de los fondos mutuos de inversión alcanzó su tope con 3,145 MMD, con una sola empresa Fidelity Investments operando 450 MMD lo que equivale al 14.3% del total de estos capitales (Collins 1996 p. 28), lo cual lo coloca como el más grande a nivel mundial con un capital casi dos veces más grande que el de Capital Group que ocupa el décimo lugar entre los diez más grandes. Tampoco puede pasar desapercibido el hecho que en los países anglosajones se concentra el 70 por ciento de los activos al igual que el 70 por ciento de estos administradores profesionales. En 1995 los bonos globales emitidos alcanzaron los 465 MMD y en

situación se asemeja más a la de Japón que a la de Estados Unidos. En particular las compañías de seguros y los fondos de pensiones muestran un crecimiento sostenido en la proporción de sus activos extranjeros.

En la medida que hay una mayor participación intermercados las decisiones que toman estos inversionistas son más similares en contenido y coincidentes en el tiempo. Se incrementa así el potencial efecto de movimientos de compra y venta en gran escala con consecuentes efectos sobre el nivel de precios de los activos internacionales. Siendo que el propósito fundamental de estos nuevos actores no es el de financiar el intercambio comercial ni la producción per se sino el de comprometerse en transacciones monetarias para obtener ganancias financieras esta simetría en las decisiones magnifica los efectos sistémicos lo cual incrementa la vulnerabilidad a las crisis. Este puede ser un problema general de crecimiento de las instituciones en dar mayor sensibilidad a la distribución de fondos en los mercados de capital hacia fondos donde produzcan mayores ganancias. Por su parte, esto lleva a una dinámica de redistribución de inversiones muy rápida que impone una concentración excesiva en la maximización de ganancias en el corto plazo. Se impone así el cortoplazismo que va en contra de la inversión productiva. Cuando en este propósito de ganancia financiera, denominado también economía de papel, se les unen a los inversionistas institucionales los bancos comerciales, las empresas multinacionales y unos cuantos inversionistas individuales se tiene, entonces, al grueso de la nómina de los modernos especuladores que no tienen ni bandera ni conocen fronteras<sup>11</sup> pero que pueden inducir un inflamiento de los mercados monetarios y de capital para luego desinflarse fácilmente, como ocurrió en 1987 en el mercado accionario, en 1992 y 1993 en el Sistema Monetario Europeo o en el mercado de bonos a inicios de 1994. La inmensa liquidez de estas instituciones más la desreglamentación financiera que ellas han promovido han hecho que los mercados financieros, especialmente el cambiario, se independicen de los factores básicos de la economía. La prioridad deja de ser la inversión productiva al tomar su lugar la actividad financiera. Se ha abierto así la gran puerta a la dinámica especulativa y al sobredimensionamiento de los mercados financiero-cambiaros.

5. La tendencia hacia la banca universal. La orientación hacia el mercado internacional obliga a una transformación de los intermediarios bancarios nacionales para adecuarse a nuevas exigencias, especialmente a la compleja red de relaciones internacionales que rebasan la actividad

**Cuadro 15. Tipo de inversionistas institucionales y sus activos extranjeros**  
(Valores extranjeros en portafolios totales, %)

	1980	1985	1990	1993
Estados Unidos				
Fondos Mutuos			4*	8
Fondos Privados de Pensiones	1	3	4,6*	7,1
Europa				
Reino Unido				
Compañías de seguros	6,9	17,3	20,7	
Fondos de Pensiones	10,3	17,8	23,6	
Holanda				
Compañías de Seguros	6,9	22,9	20,2	26
Fondos Privados de Pensiones	26,6	28,1	36,6	36,9
Fondos Públicos de Pensiones	14,7	9,9	16,6	20,2
Italia				
Compañías de Seguros	11,7	10,1	11,6	12,2
Austria				
Compañías de Seguros	14,1	11,6	10,1	9,9
Fondos de Inversión	27	13,2	18,7	25,1
Suecia				
Compañías de Seguros			10,5	12,3
Japon				
Compañías de Seguros de Vida	9	26,4	30	
Compañías de Seguros	7,4	19,2	29,1	
Seguro de Vida Postal	0	6,7	11,6	
Bancos	2,2	14	19,4	
Banco Norinchukin	4,3	10,3	22,7	

\*1991

Fuente: Elaborado con información de BIS, 64th Annual Report, junio 1994, p. 148 (Estados Unidos y Japón).  
M. Takeda y P. Turner, THE LIBERALIZATION OF JAPAN'S FINANCIAL MARKETS: SOME MAJOR THEMES, BIS Economic Papers No. 34, Nov. 1992, p. 20 (Japón).

otros países en los cuales los ciclos de los mercados de valores no estuvieran sincronizados. Un ejemplo es ilustrativo. Fidelity Investments ha expandido sus operaciones a 10 países de Europa y Asia desde su centro de operaciones internacionales en Bermudas. Ello muestra la aceptación hacia las operaciones extra-fronteras. Sin embargo, estas actividades internacionales que alcanzan los 33.4 MMD solo equivalen al 7.4% de los fondos que maneja en los Estados Unidos (Collins, 1996).

En Japón, por el contrario, la incursión en mercados extranjeros de estos administradores profesionales era ya significativa en 1980. Como se puede apreciar en los mismos cuadros, una tercera parte del portafolio de las compañías de seguros para 1990 estaba ya compuesto por activos extranjeros. Igual crecimiento se aprecia en otros tipos de instituciones, principalmente, las bancarias, las cuales prácticamente incrementaron su proporción en 10 veces. En Europa la

desarrollo industrial alemán se ha beneficiado del financiamiento de inversión de largo plazo que encadena a las empresas productivas y los bancos en una relación de largo plazo (Timmermen, 1989).

Estos cambios estructurales que han venido ocurriendo en el sector financiero imprimen nuevas características al funcionamiento del sistema financiero internacional a partir de los cambios que ocurren en las economías nacionales. Pero los cambios en el ámbito nacional no son homogéneos debido a que el grado de arraigo de estas características difiere de país a país. La organización institucional previa es un factor determinante como también lo son la historia, la idiosincrasia nacionales y el status en el orden mundial. Este conjunto de factores ha alentado el mayor avance en el desarrollo de algunas de estas características que de otras dando como resultado dos modelos, no perfectamente diferenciados, de organización capitalista. Por un lado, los Estados Unidos y el Reino Unido, ejemplifican una opción en que el avance de estos cambios ha evolucionado hacia una estructura corporativa de separación de la propiedad entre las actividades industriales y las financieras. Alemania y Japón ejemplifican la otra opción que al evolucionar más bajo el esquema de banca universal, ha inducido una estructura corporativa dominada por el sistema bancario. De ahí la importancia del mercado de valores que predomina en Estados Unidos pero no así en Alemania. Estas diferencias estructurales que paulatinamente se hacen menos diáfanos son las bases de los modelos del debate contemporáneo entre capitalismo shareholder anglosajón y el capitalismo stakeholder germano (The Economist, 10 Feb. 1996).

En el contexto de estas transformaciones estructurales el debate se plantea sobre la interrogante acerca de la nueva relación de eficiencia y gobernabilidad en las diferentes estructuras financieras nacionales (stockholder vs stakeholder) y su relación con las estructuras de regulación (Hoshi, Kashyap y Scharfstein, 1993; Kaplan, 1994, 1993). El debate pierde consistencia al reconocer la tendencia en una y otra estructura para adquirir características homogéneas como resultado de la internacionalización del capital. En el modelo anglosajón se defiende la necesidad de moverse en dirección de una banca múltiple que sirva de articuladora de las distintas fracciones del capital: el industrial, el comercial y el financiero en una sola estructura administrativa mientras que en el esquema germano se impulsa el desarrollo de los mercados de capital a fin de inyectar mayor competitividad a la actividad financiera y liquidez a la economía.

tradicional de los servicios bancarios; como son la aceptación de depósitos de corto plazo y el conferir préstamos de largo plazo. La banca ha pasado de prestar los servicios más tradicionales de depósito y préstamo, hacia los de emisión y negociación de valores. Esta necesidad impone el requerimiento de instituciones financieras más amplias y versátiles como la llamada banca universal. El propósito de esta nueva banca es integrar los servicios tradicionales con nuevos servicios financieros y hacer disponibles paquetes financieros que combinen las actividades financiero-comerciales con las de inversión. Ello ha inducido a la integración de bancos comerciales con bancos de inversión para crear una estructura financiera que pueda ofrecer todos los servicios financieros bajo un mismo techo. El paso implica la desaparición de la banca especializada por otra que integre las actividades bancarias más las de compañías de seguros, casas de bolsa y compañías arrendadoras bajo una administración central. Esta integración circunscribe el concepto de banca universal como bancos que incursionan en diferentes campos proporcionando dinero y capital. Ellos pueden aceptar depósitos, hacer préstamos de diferente maduración, emitir bonos, promover negocios empresariales, realizar transacciones en el mercado de dinero e incursionar en los mercados accionarios y de valores financieros. El argumento central es que en esta forma se da un aprovechamiento de economías de escala que beneficia a los costos y, en consecuencia, a la rentabilidad.

Esta necesidad de transformar la banca hacia una de tipo universal creó un ambiente de transformación jurídica en los Estados Unidos desde finales de los setenta a fin de dismantelar la regulación que ha mantenido separadas las actividades de la banca comercial y la banca de inversión con una prohibición implícita al concepto de banca universal. Esta legislación devino del propósito, visualizado a partir del crac financiero de 1929, de evitar la concentración de capitales en pocas instituciones y en los grandes centros financieros para que no se drenaran los recursos necesarios en las zonas rurales. En este espíritu en 1933 se emitió la ley Glass Steagall que formaliza la separación entre instituciones financieras bancarias y no bancarias y la prohibición a la actividad bancaria inter-estatal. No ocurrió tal separación en el sistema germano, por ejemplo, en el cual esta separación no ha sido considerada como necesaria o conveniente.<sup>12</sup> Por el contrario, el

---

<sup>11</sup> Sheldon (1994) examina en detalle esta perspectiva del sistema. Véase también: Ohmae, (1990); Rehfeld (1993).

<sup>12</sup> Formalmente si existió durante un periodo muy corto al termino de la segunda guerra mundial. Los Aliados impusieron un sistema a su imagen y semejanza que a la consolidación de la República Federal de Alemania se fue modificando para regresar a las estructuras que han imperado en el país desde el siglo XIX.



a argumentar la existencia de un peligro deflacionario en el futuro. Sin embargo, los cambios obligados en las políticas económicas nacionales por la lucha anti-inflacionaria que se da a partir de mediados de los años sesenta crearon incentivos a estos flujos: 1) por el efecto que dichas políticas tuvieron en elevar el nivel umbral de las tasas de interés y 2) por inducir a la creación de mercados extra-territoriales que se mantuvieron fuera del ámbito de regulación de las autoridades nacionales, especialmente las de Estados Unidos. En tanto el sistema de regulación financiera internacional acordado en Bretton Woods en 1944 se mantuvo vigente las estructuras de regulación financiera nacionales, originadas en la gran depresión de los treinta, contribuyeron a la estabilidad buscada. Cuando este marco regulador desaparece en 1971 con el paso de tipos de cambio fijos a flexibles los marcos nacionales entraron en contradicción con el internacional. En los Estados Unidos, por ejemplo, las leyes "Blue Sky"<sup>13</sup> no permitían a los bancos la intermediación internacional o la interestatal, lo cual si se permitía en Inglaterra. Contradictoriamente la debilidad de la balanza de pagos inglesa impidió a las instituciones financieras de Londres asumir nuevamente el papel de intermediarias financieras que desempeñaron antes de la guerra. En Japón el artículo 65 de la Ley de Valores de 1948 cumplió un cometido semejante.<sup>14</sup> Fueron estas restricciones nacionales las que indujeron a la búsqueda de alternativas que terminaron por dar lugar a la aparición de los centros financieros extra-territoriales. Se consolidaron así las condiciones para el auge de los flujos financieros.

Paulatinamente los mercados nacionales fueron afectados por el funcionamiento de los centros financieros extra-territoriales (off-shore) lo cual animó los procesos de desreglamentación y de innovación financiera primeramente en los Estados Unidos y posteriormente en otras latitudes (Mathieson y Rojas-Suarez, 1993; FEDKC, 1987; Takeda y Turner, 1992).

El arranque en la carrera de la innovación financiera se da en los Estados Unidos con el propósito de eludir la estructura de controles que regulaban y reglamentaban a los intermediarios bancarios que por tal razón se hallaban en desventaja competitiva frente a la contraparte no bancaria del sistema financiero. Estas diferencias estructurales fueron simples secuelas de la ley Glass Steagall de 1933 (Rozo y Vera, 1987).

---

<sup>13</sup> Este término se refiere a las leyes como la regulación Q, el Interest Equalization Act, la ley Glass-Steagall, los requisitos impuestos por la SEC que hicieron poco atractivo para los residentes extranjeros depositar y obtener prestado en los Estados Unidos.

<sup>14</sup> De hecho esta ley fue diseñada a partir de la ley Glass-Steagall de los Estados Unidos.

## **4. Factores coadyuvantes al flujo de capital**

Las corrientes de capital internacional han tenido un impulso determinante después de agosto de 1971 con la desaparición del régimen de tipos de cambio fijos. En los 25 años que han pasado tres factores alimentaron el dinamismo que han disfrutado dichas corrientes. Uno fue el nuevo marco de competencia internacional que apareció con el régimen de flexibilidad cambiaria. Esta nueva realidad requirió de una intermediación financiera internacional diferente a la que evolucionó durante el período en que se mantuvo el sistema acordado en Bretton Woods, de paridades fijas y un bajo perfil de las corrientes de capital. Un bajo nivel inflacionario fue un requisito de la estabilidad de este sistema. Cuando esto apareció, el sistema debió tener modificaciones.

Un segundo factor debe encontrarse en la forma como el cambio y la sofisticación tecnológica han hecho evolucionar al sector financiero dotándolo de los medios para funcionar a escala global. El tercer factor fue la crisis de la deuda externa originada por la moratoria solicitada por México a sus acreedores en agosto de 1982. La insolvencia en la que cayó un gran número de países deudores puso en jaque al sistema financiero internacional al colocar a una proporción significativa de intermediarios financieros al borde de la bancarrota. Fue necesario encontrar alternativas a la encrucijada en que se encontraba el sistema al depender de las decisiones de riesgo tomadas por los deudores. La bursatilización del sistema constituyó una salida a esta necesidad de reducir riesgos a los intermediarios financieros.

### **4.1 Desregulación e innovación: La nueva competencia**

La década de los sesenta experimentó un lento pero sostenido crecimiento de los precios en el ámbito mundial. Aunque mayor fue el cambio de precios en los países en desarrollo también los países industriales sufrieron sus consecuencias. Esta evolución, como se aprecia en la gráfica 1, se acelera en los setenta para alcanzar en los países industriales su máximo nivel en 1974. La tendencia a partir de entonces ha sido de un continuo decremento que ha llevado a Bootle (1996)

Los intermediarios financieros ofrecen, entonces, instrumentos cada vez más poderosos para apostar sobre el futuro. Esta posibilidad es ciertamente positiva para las empresas pero igualmente genera incertidumbre. Más importante aún es la tendencia que imprime hacia el corto plazo en el funcionamiento de los mercados de capital. Las mejoras en la emisión de acciones en el mercado secundario impulsan un aumento de esta tendencia. El papel predominante de los fondos de pensión es otro factor determinante de esta característica por el hecho de que el desempeño del portafolio de estos fondos es juzgado por sus resultados inmediatos. Las implicaciones de esta dinámica se centra en que paulatinamente se cede poder de decisión a los mercados, especialmente en la determinación de las tasas de interés y de los tipos de cambio, lo cual ineludiblemente tiene alcance para la eficiencia de la política económica.

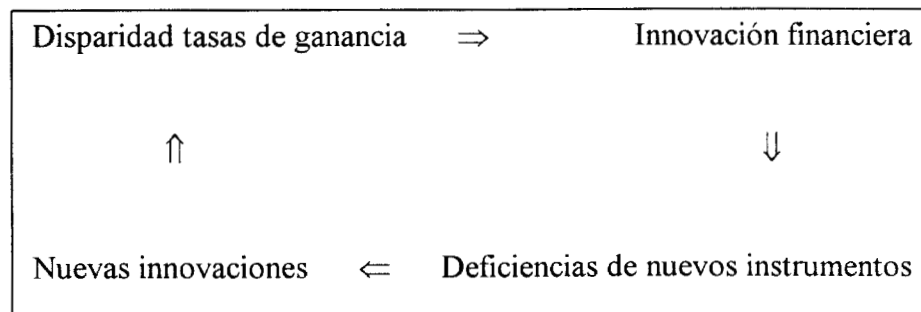
La liberalización y desreglamentación de los capitales contribuyen así a dos afectos que actúan en direcciones opuestas. En una dirección positiva se encuentra el mayor grado de competencia que imponen sobre el sistema. Ello se manifiesta en el desarrollo de nuevos servicios e instituciones lo cual ha favorecido un acceso más amplio de las familias y las pequeñas y medianas empresas al crédito no sólo nacional sino también internacional. Este es uno de los efectos dinámicos en la convertibilidad de las cuentas de capital pues al introducir la competencia internacional en la industria financiera se estimula la eficiencia en la asignación interna de recursos. En una dirección opuesta habría que clasificar el hecho que las tasas variables liberan a los prestamistas de los riesgos de movimientos en las propias tasas y en consecuencia se amplían los límites en el rango del riesgo dispuestos a asumir ya que el incremento en el costo del financiamiento deja de ser un factor de consideración para los propios intermediarios financieros. Con tasas de interés variables los intermediarios financieros mantienen el valor de sus activos a la par que incrementan los costos de los recursos otorgados. En la medida que el riesgo se reduce para los intermediarios se incrementó para los prestatarios quienes tienen que enfrentar tasas de interés más altas por el crédito recibido. En consecuencia las tasas flexibles de interés a que han llevado la desreglamentación pueden ser positivas para una mayor rentabilidad financiera pero a costa de incrementar el riesgo de las inversiones productivas.

El mercado inmobiliario ha sido singularmente impactado por esta modificación en el gasto especialmente en Estados Unidos, Gran Bretaña, Australia, Nueva Zelanda, los países nórdicos y el Japón. En este último país el precio real de los inmuebles creció en 20 por ciento anual entre

La innovación financiera es así la manifestación virtual de la competencia entre los dos tipos de intermediarios financieros de Estados Unidos los bancarios y los no bancarios para eludir la reglamentación sin quebrantar la ley. Ello obligó a la vez al proceso de desreglamentación bancaria a fin de nivelar el campo de juego entre unos y otros agentes.

Dos elementos impulsan la innovación: 1) la amplia divergencia en la rentabilidad real entre diferentes actividades productivas y 2) el riesgo inherente a la actividad financiera. En el planteamiento del equilibrio competitivo la tasa de ganancia se iguala en todos los sectores, existe una tendencia a la igualación de las tasas y, por lo tanto, a una tasa única. En la realidad la situación es diferente ya que en cada sector la tasa de ganancia varía, lo cual se ajusta más a la existencia de otros tipos de equilibrio, como los no competitivos. Un factor central de esta dinámica, como apuntan Greenwald y Stiglitz (marzo 1991, p. 31), es que los prestamistas no se interesan por los rendimientos marginales de la inversión sino por la fracción de la ganancia total que se puedan apropiar. Ello se debe a que el rendimiento en un sector puede superar al que se da en otro sector pero la fracción que los prestamistas se pueden apropiar puede ser más baja. La creación constante de nuevas industrias es el factor determinante de este comportamiento dado que en las nuevas industrias los rendimientos tienden a ser mayores que en las industrias establecidas con lo cual se mantiene una persistente desigualdad en las tasas de rendimiento ya que las industrias con rendimientos superiores están constantemente cambiando. En estas condiciones los mercados de crédito no pueden contribuir a igualar la ganancia esperada en cada opción de inversión.<sup>15</sup>

Estas diferencias entre tasas sectoriales inducen a un círculo entre ganancia e innovación financiero, como se propone a continuación:



<sup>15</sup>En el largo plazo podría darse una tendencia a la igualación si la reinversión en los sectores de alta tasa de ganancia son superiores a los de baja tasa de rentabilidad.

traduce en operaciones de mayor riesgo ocasionado por el ajuste que, consecuentemente, ocurre en los precios de los activos. Se establece así un círculo vicioso en la dinámica de desregulación financiera que podía no tener límites. La solución fue el desarrollo acelerado de los mercados de capital por medio de la bursatilización.

Este paso lo promovió el beneficio que para las empresas representa el menor costo de los valores que el de la intermediación bancaria. Ello deriva de la ventaja que representa el riesgo compartido entre los proveedores del capital y de la obligación fija de no repagar el capital. Simultáneamente existe la ventaja social de menores reducciones en la producción en tiempos de recesión.

La bursatilización trae también desventajas por la atenuación que provoca a los incentivos y a las responsabilidades de los administradores. No existe un compromiso fijo de los capitalistas pues tienen que compartir las ganancias con los accionistas. Se puede dar así un desvío de las ganancias por parte de los administradores como resultado del Managerial Entrenchment (Shleifer, Vishny). Estos han sido tratados como problemas que derivan de situaciones de información imperfecta y de aplicación que se presentan en los contratos de valores. La urgencia de que los administradores respondan a los intereses de los accionistas se logra por varios caminos como la reputación, las leyes contra el fraude, y la ética de la confianza. También se puede lograr por mecanismos de mercado como se ha argumentado que lo impone el correcto equilibrio entre endeudamiento y emisión de valores.<sup>16</sup>

#### **4.2 La sofisticación tecnológica**

La aparición de tecnologías que rápidamente se hacen más complejas han dado mayor libertad de movimiento al capital, como lo han sido el paso del uso de los teléfonos al fax y, finalmente, a las computadoras. La comunicación al instante crea la facultad para que los operadores funcionen las 24 horas del día al disponer de información inmediata y actualizada para la toma de decisiones. La asombrosa dimensión en el traslado de capitales no podría haber sido posible sin los maravillosos desarrollos tecnológicos en el procesamiento de datos y en las

1986 y 1990 al tiempo que el ingreso familiar lo hizo en 16 por ciento del cual cerca del 70 por ciento fue resultado de ganancias de capital sobre bienes inmuebles (Schinasi y Hargraves, 1994).

#### **4.1.1 Innovación y bursatilización**

La mayor competencia que impuso la desreglamentación implicó simultáneamente la aparición de mayores riesgos en la actividad financiera. La solución a este dilema fue un mayor impulso al desarrollo de mercado de capital; esto es, los mercados que sirven para transferir el capital y los riesgos de un agente a otro en un ambiente prácticamente libre de restricciones. El Director Ejecutivo del Banco de Inglaterra, Brian Quinn, afirma categóricamente que las nuevas tendencias innovadoras responden al clima de mayor inseguridad (Quinn, 1994, p. 278), esto es, al riesgo de que los precios futuros diverjan de los precios presentes. Por lo tanto, la necesidad por diversificar los instrumentos y las oportunidades emergentes de bursatilización son creadas a fin de reducir estos riesgos (Davis, 1993). La diseminación más amplia de estos riesgos es otra forma de lograr este objetivo en lo cual han jugado un papel determinante los nuevos instrumentos derivados. El banco central Alemán coincide con este juicio al afirmar que “los instrumentos derivados son un resultado, más que una causa, de trastornos en los mercados financieros” (DBB, nov. 1994, p. 48).

Esta preferencia por la innovación en los instrumentos financieros, implica al mismo tiempo, que se halla favorecido a la actividad financiera basada en instrumentos financieros a costa del tradicional mecanismo bancario de depósito-préstamo (Edwards y Mishkin 1995; Edwards 1993; *The Economist*, 4 June 1994). Este cambio de preferencias resulta así de la lucha competitiva entre los intermediarios bancarios y no bancarios de Estados Unidos que al desatar la dinámica de la innovación financiera han llevado de los sencillos certificados de depósito a los sofisticados instrumentos derivados (Véase anexo 1).

Los cambios regulatorios son así una causal del impacto que sobre la rentabilidad del sector han tenido la volatilidad de las tasas de interés y de los tipos de cambio como también lo han tenido la tendencia inflacionaria de los precios y los incrementos en la liquidez nacional e internacional. La mayor volatilidad de las tasas de interés y los tipos de cambio ha sido uno de los efectos más importantes de la liberalización a que llevó la desreglamentación. Este efecto se

## 5. El mercado global

### 5.1 Las preferencias de los mercados

La magnitud de flujos de capital obliga a elaborar sobre la interrogante de si estos gigantescos flujos que se tienen en la actualidad significan un mercado financiero global y totalmente integrado. Esto es, si ya se ha llegado a lo que O'Brian llama "el fin de la geografía" como resultado de los procesos de liberalización y desreglamentación.

La respuesta más directa es no. De ser así no importaría la divisa en la cual se obtuviera un crédito o se realizara una inversión ya que el costo y el rendimiento deberían ser iguales en cualquier divisa. La evidencia que ni lo uno ni lo otro ocurre cotidianamente ha dado lugar a lo que se ha llamado el "Home Market bias" o el "Home Equity bias" (Tesar y Werner, 1992). Este hecho que Rose (1996/7) clasifica como el otro gran problema sin resolver en finanzas internacionales, aparece de que la evidencia sobre la composición de portafolios agregados indica que los portafolios no están diversificados internacionalmente como se esperaría de un mundo plenamente integrado. Se aduce, entonces, que no hay un mercado mundial único, sino que continua existiendo un mercado segmentado sin que la movilidad del capital sea perfecta.

Los datos muestran la existencia de un sesgo nacional en los portafolios de los países industriales más allá de lo que aconseja la teoría sobre diversificación óptima de portafolio (French y Poterba, 1991; Baxter y Jerman, 1995). Este hecho es evidente examinando la distribución de préstamos en los mercados de valores. El BIS reporta que el monto total neto de emisiones de Euro-notas y bonos internacionales creció en 45 por ciento entre 1993 y 1994, sin embargo, como se aprecia en el cuadro 16, la distribución acumulada al final de 1994 entre emisiones nacionales e internacionales confirma la preferencia por invertir en los mercados nacionales. De hecho, existe una relación aproximada de 10 a 1 al llegar las emisiones nacionales a 21,974.7 MMD y las internacionales a 2,453.7 MMD. Si bien, en las opciones de mediano plazo existe un cierto equilibrio su importancia relativa es mínima. Resalta el hecho que en el mercado de bonos, que es la opción preferida, las emisiones internacionales constituyen sólo el 11.5 por ciento del total (Baxter y Jerman, 1995).

---

<sup>17</sup> Los posibles sueños sobre lo que puede ser el mercado financiero del futuro pueden verse en Sanford (1993) y el comentario a esta postura del THE ECONOMIST (Marzo 26 de 1994). Un análisis a profundidad de lo que ha hecho la electrónica al dinero puede verse en Kurtzman (1993).

comunicaciones y su conversión en sistemas de información y de procesamiento de transacciones o en mecanismos de compensación y de pagos. También han sido estas innovaciones los medios para la introducción de sistemas automatizados de intercambio (trading) y de estrategias de arbitraje. Como apunta O'Brian "En gran medida la reseña del fin de la geografía es una reseña tecnológica, la reseña de la computarización de las finanzas" (1992, p. 8). En este tenor podría también decirse que la velocidad de la comunicación es también el factor determinante en definir una nueva perspectiva del riesgo financiero en función del alcance mundial de la competencia. De hecho, cuando la evolución tecnológica llega al grado que las computadoras mismas toman las decisiones, como lo hacen los sistemas automatizados de intercambio, se crea un arma de dos filos en la definición de los perfiles de riesgo, como se deduce de los informes sobre el crac bursátil de 1987. El campo de las finanzas puede clasificarse como uno de los más típicos del tecnoglobalismo (Ostry y Nelson 1995); esto es, aquellos en los cuales la creciente competencia internacional tiende a ser definida en función del desarrollo de nuevas tecnologías. Más importante aún es el hecho que "los mercados están interrelacionados electrónicamente mientras los países continúan existiendo independientemente" (Kurtzman, 1993, p. 13).

No hay duda sobre el papel central que el cambio tecnológico ha jugado en la expansión y las transformaciones estructurales en el sector de las finanzas pero lo que no está claro es la relación causa-efecto de estos dos fenómenos. Tradicionalmente se acepta que el desarrollo tecnológico indujo el desarrollo financiero pero bien podría existir una relación de causalidad inversa en que el impulso de la transformación financiera obligó a la transformación tecnológica. Por supuesto, esta visión nos coloca en un horizonte de expectativas totalmente abiertas en la tecnología y en los cambios de la estructura financiera que nos depara el futuro.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup>La teoría de las finanzas corporativas de "Backs to the wall" de M. Jensen y Robert Hall examina este fenómeno.



preferencias de los inversionistas pero hay cierto consenso que la preferencia nacional (Home market bias) aparece por el riesgo de fluctuaciones en el tipo de cambio. Posiciones como la de Tesar y Werner difieren al argumentar que esta preferencia es demasiado grande para depender sólo del riesgo cambiario. La persistencia de restricciones a la inversión internacional puede ser aún un factor de peso como argumentan Stulz y Wasserfallen (1992).

### 5.1.1. El coeficiente Feldstein-Horioka

El grado de integración nacional al mercado global de capitales ha sido medido por Feldstein y Horioka (1980) por medio de la relación entre el ahorro y la inversión internas. Ellos propusieron la idea de que en un mundo con perfecta movilidad de capital no debe existir relación entre la inversión y el ahorro internos de un país ya que la inversión puede realizarse con financiamiento proveniente del exterior. Por su parte, los ahorradores tienen la opción de estacionar sus fondos en el mercado nacional donde tengan la mejor opción de rentabilidad. Ello no necesariamente es en su propio mercado nacional.

En esta lógica la medición consiste en estimar la correlación que existe entre inversión y ahorro, en términos del PIB, según:

$$\frac{I}{\text{PIB}} : \frac{S}{\text{PIB}}$$

La igualdad de estas proporciones significa que no se requiere recurrir a fuentes externas de financiamiento ya que el ahorro nacional ha sido suficiente para cubrir las necesidades de inversión. Si por el contrario la proporción de inversión es mayor que la del ahorro se habrá demandado recursos externos mientras que si la relación es la inversa se habrán proporcionado recursos al exterior. En ambos casos hay movilidad del capital, en el primero como receptor y en el segundo como oferente. En el caso de la igualdad de los dos coeficientes la movilidad será nula y se subroga por un coeficiente igual a 1. El grado de integración es nulo lo que representa una economía prácticamente cerrada a la actividad financiera internacional. La apertura total representada por mercados de capital perfectos requiere, por su parte, un coeficiente igual a cero.

La situación es similar en el mercado cambiario si se toma en cuenta que los seis mercados con el valor más alto en volumen de transacciones acaparan el 93.6 por ciento del valor total de transacciones diarias (Frankel, 1996, p. 6) La participación de las monedas nacionales en este mercado es otro indicador de la preferencia de los agentes.<sup>18</sup> En la encuesta de 1995 sobre mercados de divisas que realizan los bancos centrales (BIS, 1996) el dólar continúa siendo la "moneda vehículo" al ser utilizada en el 83% de todas las transacciones en el ámbito mundial. Así, mantuvo el nivel de 82% de 1992 pero redujo su presencia del 90 por ciento en 1989. La participación del Marco Alemán se dio en 43 por ciento de las transacciones y la del Yen en 23 por ciento. Siguen en importancia la Libra Esterlina, el Franco Suizo y el Franco Francés. El dólar de EU "permanece así y por mucho como la más importante moneda en el mercado cambiario" (p. 7).

**Cuadro 16. Préstamos en los mercados de valores.  
(MMD)**

Clases de préstamos	Nacionales <sup>1</sup>	Internacionales <sup>2</sup>	Intl/nac
Notas de corto plazo <sup>3</sup>	3.846,80	114,1	2,9
Notas de largo plazo	349,5	292,0	83,5
Bonos	17.778,40	2047,6	11,5
<b>Préstamos totales</b>	<b>21.974,70</b>	<b>2453,7</b>	<b>11,1</b>

Notas:

1. Emisiones por residentes y no residentes en moneda local en mercados locales en países de la OECD, excepto Islandia y Turquía.
  2. Emisiones de residentes en mercados extranjeros y en moneda extranjera en mercados locales, excluyendo emisiones en moneda local en mercados extranjeros.
  3. En mercados nacionales: certificados de depósito, papel comercial y Bills de la Tesorería; en mercados internacionales: papel Euro-comercial y otras Euro-notas de corto plazo.
- Fuente: Bank for International Settlements, 65th Annual Report, junio 1995, p. 175

Evidentemente, los mercados continúan separados por las preferencias que los inversionistas tienen por monedas particulares. La denominación en la cual se prefieren los activos y pasivos esta influenciada por las incertidumbres sobre tasas de interés pero igualmente puede ser que el rendimiento de los activos sea alterado por políticas impositivas. La flexibilidad de respuesta de precios y salarios, que varían de país a país es otro factor que condiciona el nivel de las tasas de interés real con lo cual los rendimientos nacionales pueden variar ampliamente. En conjunto, las características de cada mercado y del país emisor son aún determinantes en las

<sup>18</sup>Esta participación suma 200 por ciento ya que en cada intercambio participan dos monedas.

nacionales, sean las nominales o las reales no parecen haber convergido en un grado significativo (1993, p. 27; Kassman y Pigott, 1988). En su revisión sobre el tema Pigott (1993-1994) es categórico al afirmar que "parece no haber una tendencia sistemática para que las disparidades internacionales en las tasas de interés, nominales o reales, se reduzcan, mucho menos desaparezcan a pesar de la dramática reducción en las barreras al flujo internacional de capitales" (p. 24). Además, en los últimos 15 años las tasas de interés reales, en los principales países industriales, han sido mucho más altas que lo que fueron anteriormente (Osler, 1993-1994; Howe y Pigott, 1991-1992; Barro y Sala-i-Martin, 1990). Según Osler (p.38) las tasas ajustadas por inflación o tasas reales entre los principales socios comerciales de los Estados Unidos han excedido el 5 por ciento en los últimos 10 o 15 años, mientras que entre 1976 y 1982 promediaron 0.5 por ciento y antes de 1973 promediaron 2.3 por ciento. Veamos ahora algunos elementos teóricos y su comprobación empírica.

### **5.2.1 La paridad de la tasa de interés cubierta**

Los encadenamientos en los rendimientos de activos financieros, se teoriza, han dependido de la relación entre las tasas de interés y la tasa de cambio (MacDonald y Taylor, 1990; Frenkel, feb. 1989; Kneeshaw y Van der Berg, 1985). El argumento central es que bajo condiciones de movilidad del capital y de sustitución perfecta de activos financieros los fondos se moverán a través de las fronteras hasta que un equilibrio de portafolio sea alcanzado. La demanda por activos extranjeros presiona los niveles del tipo de cambio hasta el punto en el cual el retorno de los activos financieros en una moneda se iguala al retorno de los activos, de igual madurez y riesgo, denominados en una moneda diferente. Por supuesto, los activos comparados deben tener las mismas características estructurales: vencimiento, riesgo, etc., lo cual no es fácil de lograr. Ocurre de esta manera un proceso de arbitraje que lleva a una determinación simultánea de las tasas de interés.

En realidad, esta convergencia de la tasa de interés significa una comparación de los rendimientos denominados en monedas diferentes y medidos por una canasta de bienes nacional. Para cualquier inversionista lo que importa es el rendimiento en su moneda nacional por lo cual no

El estudio de Feldstein-Horioka mostró la existencia de una alta correlación entre estas dos variables lo cual representa un bajo nivel de integración de los mercados financieros. La interpretación proporcionada fue que los cambios en los niveles de ahorro nacional se traducen en cambios en la inversión y no necesariamente en flujos de capital. También podría ocurrir, como propone el FMI (Mussa et al, 1994), que los gobiernos procuran concentrar su atención en las condiciones de la cuenta corriente y, en consecuencia, ajustan la política fiscal. Pero también podría deberse a la falta de disposición de los mercados internacionales de capital a financiar en forma sostenida grandes déficits en cuenta corriente. La crisis mexicana de 1995 da mayor fuerza a este argumento y fortalece el corolario de que el éxito de los países en desarrollo se correlaciona con el nivel de financiarse a sí mismos.

El alto grado de correlación encontrado por Feldstein-Horioka, según Mussa et al, ha disminuido con el tiempo lo cual sería evidencia de una mayor integración de los mercados. Ello parece congruente con el hecho que las corrientes de capital han tenido su mayor grado de intensidad después de 1980 cuando Feldstein y Horioka realizaron su estudio.

## **5.2 Precios y expectativas**

Lo que ocurre con los precios en los mercados financieros es particularmente instructivo de la dificultad para llegar a un mercado global único. La integración perfecta debe manifestarse en el comportamiento de los precios de los activos al tender estos hacia la igualdad. El principio es que activos que sustentan igual nivel de riesgo deben costar igual. El eje central de este enfoque es que relaciona rendimientos y riesgo.

Aunque existe una mayor variedad en el tipo de activos internacionalmente comercializados la evidencia no permite afirmar que existe una convergencia total, nominal o real, en las tasas de interés pero aún más importante no hay una igualdad del rendimiento de los activos financieros. Bordo encuentra una menor convergencia de las tasas de interés en el periodo de 1974 a 1989 que la que existió durante el patrón oro de 1881 a 1914 o el de Bretton Woods de 1946 a 1971 (Bordo, 1993). Pigott es categórico al afirmar que "A pesar de la obvia interdependencia entre mercados financieros resultado de la integración, las tasas de interés

es una consideración sobre la tasa de interés sino sobre la tasa de cambio. La integración de los mercados es así mediada por el mercado de cambios; esta es así una integración indirecta. Si ocurre por medio de un régimen cambiario fijo puede crear un sólo mercado pero que si se da por uno flexible puede llegar a acentuar las diferencias de los mercados nacionales.

El factor determinante de la no-convergencia es el cambio esperado en la paridad, lo cual puede ocurrir debido a una modificación en su media o en su varianza que están condicionadas por: 1) un alto grado de integración de los mercados financieros que puede no ocurrir por la persistencia de barreras implícitas tales como las diferencias de reglamentación nacional, de los sistemas impositivos y de la naturaleza de las instituciones de cada país; 2) el grado de susceptibilidad que acreedores y deudores otorgan a los activos financieros en diferentes monedas ya que no obstante la tendencia a instrumentos globales persisten características nacionales que los diferencian y 3) las expectativas sobre las tasas de cambio y la forma en que estas expectativas son determinadas en un mundo de múltiples monedas expuestas a variaciones por razones estrictamente nacionales que pueden provenir de factores aleatorios, burbujas y comportamientos especulativos o cambios en las preferencias nacionales de portafolio, entre otras. Las diferencias en condiciones macro de las económicas nacionales; es decir, el grado de internacionalización, inhibe la convergencia de las tasas de interés bajo condiciones de flexibilidad cambiaria. Estas diferencias manifiestan la separación entre mercados e intermediarios en la economía nacional lo cual induce a diferencias en las percepciones sobre riesgo y sobre posibles movimientos en la disponibilidad crediticia, por lo tanto, manifiestan percepciones de riesgo. Cuando los ahorradores consideran que sus activos no estarán seguros en mercados externos, ya sea por razones de familiaridad, de mejor monitoreo o control, etc., se hace necesario ofrecer un premio para compensar el mayor riesgo de invertir en dichos valores.

Bajo el supuesto de mercados de capital eficientes (supuesto que será ampliamente elaborado posteriormente) se argumenta que existe un descuento, conocido también como premio de riesgo cambiario, entre el tipo de cambio al contado adelantado ( $f$ ) y el tipo a la vista ( $s$ ), esto es:  $f - s = pr$ . Al asumir que este premio es independiente de los factores que afectan los cambios en las tasas de interés se acepta que:  $i = i^* + pr$ , lo cual significa que la tasa de interés nacional ( $i$ ) es igual a la internacional ( $i^*$ ) más una prima de riesgo o lo que es lo mismo que los diferenciales entre las tasas de interés y las tasas de cambio son iguales, por tanto:

$$(i - i^*) - (f - s) = 0$$

Este es el principio de la tasa de interés cubierta. En esta opción el diferencial entre las tasas de interés, local e internacional, deja de ser la expectativa devaluatoria, es decir, la tasa esperada de devaluación. Esta es substituida por el diferencial entre las tasas cambiarias presente y futura que establece el mercado de capitales. En estas condiciones la integración financiera debe llevar a la convergencia en los rendimientos en inversiones en diferentes monedas nacionales. Ciertamente, bajo la perspectiva de las tasas de interés cubiertas los diferenciales internacionales han tendido a converger. Pigott lo expresa claramente al afirmar que "los diferenciales en tasas de interés cubiertas entre mercados monetarios nacionales, que llegaron a ser muy grandes hasta los años setenta han prácticamente desaparecido, tal y como lo han hecho las disparidades entre los mercados de dinero nacionales y sus correspondientes mercados de Euromonedas (1993-1994, p. 27). Estos resultados, apuntan McDonald y Taylor, han sido especialmente ciertos cuando se han usado las tasas de interés de los Eurodepósitos (1990, p. 47). La evidencia empírica razonablemente apoya la validez del principio de la paridad de interés cubierta. Hay que recordar que esto no significa que las tasas de interés nacionales, nominales o reales, hallan convergido, lo que es más la dispersión entre ellas fluctúa considerablemente en el tiempo, como ya se apuntó anteriormente.

La condición sine qua non de esta convergencia en diferenciales es que los activos, nacionales y extranjeros, deben ser comparables en términos de vencimiento y riesgo político. El factor determinante es, por supuesto, aquello que ancla a la tasa adelantada, que usualmente es una predicción sobre la base de expectativas racionales. Un primer candidato, como apunta Goodhart, es una "predicción basada en estimaciones de los valores fundamentales económicos sobre las que descansa el tipo de cambio futuro de equilibrio, usualmente, pero no siempre basado sobre el supuesto de una reversión de mediano plazo a la paridad del poder de compra" (SP, No. 21, p. 28). La dinámica de este mecanismo depende de los supuestos sobre el ajuste de precios. Por ejemplo: al ocurrir una expansión monetaria la diferencia en la velocidad de ajuste entre los precios de los activos financieros, que se ajustan muy rápido y los precios de los bienes, que lo hacen lentamente, podría inducir a un efecto de overshooting, como el popularizado por Dornbusch. Esto se debería a que la tasa a la vista se deprecia más que la tasa adelantada y lo hace

de un salto para luego buscar su nivel de equilibrio al mismo tiempo que simultáneamente las tasas de interés nacionales se reducen. El grado del overshooting depende de factores tales como la elasticidad interés de la demanda por dinero, de la velocidad de ajuste de los precios en los mercados de bienes y del grado de canjeabilidad de los activos nacionales y extranjeros. No podemos menos que recordar que todas estas relaciones han sido alteradas por los gigantescos movimientos de capital. Más importante es que en la evidencia empírica este overshooting no es constatado (Dornbusch y Frankel, 1987; Goodhart, 1988).

Estas son complicaciones que no pueden dejarse de lado pero más relevante para explicar la validez de la paridad cubierta es la naturaleza misma del mecanismo de arbitraje. Debemos recordar que el arbitraje de activos contra una moneda extranjera implica prácticamente denominar el activo en dicha moneda dado que un instrumento arbitrajeado es, en realidad, una demanda futura sobre una cantidad fija de moneda extranjera. Es decir, que cuando se comparan activos cubiertos la distinción entre monedas nacionales prácticamente desaparece. En esta perspectiva no es, entonces difícil que se tengan los resultados obtenidos de convergencia sobre la base de la paridad cubierta. Pero otra cosa es asumir que este resultado es evidencia de la existencia de un mercado global. Se requiere de un enfoque diferente para demostrar la existencia de este mercado.

### **5.2.2 La paridad de la tasa de interés no cubierta**

Una perspectiva diferente se tiene cuando se examina la convergencia de las ganancias en una sola moneda con activos no cubiertos. Esto es, cuando las ganancias sobre activos con características similares y en monedas nacionales diferentes dependen enteramente de los movimientos en una tasa de cambio que fluctúa libremente, como se supone ocurre en un mercado global.

En este caso la relación se expresa como

$$i = i^* + e$$

donde (i), la tasa interna de interés nacional, es igual a la tasa de interés extranjera ( $i^*$ ) más (e) el cambio esperado de la tasa de cambio. Por supuesto se mantiene la restricción de comparar activos en igualdad de condiciones de vencimiento y de riesgo.

Consecuentemente,

$$e = i - i^*$$

significa que el diferencial entre la tasa local de interés y la tasa internacional debe ser exactamente igual a la tasa esperada de depreciación. El diferencial en tasas de interés que se debe pagar para mantener la liquidez en una moneda extranjera debe ser así al menos igual a la depreciación esperada de dicha moneda. Visto desde otro ángulo puede entenderse esta relación como la hipótesis de que el diferencial de tasas nominales de interés entre dos países es un pronóstico adecuado de los movimientos futuros del tipo de cambio. Hay una recompensa por el riesgo de invertir en el extranjero que está compuesta por la depreciación esperada del tipo de cambio y una prima de riesgo cambiario. La articulación entre tasas de interés y tipos de cambio queda así determinada.

Esta forma de la paridad de interés, que es la "paridad de tasa de interés no cubierta" implica que si invertir en una moneda no produce ganancias diferentes que invertir en otra, entonces, el diferencial en las tasas de interés refleja perfectamente las expectativas que tiene el mercado acerca de movimientos futuros del tipo de cambio. Por supuesto, esto es válido solamente si se asume que los agentes son riesgo neutral, esto es, si las expectativas se asumen como racionales. Lo que es lo mismo, la paridad de interés no cubierta quiere decir que la tasa de cambio en contratos adelantados, por ejemplo a tres meses, actúa como previsor óptimo de la tasa futura de cambio a la vista. Esta no es una tarea menor; en realidad es una tarea muy difícil de lograr en los hechos por lo que empíricamente ha sido difícil de comprobar. McDonald y Taylor aseguran que la paridad de interés no cubierta ha sido "abiertamente rechazada durante la experiencia reciente con las tasas de cambio flexibles" (McDonald y Taylor, 1990, p. 47). Este rechazo implica la presencia explícita de premios de riesgo que varían en el tiempo lo cual significa la existencia de factores de expectativas no racionales. Se tiene que aceptar que los agentes no son riesgo neutral. Iguales resultados reportan Pigott (1993-1994, p. 34), Engel y Hamilton (1989); McCallum (1992); Evans y Lewis (1992); y Clarida y Taylor (1993).

Este fracaso del mercado para validar la regla de la paridad de tasa de interés no cubierta dice que en un mercado libre, como el que implica la globalización, no existe una política monetaria independiente: un gobierno no puede fijar el tipo de cambio al mismo tiempo que determina la tasa de interés.



### 5.3 La tendencia persistente

La creciente corriente de capitales y las nuevas características del sistema monetario internacional no implican la existencia de un mercado de dimensión global. La conclusión es que no existe aún un mercado financiero único a nivel mundial lo cual implica que persiste una segmentación de los mercados. Esta es una conclusión muy pertinente. Mussa y Goldstein son categóricos al afirmar que “es prematuro hablar de un mercado de capital único y mundial debido a que componentes importantes de la riqueza y el ahorro mundial no son comercializados, debido a que persiste una preferencia nacional en las decisiones de portafolio, y debido a que el potencial de la intervención oficial, de los riesgos cambiarios y de las dificultades para desalojar a las empresas locales ya establecidas en los mercados al por menor, operan todas para mantener la mayor parte del ahorro nacional al nivel local y para mantener la segmentación entre mercados nacionales” (1993, p. 258).

La dimensión global hay que entenderla como una tendencia persistente en continuo movimiento más que como un hecho consumado. Existen renglones donde este hecho exhibe un mayor grado de consumación.

Según Kuczynski la noción de global se ha concentrado en actividades que presentan tres características: 1) la búsqueda de liquidez y de ganancias de arbitraje internacional; 2) la tendencia a un “efecto racimo”<sup>19</sup> con relación al tipo de productos o al tipo de intermediación que se realiza y 3) el relajamiento en funciones tradicionales de monitoreo en la asignación de recursos que se realiza cuando el crédito se orienta a regular la “restricción presupuestal” impuesta por presiones para obtener resultados corporativos satisfactorios. Estas características se concentran fundamentalmente en 1) la intermediación al mayoreo; 2) los instrumentos derivados y 3) los swaps que encadenan a instituciones financieras bancarias y no bancarias (Kuczynski, 1993-1994, Nota C). El FMI acepta esta postura al afirmar que la “globalización financiera parece estar confinada a activos financieros, altamente comercializados y altamente líquidos al mismo tiempo que el desempeño general de la inversión nacional continua siendo determinada por las tasas de ahorro nacional más que por los flujos netos de capital” (1997, p. 47) y “los mercados financieros

---

<sup>19</sup>Este es el fenómeno denominado en inglés “market clustering” por medio del cual, según Kuczynski, “Los intermediarios se protegen al acumular activos que ellos saben que podrán vender a otros intermediarios si las condiciones lo demandan”.

han logrado incrementar su integración pero están lejos de conformar un mercado global único" (p. 65).

Lo que existe, en realidad, son algunos mercados de dimensión mundial en algunos tipos de instrumentos financieros en los que, con diversos grados de importancia, participan los mercados nacionales y en los que circulan productos con diversos niveles de estandarización. El movimiento hacia la integración da pie a una tendencia de homogeneización en el uso de instrumentos que ya se deja sentir, pero que aún no se consolida en toda su magnitud.

El mercado de divisas debería ser el ejemplo 'sine qua non' de este concepto de mercado global. No puede minimizarse el hecho de que todas las transacciones económicas internacionales pasan por este mercado lo cual se manifiesta por el crecimiento prácticamente geométrico que ha tenido este mercado, como ya ha sido demostrado. Pero también es correcto asegurar que por este mercado siempre ha tenido que pasar la actividad internacional. Entonces, no habría nada nuevo con esta experiencia. Pero no es así. Ahora más que antes resalta el riesgo cambiario como algo que determina la posibilidad de integración de los mercados. Este riesgo al ser determinante en las desviaciones de la PPA, por los movimientos en la tasa de cambio real, hace que los agentes que realizan inversiones financieras en diferentes mercados adopten actitudes diferentes hacia valores relativamente homogéneos. Se consolida así la preferencia nacional no obstante la existencia de instrumentos que se sustentan en factores cambiarios que proporcionan la forma para compensar (hedge) por el riesgo cambiario. Estas actividades compensadoras, que constituyen el precio por evitar el riesgo, deberían permitir que los portafolios fueran perfectamente diversificados. Pero como se ha hecho evidente ello no ocurre. Correctamente apuntan Dumas y Solnik (1995) al hecho de que los rendimientos esperados y el riesgo se mueven con el tiempo lo cual no facilita la labor de compensación. Considero que precisamente el crecimiento de los flujos de capital dificulta aún más esta labor al redimensionar el mercado cambiario y al transformarlo en una actividad autónoma de inversión, como mostraremos más adelante.

El extraordinario flujo de capitales constituye una fuerza significativa en la dirección integradora de los mercados nacionales hacia un mercado mundial pero el hecho de no tener dicho mercado no minimiza la importancia del mercado global en formación. Lo significativo es que estos flujos han creado encadenamientos sin precedentes entre los mercados nacionales que al afectar los rendimientos esperados y el riesgo son determinantes para el funcionamiento del

sistema financiero internacional al igual que lo son para el diseño e instrumentación de políticas monetarias y financieras nacionales. No se requiere de un mercado único mundialmente integrado para que estos efectos sean una realidad que debe tomarse en consideración.

## **6. Integración, internacionalización y globalización**

Los datos y las tendencias que han sido presentadas corroboran la evolución de la actividad financiera nacional e internacional que debe ser explicada. Tres son los conceptos básicos que se interrelacionaron para explicar las transformaciones. Ellos son: Integración, internacionalización y globalización. Cada uno de ellos es diferente de los otros y, sin embargo, los tres están estrechamente interrelacionados en explicar los procesos que representan los flujos de capital sus características y tendencias. El fenómeno que parecería abarcarlo todo es el de la globalización, tan en boga en la actualidad.

La eliminación de las barreras a la movilidad del capital constituye la esencia del proceso de integración la cual permite que el acceso al capital se facilite a todos los agentes y en todos los mercados ya sean estos nacionales o internacionales. El principio es el del acceso abierto al capital y a las oportunidades de usarlo en mercados completos, esto es eficientes. Usualmente, este fenómeno ha sido tomado como un hecho en el ámbito nacional, especialmente cuando se contempla la experiencia de países como los Estados Unidos y Alemania que han logrado tener un sólo mercado a partir de un estricto federalismo en el que hay gran respeto por los derechos de las regiones. Esta tendencia no es igualmente evidente a nivel internacional.

En la dinámica de la integración no hay diferencia conceptual entre la esfera comercial y la financiera aunque los mecanismos de su aplicación puedan variar. En la esfera comercial las barreras comerciales tienden a desaparecer. En la integración financiera se da un acceso abierto al capital lo cual implica que las condiciones en las que éste se da: tasas de interés y términos crediticios, dependen del mérito financiero del solicitante de crédito sin atención a su nacionalidad o lugar de residencia. La única diferencia objetiva entre mercados continúa siendo la existencia de monedas nacionales. En una integración completa, como la que ocurre a escala nacional, esta

diferencia se elimina. La existencia de una sola moneda fortalece la tendencia hacia la igualación del costo intertemporal del capital por qué la tasa de interés tiende a igualarse al existir un sólo mercado nacional. La no existencia de restricciones locales a la movilidad del capital permite maximizar las oportunidades de diversificación de portafolio entre instrumentos. La preferencia por activos locales sobre los no locales de iguales características de riesgo, madurez y liquidez tienden a desaparecer. Las oportunidades de arbitraje contribuyen en esta dirección, al igual que deben contribuir a minimizar los diferenciales de tasa de interés entre instrumentos con características diversas. En estas condiciones el nivel de la tasa de interés nacional se define, entonces, por las perspectivas macroeconómicas; esto es, por la interrelación de variables como la inversión, el crecimiento, el empleo, la inflación y naturalmente las particularidades de la política económica.

En el ámbito internacional la tendencia debe operar en la misma dirección si todos los países se comprometen con la eliminación de las barreras que impiden la movilidad del capital ya que de esta manera se logra que los mercados nacionales se encadenen entre sí creando una dependencia mutua, esto es, una interdependencia.

Esta creciente interdependencia de las economías nacionales y de sus mercados que ocurre como consecuencia de la liberación de los mercados en el movimiento hacia economías más abiertas es lo que considero debe definirse como globalización. Esta dinámica plantea la rápida diseminación de prácticas, métodos y tecnologías de país en país que afectan el comportamiento de los mercados creando encadenamientos sin precedente. La forma concreta de esta interdependencia en el sector financiero se manifiesta críticamente en el incremento de la sensibilidad entre tipos de cambio y tasas de interés que ocurre por la influencia mutua entre políticas económicas nacionales. El desarrollo financiero de un país es afectado por el desarrollo financiero en otros países lo cual termina por aquejar el desarrollo nacional; es decir, la actividad real de producción y generación de empleo. El proceso de globalización que se deriva de la integración significa, entonces, la combinación de elementos del mercado cuya naturaleza es internacional con otros cuya naturaleza es nacional para crear un alto grado de dependencia mutua entre mercados. La geografía, como apunta O'Brian, deja de ser determinante (O'Brian, 1992, p. 5) para ceder paso a los efectos de las formas de interrelación nacionales. El FMI, por ejemplo, acepta que la "globalización se refiere a la creciente interdependencia económica de los países a

escala mundial por medio del creciente volumen y variedad de las transacciones extra-fronteras en bienes y servicios y en los flujos internacionales de capital, al igual que por medio de una más rápida y amplia difusión de la tecnología" (Mayo 1997, p. 45).

La sola eliminación de barreras al capital no necesariamente induce a resultados de igualación en las condiciones para la reproducción del capital, como si ocurre en una economía nacional. Por ejemplo, la liberalización financiera no necesariamente ha implicado homogeneización en el nivel de las tasas de interés ni la comercial ha implicado la homogeneización tecnológica. Para ello es necesario que simultáneamente evolucione el proceso de internacionalización del capital (Palloix, 1978); esto es, la tendencia a la homogeneización en las condiciones de producción, distribución y consumo entre países a fin de que no existan diferencias nacionales que impidan un mismo proceso de valorización del capital. La internacionalización debe entenderse así como el proceso de convergencia o aproximación de las condiciones para la reproducción del capital. Esta es la dinámica de estandarización para minimizar las diferentes condiciones nacionales de reproducción del capital que se manifiestan en el mercado por las diferentes formas de producción que se traducen en los precios de mercado o por diferentes formas de reproducción de la fuerza de trabajo que se refleja en los salarios. El ejemplo más claro de esta línea de funcionamiento es el proceso de convergencia que se han impuesto los países miembros de la Unión Europea en su propósito por crear un mercado único y una unión monetaria (Rozo, 1993).

Esta concepción de internacionalización no parece concordar con la acepción común y corriente que los empresarios y los medios de comunicación parecen manejar. Esta es la idea de que las empresas tienen presencia en muchos mercados nacionales por la expansión de sucursales y filiales que exploten mercados extranjeros. En el fondo no hay discrepancia alguna entre una y otra acepción. La movilidad de las empresas ocurre no en términos prevalentes en los mercados a los que llegan sino que ocurre en sus propios términos; es decir, las empresas no se ajustan a las condiciones nacionales, en general, sino que imponen sus propias condiciones sobre las peculiaridades nacionales. La tecnología, en un sentido amplio, no la ajustan las empresas a las idiosincrasias de cada mercado nacional sino que la imponen por igual a todos los mercados. Se introduce así un efecto estandarizador. Las empresas japonesas de automóviles cuando entraron al mercado de Estados Unidos no construyeron autos grandes y devoradores de gasolina.

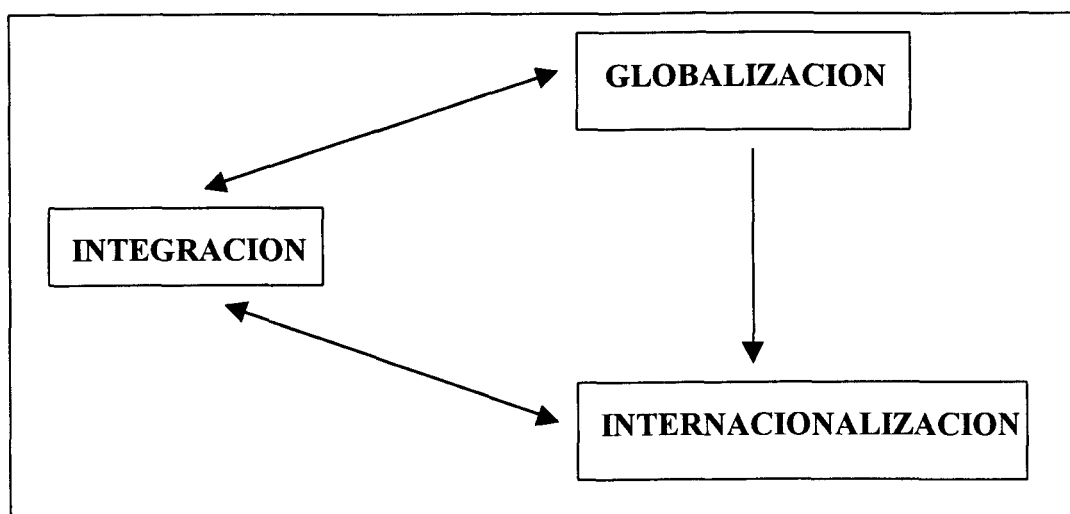
Paulatinamente, fueron imponiendo las ventajas de los automóviles pequeños y ahorradores de gasolina, por mencionar un sólo ejemplo.

Aparece así la forma en que la homogeneización y convergencia va tomando fuerza y se retroalimenta. No hay así discrepancia entre los dos conceptos, como tampoco hay estandarización completa. Este es un estado de cosas que no puede llegar a ser por que la competencia no lo permite. Lo que se da en realidad es un proceso permanente de estandarización-diferenciación. Al intentar estandarizar (igualar) las condiciones productivas impuestas por los competidores las empresas terminan por diferenciarlas aún más. Esta es una forma de entender el concepto de creación-destructiva de Schumpeter.

La integración coadyuva a la convergencia por lo cual es un factor necesario pero no suficiente para que se dé la internacionalización. Esto se debe a que la dinámica de homogeneización de las condiciones de producción, consumo y distribución no depende exclusivamente de eliminar barreras físicas, técnicas o materiales al movimiento extra-fronteras del capital. La internacionalización ocurre por muchos más canales de interconexión entre economías nacionales como puede ser la cooperación técnica, el turismo, el comercio exterior, las comunicaciones. Chomsky y Dieterich, (1995) nos muestran como a ese fin también pueden coadyuvar la educación y la propia ideología de la democracia. La televisión crea las expectativas y muestra los adelantos que tienen que copiarse en múltiples países; de ahí que desde su invención el acercamiento estructural entre países se haya acelerado.<sup>20</sup> Lo mismo ocurre, sin que se tenga aún claridad de cuan lejos se pueda llegar, con la electrónica del internet que abre aún más las condiciones locales a las influencias del exterior.

La integración implica una mayor y más activa participación nacional en la división internacional del trabajo, en los términos expuestos por Panic se da "para estrechar los vínculos entre las economías cuya especialización ha resultado en estructuras productivas y financieras que son significativamente relacionadas" (1988, p. 4). La división internacional del trabajo constituye así un tejido de complementariedad entre economías nacionales que crean lazos de interdependencia globales en la producción, la distribución y el consumo. Esta globalización del capital suscita inevitablemente la dinámica estandarizadora de la internacionalización del capital.

Esquemáticamente el ciclo puede ser planteado de la siguiente forma:



Estas direcciones de las relaciones implican que no puede haber internacionalización sin globalización y sin integración ya que existe una dinámica de retroalimentación mutua. El fenómeno dominante es el de la internacionalización por ser el que inculca la vocación homogeneizadora en las estructuras y en las formas de funcionamiento del capital. El ritmo al cual este proceso ocurre es el elemento fundamental para lograr la igualación en las condiciones internacionales como ocurre en las nacionales. Es aquí donde se debe encontrar el significado de los procesos de integración regional, como mecanismos para acelerar esta tendencia que de lo contrario puede ser lenta y contradictoria, por lo tanto, costosa y difícil. Entre mayor sea la convergencia de las economías nacionales a que lleva la integración mayor será el grado de globalización; es decir, mayores y más severos los mecanismos de la interdependencia.

El factor central de la globalización financiera es el incremento ocurrido en la canjeabilidad entre activos financieros que ha proporcionado la dinámica de la innovación financiera. Esta mayor canjeabilidad es, en realidad, el elemento que encadena a los mercados nacionales al desdibujar las distinciones entre los activos nacionales y los internacionales o entre instrumentos básicos e instrumentos derivados y finalmente entre diferentes tipos de instrumentos derivados. La mayor canjeabilidad de los activos define la magnitud del mercado. Ello significa que inversionistas y deudores están dispuestos a intercambiar activos entre mercados nacionales por muy pequeños márgenes de rendimiento pero que se compensan con grandes volúmenes de intercambio. Este

<sup>20</sup> No es nada exagerado plantearse el papel que los medios de comunicación occidental jugaron en la desaparición del socialismo realmente existente.

incremento en la elasticidad de sustitución de activos extra-fronteras constituye el aspecto vital de la globalización financiera, la existencia de nuevos instrumentos financieros, la remoción de restricciones al movimiento de capitales; la caída en el costo de las transacciones y de las comunicaciones y la expansión de la banca internacional son todos factores coadyuvantes a esta nueva canjeabilidad entre activos. La globalización monetaria-financiera total implicaría que la autonomía de los mercados financieros nacionales desaparecería dado que las preferencias por una divisa particular también lo harían. O' Brian, por ejemplo, expresa tal estado de desarrollo al afirmar que "un verdadero servicio global no conoce fronteras internas, puede ser ofrecido en todo el mundo y da poca atención a los aspectos nacionales. La nación se hace irrelevante aunque aún continúa existiendo. Entre más cerca nos encontremos de un mundo global, de un mundo integral, de un todo integral, lo más cercano que nos encontramos del fin de la geografía" (1992).

Esta vinculación económica, comercial o financiera creciente entre las naciones impone complejas interrelaciones que inducen y que pueden crear un alto grado de vulnerabilidad en el funcionamiento de los mercados mundiales. Como planteo Ostry, refiriéndose al sistema comercial pero que me parece aún más relevante con relación al sistema financiero "la interdependencia significa que las oportunidades de obtener ganancias conjuntas se amplifican pero que la vulnerabilidad se vuelve también considerablemente mayor" (1988, p. 71). El desplome bursátil de 1987, por ejemplo, puede explicarse como resultado de la disensión general sobre el curso que debería tomar la política monetaria. Otro ejemplo de esta vulnerabilidad es el desplome del mercado de bonos a inicios de 1994. Se puede entender este evento como resultado de la respuesta de los mercados a los propósitos anti-inflacionarios del FED. Estos son ejemplos inequívocos de esta nueva vulnerabilidad a que lleva la globalización no obstante que puede ser favorable a la rentabilidad, especialmente la que se deriva de la especulación financiera. Es un principio básico económico que a mayor riesgo mayor ganancia.

Este resultado se debe a que los vínculos que se desarrollan entre la actividad interna y la actividad externa no son simétricos en todas las naciones. De hecho el desarrollo monetario-financiero en el conjunto global está significativamente influido por la organización y la estructura que prevalece en los mercados más avanzados. La nueva estructura deviene como resultado de la interacción y la competencia entre las organizaciones más dinámicas en los mercados nacionales. Particularmente los mercados al por mayor, "se han hecho adaptables e internacionales", en las



palabras de los representantes del FMI, "con estructuras financieras segmentadas que incrementalmente dan forma a otros mercados más amplios y más integrados" (Goldstein et al, 1992, p. 2). Estos desarrollos ocurren en países específicos que luego por la fuerza de la integración tienen cabida en otros países. Las innovaciones financieras en un país se esparcen a otros lo cual afecta el comportamiento de los mercados financieros nacionales y en consecuencia el del mercado internacional. Ocurre, entonces, un mayor grado de interdependencia como también debería darse un mayor grado de homogeneidad pero la mayor competencia lo limita.

Teóricamente, un movimiento de las variables en forma conjunta da una correlación en el funcionamiento de los mercados. La mayor correlación es ocasionada por la integración que causa la caída de barreras físicas y técnicas y los flujos de capital lo cual hace que las economías nacionales dependan más de la oferta y la demanda de otras economías. El flujo de bienes y de capital se harían más sincronizados desanimando las fluctuaciones cambiarias. Empíricamente esta tendencia no se verifica. La volatilidad y la diversidad en monedas o en valores son los factores que favorecen la rentabilidad de los comerciantes (traders), en particular, la de los mayoristas. Reuters, por ejemplo, obtiene una proporción alta de sus ganancias de la existencia de una alta volatilidad cambiaria. En la realidad la mayor correlación lleva a una menor diversificación y, en consecuencia, a una caída de la ganancia. La conveniencia de los intermediarios se encuentra en evitar esta correlación o en crear alternativas que le hagan contrapeso. Este es el significado de la innovación financiera como también lo es la necesidad de la integración, esto es de la apertura de nuevos mercados.

Ello me lleva a plantear la premisa que la correlación creciente entre mercados de los países industriales alentó la creación de los mercados emergentes. Esto es singularmente cierto si se acepta que el factor clave del desarrollo de estos mercados no es el de su capacidad de exportar sino el de su capacidad para recibir importaciones, tanto de bienes y servicios como de capital. Se condiciona así a estos países a tres fuerzas principales: 1) al tipo de importaciones que realizan; 2) a la necesidad de depender de una alta tasa de ahorro externo y 3) a desarrollar la capacidad de sus mercados bursátiles para modificar la composición de préstamos a valores en sus corrientes de capital. Lo que no está claro es que tanto ganan las economías de estos países con estas imposiciones. Por un lado, la ventaja comparativa que se proporcionaba a los capitales por la protección desaparece ante la apertura de los mercados. También desaparecen las ventajas de

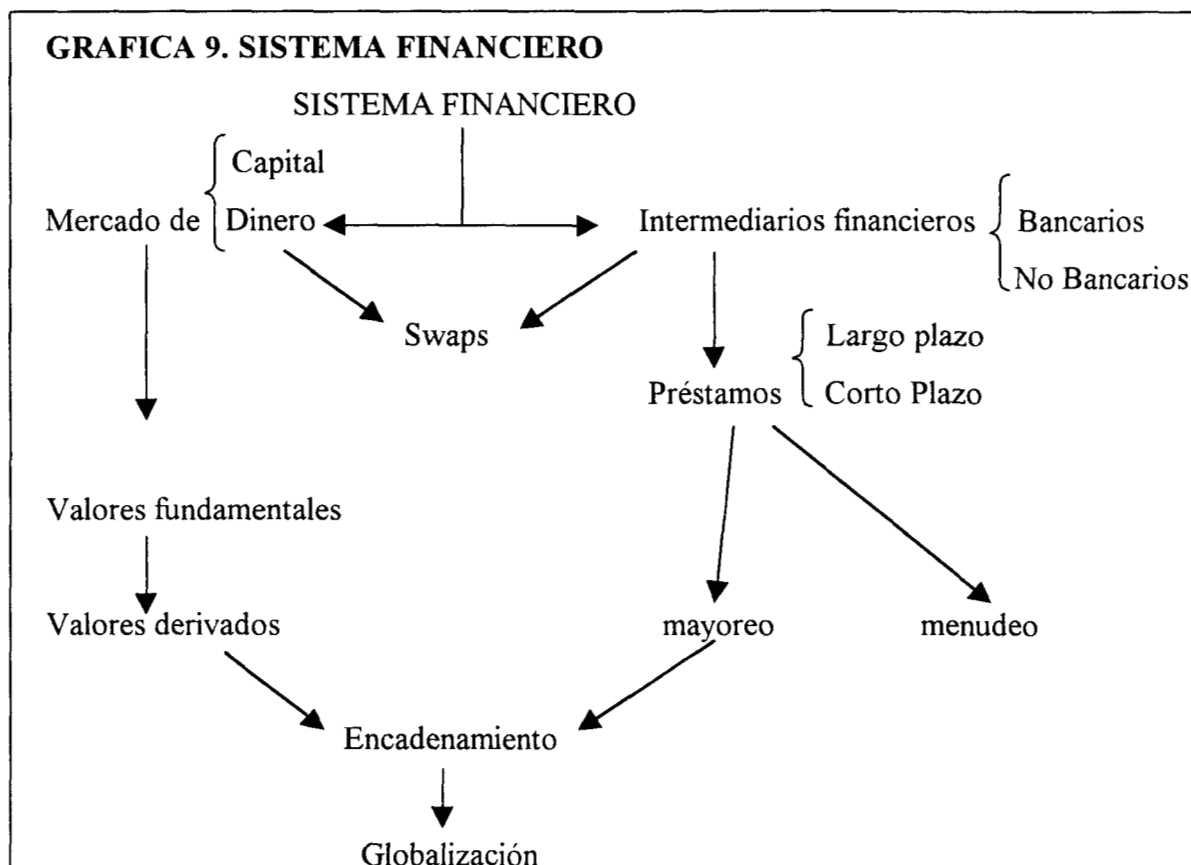
información ya que la información pertinente en estas circunstancias es de naturaleza más internacional que local.

## **7. Transformaciones globales y orientaciones nacionales**

La nueva estructura financiera internacional no tiene vida independiente, sino que refleja los cambios que ocurren en la estructura de las economías nacionales. En la medida en que se fortalece la dinámica de la internacionalización de capital las economías nacionales se ven impulsadas por las mismas fuerzas que orientan a la economía internacional. Los sistemas nacionales han evolucionado paulatinamente hacia estructuras que producen las nuevas características que manifiesta la actividad monetaria financiera. La conjunción de estas características es la del paso de un sistema financiero orientado hacia los bancos a un sistema en que los mercados de capital juegan un papel más determinante. Esto significa que se prefiere la relación directa entre inversionistas y prestamistas proporcionada por los mercados que la indirecta que proporcionan los bancos. Los cambios implican que las estructuras financieras nacionales han venido modificándose en el peso relativo que tiene el financiamiento bancario frente al financiamiento por medio de mercados bursatilizados de dinero y de capital. Como observa Pardee "las deudas al estilo antiguo se están convirtiendo en valores de nuevo tipo" (Pardee, 1988, p. 22). Los mercados de valores han asumido la tarea de transferir capital y riesgos de unos agentes a otros a tal grado que se explica el apelativo de la llamada "industria de los valores". La tendencia en esta dirección es altamente cualitativa pues como lo explican los representantes del FMI "la actividad financiera del comprar y retener da lugar a una estructura financiera orientada a realizar transacciones" (Goldstein et al, 1993, p. 4).

En el gráfico 9 puede distinguirse el esquema propuesto basado en el planteado por Kuczynski. Por un lado está la actividad de los intermediarios financieros de los que forman parte los intermediarios bancarios y los no bancarios. Los bancos comerciales que al vender depósitos líquidos y comprar préstamos realizan fundamentalmente las actividades de acumular depósitos de corto plazo para proveer préstamos de largo plazo y los no-bancos que venden derechos contra

los portafolios de activos que compran. Estos intermediarios pueden clasificarse por la orientación de sus activos al mayoreo o al menudeo. Paralelamente a los intermediarios se encuentran los mercados financieros en los cuales se comercian valores y títulos, en sus dos tipos: los fundamentales como -acciones y bonos-, y los derivados.



En esta evolución del sistema lo significativo es la conceptualización de estas actividades y no la institucionalización por medio de la cual se ejecutan. El proceso en marcha sustentado en la tendencia hacia la banca universal, los inversionistas institucionales y la eliminación de restricciones legales refleja, quizás más significativamente, el resultado de la evolución de los mercados que ligan a los dos tipos de actividades financieras. Este es el papel que juegan los swaps por medio de los cuales los agentes intercambian los flujos de efectivo devengados por instrumentos de cada clase de actividad pero sin intercambiar los instrumentos. Evidencia de estos

rasgos también lo es la mayor articulación que se da entre los instrumentos derivados y las operaciones al mayoreo. Esta es una expresión del encadenamiento que ocurre entre la actividad de los mercados y la de los intermediarios que, como se muestra en la gráfica 1, inducen a la globalización.

Esta división del sistema financiero entre mercados e intermediarios, que llamaré la dicotomía financiera, tiene un nivel general de aceptación en todo el orbe aunque existen diferentes grados de énfasis nacional sobre la importancia que se da a los mercados o a los intermediarios. Esta debe apuntarse como la diferencia esencial entre los modelos de capitalismo shareholder o stakeholder. Esto es, de los modelos de desarrollo capitalista que otorgan diferente peso a los componentes de la estructura financiera. En los Estados Unidos e Inglaterra el modelo ha tenido una aceptación mayor sobre la base de los mercados de bonos que la que ha tenido en Alemania y Japón, donde el financiamiento corporativo es más dominado por los bancos. Mientras que en Alemania los bancos adquieren acciones de las empresas que les adeudan en los Estados Unidos ello está prohibido. Este es un factor histórico al que se debe que la transformación más reciente comenzara más temprano en los países anglosajones que en otras partes al igual que se hiciera con más fanatismo en unos que en otros. Se argumenta que un sistema dominado por la estructura bancaria proporciona: 1) una supervisión superior de la gestión y 2) menores restricciones crediticias y mayor habilidad para asumir apalancamiento (Vishny, 1994-1995). Rajan y Zingales (1994) argumentan que por el contrario, se han exagerado los efectos de los sistemas basados en bancos. En su reporte Vishny concluye que la administración corporativa en Alemania no parece ser muy diferente de la de los Estados Unidos, con lo cual parece implicar que no hay grandes consecuencias de que la economía funcione con base en uno o en otro sistema.

En los Estados Unidos, por ejemplo, en 1960 la deuda corporativa era financiada 50-50 bonos y préstamos bancarios. Para 1992 los préstamos representan el 30 por ciento, los bonos cerca del 55 por ciento y el resto otras formas de papel comercial y préstamos no bancarios. Estos cambios ocurren, además, en un ambiente en que la deuda corporativa ha pasado de 157 MMD a 2,405 MMD (The Economist, April 1994, p. 9) Igualmente apunta Edwards que en 1974 los bancos proporcionaban el 35 por ciento de los fondos a prestadores no financieros que para 1995 se había encogido a 22 por ciento. Igualmente apunta que entre 1980 y 1993 el número de organizaciones bancarias declinó en 32% al reducirse de 12,363 a 8,415 (1996 p. 11).

Contrariamente en Europa los bancos dominan el mercado crediticio. Los activos bancarios como proporción de las empresas financieras equivalen a 56% en Gran Bretaña, 73% en Francia, 77% en Alemania y 78% en España (The Economist, enero 1998).

Incluso, el financiamiento del déficit comercial ha experimentado esta tendencia; dicen Hung, Pigott y Rodríguez que "aunque los bancos han continuado jugando un papel central durante los ochenta, los flujos de valores han llegado a ser el instrumento más importante para canalizar fondos de los países superavitarios de Europa y Asia para financiar el déficit de los Estados Unidos" (Hung y Rodríguez, 1989). Estas transformaciones han obligado a una redefinición de los bancos y sus actividades lo cual se ha manifestado en cambios legislativos. La ley Glass-Steagel en los Estados Unidos y el Artículo 65 de la Ley de Valores e Intercambio de Japón que obligaban a la segmentación de los mercados bancarios y de valores en esos países, han desaparecido en la práctica aunque se mantengan en los libros.

En el Japón es clara esta tendencia. Tanaka y Turner postulan como una de las características del sistema financiero Japonés, al inicio de los setenta, el que "los mercados por valores financieros no eran altamente desarrollados... y los bancos le prestaban fundamentalmente a las corporaciones y no a los consumidores" (p. 11). La función del sistema financiero tradicional, hasta inicios de los setenta, era transferir recursos de los ahorradores a las corporaciones. Por ello, el sector manufacturero recibía el 44.6 por ciento de los préstamos bancarios totales. Para 1980 esta proporción se había reducido al 32 por ciento y para 1991 era de sólo el 15.6 por ciento. La industria manufacturera se convirtió, en los ochenta, en uno de los principales demandantes del financiamiento bursátil que en 1989, su año pico, aportó el 70 por ciento de los fondos que el sector demandó comparado con 25 por ciento promedio anual entre 1980-1985 (Takeda y Turner, p. 58).

En 1990 sólo el 32 por ciento provino de esta fuente. La importancia de los mercados de capital se resalta en la composición de los activos financieros no monetarios del sector corporativo no financiero. En 1970 los depósitos por tiempo fijo ascendieron al 66.1 por ciento del total mientras que los valores bursátiles eran 28.3 por ciento para 1991 estas proporciones se habían invertido al ser 38.4 por ciento y 48 por ciento respectivamente (p. 52, cuadro 15). Sin embargo, hay que considerar la importancia que los ahorros propios representan en el financiamiento de la industria japonesa. En 1970 constituían el 73.8 por ciento y en 1990 todavía alcanzaban el 52.9

por ciento. El sistema Japonés ha ido transformándose radicalmente ya que no solamente se establece la dicotomía financiera sino que ésta afecta incluso la capacidad de autofinanciamiento de las empresas.

Gráfica 9. EU: Participación bancaria en los créditos de corto plazo.



Fuente: Morris y Sellon, 1995, p.61.

En los mercados emergentes la tendencia ha aceptado la preferencia anglosajona se ha manifestado claramente con gran impulso desde mediados de los ochenta. El grado de aceptación y de aplicación de estas transformaciones es determinante para la entrada de flujos de capital, por lo tanto, para obtener financiamiento externo ha sido obligatorio lograr transformaciones en dirección de dar mayor proyección a los mercados financieros.<sup>21</sup> La tendencia a un mayor uso de los mercados sobre los intermediarios se aprecia en las preferencias de financiamiento de las principales empresas en los mercados emergentes más importantes. Como lo muestra el cuadro 17 en casi todos estos países estas empresas optan por recurrir a la emisión de valores antes que obtener préstamos o incluso que depender en financiamiento propio.

<sup>21</sup>Esta transformación para el caso de México constituye el tema de la tercera parte de este trabajo.

**Cuadro 17. Mercados emergentes: fuentes de financiamiento.**  
Principales empresas manufactureras, 1980-1990, valores medios.

	Financiamiento	Financiamiento externo	
	interno	Acciones	Préstamos de largo plazo
Brasil	46,0	37,2	5,6
India	38,1	16,3	38,9
Jordan	54,8	25,5	5,8
Malasia	29,7	48,0	12,0
México	23,1	64,7	1,0
Pakistan	67,5	5,2	23,9
Corea del Sur	15,8	46,9	30,4
Turquía	13,4	66,6	16,9
Zimbabwe	57,0	43,5	nulo
Promedio	32,0	41,1	16,0

Fuente: The Economist, 11 noviembre 1995, p. 80.

La actividad financiera se ha reconstituido así sobre dos grandes líneas: una la de los intermediarios financieros tradicionales y la otra la de los mercados de valores y títulos financieros pero esta no es una segmentación simétrica en la que las dos líneas hacen iguales aportaciones. La aparición de los mercados financieros, como componente central del sistema, es un hecho de arraigo paulatino que se manifiesta en la preponderancia de la bursatilización. Esto no significa que los bancos han perdido su lugar y tiendan a desaparecer ante el empuje de la bursatilización del financiamiento. Si bien la actividad de los mercados ha crecido rápidamente su dimensión relativa continua siendo minoritaria. En el ámbito internacional esto no deja la menor duda si examinamos el cuadro 5. En 1995 del financiamiento internacional neto total los préstamos bancarios representan el 62 por ciento, los bonos el 30 por ciento del total, lo cual es inferior a la mitad de los préstamos bancarios y el renglón de las Euro-valores constituyó el 8 por ciento del total. La función que realizan los bancos continúa siendo significativa para el sistema aunque pierde espacio. Esto se comprueba más fácilmente al revisar los movimientos relativos en los flujos anuales presentados en el cuadro 6. En 1980 el flujo de crédito bancario constituía el 85 por ciento de los flujos totales anuales para 1990 se había reducido a 73 por ciento y para 1994-95 al 50 por ciento. En el paso de unos instrumentos a otros radica la importancia de las transformaciones ya que en la medida en que se pasa de una estructura a otra mayores son las repercusiones sobre la economía y sobre los instrumentos de política económica para orientar el desarrollo nacional.

A ello se debe que la tendencia general en esta evolución del sistema ha sido la de favorecer la actividad internacional a costa de la nacional, a que los mercados financieros se impongan sobre la intermediación financiera, a que los no-bancos ganen a expensas de los bancos, a que la actividad al mayoreo desplace a la del menudeo y a que la emisión de los instrumentos derivados se halla impuesto sobre la emisión de los instrumentos básicos. Estos son factores determinantes en animar el corto plazismo en la inversión.

## **8. Globalización y estabilidad financiera**

La tendencia hacia un mercado global de capital juega un papel determinante en inducir una nueva estructura financiera nacional. La pregunta obligada es si esta estructura induce igualmente a resultados eficientes tanto micro como macroeconómicos. Si los movimientos de capital extra-fronteras crean una nueva competencia en servicios financieros que afectan los precios y los costos del capital lo lógico es que deben inducir a cambios en la operación de la economía nacional por transformaciones en el funcionamiento del mercado financiero. La tendencia al corto plazismo y los requerimientos de información imponen una nueva realidad.

Las corrientes de capitales han modificado: 1) el ciclo de vida de las oportunidades de los consumidores; 2) la distribución del ahorro y la inversión globales; 3) la estructura del sistema internacional de reservas y 4) las técnicas de administración de portafolios particularmente con relación a mejorar la liquidez. Lo más importante, sin embargo, debe ser el impacto sobre la política de supervisión y regulación por las brechas que se pueden crear entre necesidades internas y las ofertas externas de capital. El efecto que la apertura a los mercados internacionales tiene sobre los mayores o menores flujos de crédito nacional es importante por su impacto sobre el ahorro nacional. Así de 1960 a 1972 el nivel promedio de la tasa mundial de ahorro alcanzó el 23 por ciento el cual se incrementa hasta el 25 por ciento entre 1973 y 1980. De 1981 a 1993 este nivel promedio experimento una reducción hasta el 22.5 por ciento, que en los últimos tres años sólo alcanzó al 21.75 por ciento (FMI, mayo 1995). Esto significa que en el periodo de mayor



apertura y globalización la tasa mundial de ahorro se ha visto reducida en tres puntos porcentuales.

Los flujos de capital pueden influir sobre el gasto y, en consecuencia, sobre la actividad productiva. En el fondo lo que esto implica es que la producción como el consumo se hacen más dependientes del exterior. Si esto es así debemos preguntarnos que implicaciones tiene ello, por un lado, para la estabilidad de la acumulación nacional y por el otro para la eficiencia de la política económica que coadyuvaría a lograr dicha estabilidad; es decir, para la formalización y la disciplina de la política macroeconómica. Este no es un simple dilema del comportamiento de economías abiertas, como podría aducirse, sino más bien de como economías nacionales se comportan cuando están inmersas en el entramado de un capital para el cual no hay fronteras. En este contexto dos fenómenos son singularmente relevantes. Uno es el aumento de la propensión al riesgo sistémico y el otro el de la eficiencia de los mercados financieros.

### **8.1. El riesgo sistémico**

La mayor controversia sobre el riesgo implícito y los efectos de estas transformaciones se presenta en una perspectiva macroeconómica.<sup>22</sup> La interrogante central tiene que ver con el problema del riesgo sistémico; esto es, el quebranto que pudiera ocurrir en varios mercados simultáneamente como resultado de los efectos que la quiebra de un agente en un mercado puede ocasionar. No es un dilema nuevo ni un campo en el que no se hallan realizado esfuerzos de prevención. De hecho desde 1974 con la quiebra del Bankhaus Herstatt en Alemania y el Franklin National Bank en los Estados Unidos se reforzó el trabajo para mejorar la coordinación internacional de las políticas de supervisión y regulación. Por medio del Concordato de Basilea de 1975 y a través del Comité para la Supervisión Bancaria de Basilea se logró establecer un estándar de mínimos de capitalización para los bancos internacionales. Este fue el resultado del esfuerzo concertado para 1) fortalecer la base de capital de los bancos y las empresas de seguros; 2) asignar

---

<sup>22</sup>No puede minimizarse, en este respecto, el hecho de que el objetivo del informe sobre mercados internacionales de capital del FMI de septiembre de 1992 es "cómo administrar la reestructuración de los mercados de capital en un ambiente de amplia liberalización, intensa competencia y creciente securitización, en tal forma de evitar una crisis sistémica al igual que los riesgos del Moral Hazard y los costos presupuestarios asociados con el apoyo del sector público a instituciones financieras débiles" (Goldstein et al, 1992, p.1).

responsabilidades de supervisión a las oficinas y a las subsidiarias de bancos y de corredurías; 3) armonizar los requerimientos de información y presentación de reportes y 4) desarrollar medidas que fortalecieran los sistemas de pagos y compensaciones (Mussa et al, 1994, p. 16).

El dilema actual es que la naturaleza del riesgo sistémico se está modificando en respuesta a las nuevas condiciones pero aún no es muy claro como se está dando esta modificación. Esto es precisamente lo que crea una perspectiva más preocupante, especialmente cuando, como plantea McDonough presidente del FED de New York, ante esta situación los participantes en el mercado toman mínimas precauciones. Por ejemplo, el informe del Grupo de los Treinta identifica algunas de las fuentes potenciales de nuevo riesgo sistémico, sin embargo, en general su actitud es a minimizar estas consecuencias por la baja probabilidad de que ocurran. Termina proponiendo, como una de sus recomendaciones centrales, el que los ejecutivos de alto nivel sean informados de las operaciones que la empresa realiza en instrumentos derivados ya que a mayor información habrá mejor toma de decisiones.

El nuevo riesgo sistémico proviene del propio proceso de innovación de los instrumentos financieros, particularmente relevantes es la mayor importancia que adquieren los instrumentos derivados. El creciente uso de estos productos ha alterado el grado de exposición de las empresas y ha afectado la dinámica de los mercados. Dos nuevas formas de riesgo sistémico son singularmente relevantes. La primera es la ruptura de actividades normales que el uso de productos derivados origina al interior de las empresas tales como 1) la subvaluación del precio del crédito, 2) el grado de liquidez de mercado y 3) las dificultades para detectar fraude en la contabilidad y en la auditoria interna de las empresas.<sup>23</sup>

Una segunda categoría, aun menos entendida según McDonough (1993, p. 4), es la susceptibilidad del sistema financiero a choques que devienen por la conjunción del uso más extendido de productos derivados con avances en la tecnología y en las telecomunicaciones. Varias son las posibilidades que aparecen: 1) crisis financieras que pueden resultar de una cierta falta de transparencia en el grado de exposición de las empresas. La falta de información sobre las actividades ajenas a la hoja de balance ejemplifica este riesgo. Hasta el momento se han dado casos que apuntalan hacia la existencia del problema pero que en si no constituyen una crisis. El desenlace con la quiebra del Condado de Orange, California, por especulación cambiaria puede

que muestre una mayor dimensión de este problema. El problema mayor es que la insuficiencia de liquidez en que puede caer una organización puede resultar en una falta de cooperación de otras instituciones para resolver este tipo de problemas debido a la falta de información confiable sobre la empresa con problemas. Suponga que la empresa con problemas es un hacedor de mercado en productos derivados. ¿Qué tan fácil es que otra empresa asuma riesgos que no son fácilmente evaluables? Un problema de liquidez puede, entonces, terminar en insolvencia.

2) Otra posibilidad deriva del fenómeno de "retroalimentación positiva" (positive-feedback). Este es uno de esos mecanismos que exacerbaban las alteraciones que pueden aparecer en la dinámica de precios. El efecto de la retroalimentación positiva no es un fenómeno nuevo, en realidad siempre ha existido en los mercados financieros pero las fuentes que lo generan han crecido con el crecimiento exponencial de instrumentos como las opciones. Si una organización financiera experimenta pérdidas importantes, por ejemplo en el mercado cambiario, puede quebrar o se le puede percibir como una empresa en peligro de desaparecer aún por empresas en sectores no relacionados. Como argumenta McDonough "la razón es que las opciones escritas, como algo normal, tienden a ser dinámicamente arbitradas y por lo tanto requieren ser vendidas en un mercado que cae. Adicionalmente, acuerdos marginales y colaterales se usan más y más para administrar el riesgo financiero en transacciones con instrumentos derivados. Estas provisiones pueden amplificar agudos movimientos de precios ya existentes en los mercados fundamentales" (1993, p. 5). Esta situación que en tiempos normales puede no ser crítica se torna muy crítica en momentos de gran tensión y gran volatilidad ya que algunos instrumentos, como las opciones cambiarias exóticas, poseen elementos que pueden disparar la compra o venta en gran escala cuando el nivel de las tasas llegue a cierto valor. Se crea así una gran volatilidad que induce a incertidumbre y una gran actividad propagadora de alteraciones, especialmente en los mercados a la vista.

Estas dificultades se magnifican por elementos que caracterizan a la globalización tales como: 1) la magnitud de los mercados de capital; 2) la mayor canjeabilidad de los activos financieros y 3) los cambios inciertos en la estructura hegemónica ya que países líderes como Alemania y Japón no han estado dispuestos a asumir una mayor responsabilidad, tal y como les corresponde.

---

<sup>23</sup>Las pérdidas millonarias de los bancos Baring y Daiwa recientemente descubiertas atestiguan sobre este dilema.

## 8.2. Mercado o coordinación estatal

La mayor volatilidad cambiaria es defendida como algo positiva para la economía nacional por lo cual los flujos que producen no deben ser desalentados. La volatilidad es, en este contexto, más un beneficio que un costo porque refleja cambios en las percepciones de los agentes económicos sobre posibles desarrollos futuros lo cual sirve para prevenir inconsistencias en las políticas gubernamentales. Esta premisa es básica en el pensamiento económico ortodoxo contemporáneo. La mayor dependencia en las señales del mercado es un factor positivo. No sólo se imprime mayor eficacia a la toma de decisiones sino que se llena la necesidad que hay por una mayor coordinación de las políticas nacionales para alcanzar objetivos nacionales (Goldstein et al, 1992). El que esta coordinación sea por medio del mercado es preferible a una coordinación formal u oficial. Como prueba de esta incapacidad burocrática se recuerdan los limitados alcances de los esfuerzos de la coordinación oficial que se han intentado desde 1985. Cinco factores se postulan como responsables de este resultado, a saber:

- 1) la existencia de desacuerdos básicos sobre los objetivos que se persiguen.
- 2) la variedad de percepciones de la forma en que la economía funciona.
- 3) la gama de valores económico-sociales con los que se evalúan las propuestas.
- 4) el enfrentamiento entre políticas económicas nacionales.
- 5) la política fiscal expansionista de los Estados Unidos.

Este conjunto de factores apunta a la existencia de conflictos difíciles de erradicar ya que al escoger entre los objetivos internos y los externos de la estabilidad macroeconómica los gobiernos tienden a dar preferencia a las soluciones de carácter interno. Naturalmente, esta actitud coarta la voluntad que se requiere para lograr soluciones colectivas viables y cuestiona la naturaleza de la coordinación misma. Por ello, son relevantes los análisis que han encontrado factores positivos de la intervención en el mercado cambiario. Mussa sugirió el "efecto señal" que tiene la intervención al transmitir información sobre la política monetaria futura. Klein (1992), Kaminsky y Lewis (1993) y Domínguez y Frankel (1993) han proporcionado evidencia a este respecto. Sin embargo, el comentario de Sheldon parece también tener validez cuando observa que "los acuerdos

monetarios globales se han deteriorado hasta convertirse en un juego de póker de grandes apuestas donde los tipos de cambio son determinados sobre la base de la última fanfarronada entre representantes oficiales y especuladores" (1994, p. 104).

El mercado, en el argumento ortodoxo, es más flexible y opera continuamente, por lo tanto, el que esta coordinación sea por medio del mercado es preferible a una coordinación formal u oficial. El núcleo de esta propuesta descansa en la noción de que la coordinación por el mercado no puede equivocarse al ser este el que permite la mejor evaluación del riesgo. El mercado da una evaluación permanente en función de la percepción que tengan los agentes económicos de la calidad de las políticas macroeconómicas y financieras de cada país. Llega a afirmar *The Economist* que "los mercados son a menudo lo único que mantiene a los gobiernos en línea" (July 13, 1996, p. 84). El punto nodal de esta postura acerca de la preferencia por los mercados sobre la intervención estatal descansa en la hipótesis de la eficiencia del mercado (HEM) que ha sido una proposición central en economía financiera (Fama, 1970, 1991; Copeland y Weston, 1983; Merton, 1986; Leroy, 1989).

### **8.2.1. La hipótesis de mercados eficientes.**

Los mercados financieros son eficientes porque 1) sus precios reflejan toda la información disponible y 2) los precios de los activos están amarrados a sus valores fundamentales. Se sostiene, entonces, una definición, según Wadwhani; que consiste en "que toda la información existente y publicada se ha tomado en consideración para arribar el precio presente de un activo" (1987, p.3). Esto significa que los precios a los que se intercambian activos financieros en mercados de liquidez reflejan el valor correcto de estos activos. Si no fuera así habría inversionistas que intentarían aprovecharse de la ineficiencia con lo cual moverían el precio al nivel de la información disponible. Adicionalmente, si los precios completamente reflejan toda la información disponible, entonces, sólo pueden cambiar cuando existe nueva información. De este planteamiento, se pasa casi automáticamente a aseverar que la valuación de activos es también racional, en el sentido de ser igual a su valor fundamental; es decir, al valor presente de las corrientes de capital esperados de dichos activos.

El argumento básico de esta hipótesis es que los precios de los activos reflejan completamente "toda" la información disponible. Una precondition, como apunta Fama (1991, p. 1551) es que la información y los costos de las transacciones son siempre cero, lo cual permite que oferentes y demandantes actúan con base en información perfecta. Este hecho minimiza el riesgo en que se incurre al asignar fondos prestables en el mercado de crédito. Por tanto, los agentes económicos al funcionar sobre la base de la información perfecta que proporciona el mercado hacen que este imponga precios a los activos que reflejan su nivel correcto (Fama, 1970, p. 383).

Se ajusta esta visión al paradigma de mercados completos; esto es, que existe un mercado y un precio asociado para cada bien a partir de los supuestos de que la información es completa y la competencia es perfecta. Sobre la base de estos, y otros supuestos adicionales, se llega a demostrar, que las decisiones no centralizadas de mercado son siempre Pareto óptimo, y que ello se logra por medio del sistema de precios, por lo tanto, que el paradigma cumple con los teoremas fundamentales de la economía del bienestar. Se hace así presente la mano invisible de Adam Smith tal y como Arrow y Debreu lo demostraron para un modelo de equilibrio general (1954) y que en el plano financiero recibió gran impulso con los postulados de Modigliani y Miller (1958).

En esta perspectiva se define el principio de mercados eficientes por que son transmisores perfectos de información al tomar en cuenta "toda" la información existente, la cual se refleja en los precios de mercado. El supuesto de la información perfecta, por tanto de la certidumbre, constituye la premisa básica para la eficiencia de los mercados; esto es, para aceptar que los precios de mercado son las mejores señales que pueden existir para la toma de decisiones de intercambio o de producción.

### **8.2.2. La crítica a la validez de la HEM**

Esta hipótesis de eficiencia viene siendo criticada desde que Akerlof (1970) relacionara calidad e inseguridad en la teoría de los mercados. La existencia de bienes de diferente calidad, como los automóviles defectuosos que en los Estados Unidos se conocen como limones; induce a asimetrías en la información disponible que afectan el mercado creando distorsiones en el precio que hacen que los mercados no sean completos; esto es, que no sé de un mercado con un precio

para cada bien. En el ejemplo de Akerlof del mercado de automóviles los vendedores tienen conocimiento sobre la calidad del automóvil que el comprador no tiene, pero los carros buenos y malos venden al mismo precio. Para Akerlof esta es la aparición de la ley Gresham con otro ropaje.

En términos generales el dilema es que cuando la teoría toma en consideración factores esenciales como el tiempo y la incertidumbre “no es posible continuar asumiendo la existencia de un conjunto completo de mercados. Entremos necesariamente al mundo de los mercados incompletos” (Magill y Shafer, 1991, p. 1524). De Akerlof a la fecha la controversia respecto a la HEM ha crecido y se ha radicalizado. Este proviene de posturas y debates académicos como los impulsados por Jensen, (1978); Tobin, (1980, 1984); Stiglitz y Weiss, (1981); LeRoy y Porter, (1981); Summers, (1986); Wadwhani, (1987); Shiller, (1988); Summers y Summers, (1989); Stiglitz, (1991); Grossman y Stiglitz, (1980); Stiglitz y Greenwald, (1991); Arnott, Greenwald y Stiglitz, (1993); MacDonald y Taylor, (1991 y 1992). Este cuestionar igualmente ha encontrado eco entre dirigentes internacionales y empresarios. Entre los primeros, el propio Director Gerente del FMI ha llegado a avalar esta posición crítica al reconocer que el sistema monetario internacional no puede ser abandonado a los automatismos del mercado sino que requiere de una coordinación permanente (Camdessus, 1994, p. 178). Levantó, igualmente, gran polémica la postura de la Comisión Delors en 1989 al argumentar que "la presión ejercida por las fuerzas del mercado podría ser o bien demasiado lenta y débil, o bien excesivamente brusca y distorsionada" (Comité, 1989, párrafo 30). Entre los practicantes ha destacado, desde tiempo atrás, la postura de Henry Kaufman (1986, 1994) renombrado gurú de Wall Street, y más reciente la inesperada y altamente controversial posición de George Soros (1998). Examinaré a continuación la esencia de esta crítica.

### **8.2.3. Los supuestos incorrectos**

El problema con la hipótesis de mercados eficientes comienza al introducir al elegante planteamiento teórico del equilibrio general, en los términos de Arrow y Debreu, el realismo que imprimen el tiempo y la incertidumbre de los mercados existentes con las complicaciones de contratos y restricciones sobre la forma de participación de los agentes. Cuando se incluyen estos

factores la asignación eficiente de recursos deja de funcionar en el nivel exclusivo de mercados al contado para el intercambio de bienes para situar estos mercados en el marco de mercados financieros de bonos, acciones, futuros, opciones y de contratos entre empresas y de empresas con trabajadores. Aparece así la interacción de mercados de bienes con mercados financieros que requiere del dinero y de contratos nominales con lo cual se deja el mundo idealizado de la teoría del equilibrio general para situarse en el contexto de un equilibrio de mercados no perfectos. El intercambio futuro se enfrenta consecuentemente a dos limitaciones centrales. Una es la existencia de mercados incompletos y la otra es “la falta de voluntad o la incapacidad de los agentes para aceptar compromisos de largo plazo” (Magill y Shafer, p. 1524).

En este contexto parecen de central importancia los supuestos equivocados que se hacen sobre los mercados financieros. El primer supuesto es la falacia Walrasiana; esto es, el considerar que el mercado financiero funciona como cualquier otro mercado, como el mercado de papas por ejemplo. Kaufman, da credibilidad a este debate al afirmar que las instituciones financieras son únicas como consecuencia de la peculiaridad de tener poco capital pero un inmenso pasivo (1986, p. 77). Un planteamiento semejante lo avalan académicamente Greenwald y Stiglitz al afirmar que “los bancos tienen un alto grado de apalancamiento con pasivos fijos, los depósitos que reciben, y activos riesgosos, los préstamos que realizan, que obligan a que los bancos deban preocuparse por el riesgo de quebrar” (1993a, p. 31). Esta naturaleza peculiar de la actividad bancaria es un punto central en los postulados teóricos de los nuevos keynesianos. Para Greenwald y Stiglitz la diferencia reside en que en el mercado de crédito “el dinero se intercambia por una promesa de obtener beneficios en el futuro. Esta promesa es siempre, en efecto, una promesa contingente” (1991a, p. 5). Estas peculiaridades de los mercados de crédito impide que los intermediarios bancarios asignen los recursos a quien esté dispuesto a pagar el mayor precio, a la Walras. Su mejor opción es quién garantiza mejor el cumplimiento de dicha promesa contingente. La diferencia en este mercado es que no es el que este dispuesto a pagar la más alta tasa de interés quien necesariamente reciba los recursos financieros. El precio, en este caso la tasa de interés, juega un papel como mecanismo de asignación dado que define el costo de oportunidad de los fondos disponibles. Pero el mecanismo de asignación de recursos es más complicado. Tiene que ver con como las instituciones financieras escogen los proyectos con mayores probabilidades de éxito. Este es el mecanismo de selección. Este es un problema de información puesto que los



bancos no tienen conocimiento perfecto sobre las posibilidades de éxito de los proyectos a financiar. Los precios juegan un papel secundario mientras que la función de las instituciones es central y determinante como una forma de comportamiento de empresas adversas al riesgo; esto es, de empresas que pueden diversificar el riesgo sólo parcialmente.

En el caso del mercado cambiario esta falacia walrasiana se manifiesta en el hecho de una tendencia de comportamiento de corto plazo. El factor determinante es que el mercado está orientado por el efecto rebaño. Esta visión de corto plazo al dominar el intercambio amplifica la especulación lo cual multiplica los flujos de capital y, en consecuencia, aumenta las presiones sobre el valor de las paridades y en consecuencia, la volatilidad del mercado.

Un segundo supuesto es considerar que los servicios financieros son una actividad productiva. Esta es una falacia que se basa en el principio de que lo que aumenta las ganancias contables tiene que ser productivo lo cual no necesariamente es cierto (Toporoswsky, 1993). Además, este racionamiento ha llevado a la postura gubernamental de que los bancos no deben de quebrar lo cual se convierte en un incentivo para obtener y hacer prestamos más allá de lo prudente recurriendo a los mercados internacionales. Este supuesto se podría enmarcar en lo que Bhaqwati ha llamado actividades rentables directamente improductivas (llamadas DUP en inglés) a las cuales define de la siguiente manera: "formas de tener una ganancia (ej: un ingreso) por medio de actividades que son directamente no productivas; esto es, que producen rendimientos pecuniarios pero no producen bienes o servicios que formen parte directa o indirecta de una función de utilidad por la vía de incrementar la producción o por hacer disponibles a la economía bienes que entren en una función de utilidad" (1982, p. 989). En su clasificación Bhaqwati no incluye las actividades financieras como parte de las DUP pero la forma en la que algunas de ellas han evolucionado llegando a ser contenedoras financieras, a la Ohmae, me induce a incluirlas en esta clasificación. Tampoco sería correcto argumentar que todas las actividades financieras caen en esta categoría pero sí es correcto clasificar como tal las denominadas como "transferencia de activos" que con la mayor relevancia de los mercados financieros se han multiplicado rápidamente.

Un tercer supuesto es postular que el libre intercambio de servicios financieros mejora la operación del mecanismo de precios. Este efecto puede ser cierto cuando en el mercado el intercambio se da entre servicios homogéneos fácilmente identificables y el mercado es unitario con fronteras claramente demarcadas y procedimientos funcionales plenamente establecidos. Estas

condiciones no sólo no se cumplen en los mercados financieros sino que permanentemente se agravan por el proceso de innovación financiera; los instrumentos derivados hechos a la medida ejemplifican el grado de dificultad actual. Los corredores de divisas saben que bajo esta perspectiva el gobierno no está preparado para defender un nivel de la paridad elevando indefinidamente las tasas de interés ante un ataque especulativo. Este supuesto se convierte en un incentivo a la especulación financiera.

Un cuarto supuesto es el de la optimalidad de la apertura. La eliminación de barreras debe inducir al cumplimiento de la ley de un sólo precio como condición óptima del mercado. Ello no ocurre debido a que la integración por sí sola no induce a mercados perfectamente eficientes a partir de mercados segmentados e imperfectamente competitivos, como son los mercados nacionales. La imperfección de los mercados internacionales es una consecuencia de la imperfecta condición de los mercados locales que la integración de la economía mundial no resuelve. El problema, apunta Krugman, es que la integración imperfecta es como la competencia imperfecta donde el oligopolio no es el promedio entre el monopolio y la competencia perfecta.

#### **8.2.4. Equilibrio general y equilibrio incompleto**

La teoría general del equilibrio descansa sobre supuestos altamente restrictivos lo cual debilita sus fundamentos y hace que la hipótesis central no sea sostenible empíricamente, como lo apuntan Magill y Shafer. La exclusión del tiempo y la incertidumbre permite mercados al contado que al excluir el dinero y funcionar en términos reales posibilitan el equilibrio. En estas condiciones se comprueba el funcionamiento perfecto de la mano invisible y se justifica el *laissez-faire* lo cual implica la exclusión absoluta del gobierno en el funcionamiento de los mercados privados.

Cuando al modelo se le incluyen el tiempo y la incertidumbre se rompe con la elegancia del equilibrio general por el requerimiento que se tiene de funcionar en términos nominales lo cual induce a modificaciones en la asignación del equilibrio. Por ello esta perspectiva de análisis requiere de dos conceptos adicionales. Uno es el de formación de expectativas y el otro el de compensaciones de mercado (*market clearing*). En estas nuevas condiciones la situación se complica cuando los agentes forman expectativas sobre precios futuros a fin de determinar sus propios requerimientos de demanda. Las demandas se manifiestan vía las compensaciones en el

mercado con lo cual se establecen los precios finales. El resultado no está perfectamente determinado como en el enfoque de equilibrio general. Por el contrario, se induce a plantear la posibilidad de diferentes escenarios de equilibrio. Si las expectativas a priori no se cumplen a posteriori entonces sólo existen equilibrios temporales en los mercados y un cambio permanente en las expectativas de precios. Por el contrario, se puede hacer un supuesto más fuerte de una capacidad perfecta de pronóstico de los agentes que correctamente anticipan los precios futuros con lo cual los mercados futuros siempre se compensan. Como apuntan Magill y Shafer “este concepto permite a los agentes tener estimaciones de probabilidad diferentes sobre eventos futuros” (p. 1527) y en consecuencia diferentes posibles resultados. Una posibilidad de ellas es que todos los agentes coinciden en la estimación de esta probabilidad. Este improbable resultado constituye la esencia del equilibrio de expectativas racionales.<sup>24</sup>

La dificultad con el concepto de que los mercados son inevitablemente Pareto eficiente se encuentra en este campo. Diferentes estructuras de mercado en una economía básica de intercambio determinan la existencia o no del equilibrio como consecuencia de los diferentes conjuntos de presupuestos a que se enfrentan los agentes. Así, se puede tener un equilibrio de mercados completos cuando se funciona en una economía de mercados contingentes pero no ocurre igual cuando se hace en una economía en que se interrelacionan mercados al contado y mercados financieros. La aportación que hacen los mercados financieros es proporcionar instrumentos que permiten a los agentes redistribuir sus ingresos entre diferentes oportunidades de uso de sus recursos. Con ello se elimina la fuerte restricción de presupuesto que imponen los mercados al contado. Este se constituye en el factor central que diferencia una situación en que los mercados son completos y otra en que no lo son. En el contexto de mercados completos siempre existirá un solo presupuesto mientras que la presencia de mercados financieros permite la existencia de múltiples presupuestos. Un vector único de precios característico de los mercados completos implica que hay total acuerdo entre los agentes acerca del valor presente del flujo de ingresos futuros. En mercados incompletos existe desacuerdo entre los agentes lo cual hace que el valor presente normalizado de los agentes difiera. Afirman Magill y Shafer que es esta diferencia lo

---

<sup>24</sup> En esta perspectiva no es difícil ver por que los planteamientos de Lucas, que sus seguidores rebautizaron como la Nueva Economía Clásica, fracasó como el mismo lo acepta al afirmar que “Los shocks monetarios no son tan importantes. Ese es el punto de vista al que he sido conducido...no hay duda, es un retroceso en mis puntos de vista” (Cassidy, 1998, p. 10).

que permite que en el primer caso se logre tener una eficiencia Paretiana y en el segundo caso esta eficiencia no exista.

### **8.2.5. La información asimétrica**

La línea de discusión sobre las causas de la ineficiencia Paretiana en la asignación de recursos en presencia de mercados incompletos que me parece más pertinente es la que cuestiona el supuesto de información completa y enfatiza la carencia empírica de dicha información.<sup>25</sup> El principio de la eficiencia del mercado financiero parece perder validez cuando la información es menos que perfecta como correctamente apunto Akerlof. Este es el factor que afecta el comportamiento en el tiempo y que determina el grado de incertidumbre con el que se toman las decisiones. Central en este funcionamiento son las condiciones en la formación de expectativas.

La premisa central de este asunto es que las imperfecciones de información que tienen los agentes en el mercado derivan de que la información tiene un costo y de que existen costos de transacción. En estas circunstancias la función de transferir capitales y riesgos entre agentes económicos que realizan estos mercados se complica y dificulta. La naturaleza y las causas de estas imperfecciones son más importantes, argumenta Stiglitz, que las fuentes que las producen (1992,2)

El mercado financiero no es, en suma, un mercado como todos los demás. La diferencia entre este mercado y el resto reside en que la promesa del deudor de pagar ciertos beneficios en el futuro puede o no cumplirse lo cual hace esta actividad inherentemente riesgosa. El mercado financiero es un mercado especial por que los organismos crediticios son instituciones especializadas que asignan recursos directamente al hacer juicios acerca del mejor uso del capital o por lo menos del uso más probable con el que se cumpla su promesa; por lo cual, como afirma Bernanke "En el mercado de crédito transacciones descentralizadas basadas únicamente en el precio (o la tasa de interés en este caso) muy probablemente no funcionen" (1992-1993, p. 52).

---

<sup>25</sup> Una línea alternativa de análisis es la que postula la existencia de comportamientos que intentan ganarle al mercado. El carácter especulativo de la actividad financiera es uno de estos comportamientos y uno de los más importantes al considerarse como el responsable de los gigantescos flujos de capital que caracterizan a la economía contemporánea. Otra forma de este tipo de comportamiento anti eficiencia es la llamada "inversión contraria" (contrarian investment) (Lakonishok, Shleifer y Vishny, 1994).

Considerar al mercado de préstamos como igual a cualquier otro mercado distorsiona la percepción de la incertidumbre y, por lo tanto, del riesgo.

Los préstamos no son un intercambio ordinario de mercancías estandarizadas en el que realizada la operación se acaba la relación entre los participantes. El intercambio de fondos por la promesa de un beneficio futuro, para la que existen diferentes probabilidades de cumplimiento, implica asimetrías entre los participantes producidas por la asimetría de información entre prestadores y prestamistas. Estas asimetrías modifican el significado de los mercados y su poder de decisión sobre los precios y en consecuencia sobre la asignación de los recursos. Esta es una consecuencia de que el dinero, como apunta O'Brien, se convierte en un "producto información" (1993, p. 7), o como apunta Kurtzman se convierte en "moneda megabyte" (1993).

Cuando existe información asimétrica el prestamista tiene más información que el prestatario. Este último no sabe todo lo que debe saber del primero para tomar la decisión de otorgarle fondos para invertir. Por ejemplo, quien otorga un préstamo no tiene todo el conocimiento sobre las probabilidades de éxito de la inversión. El que recibe el capital tampoco tiene toda la información pero conoce mejor las probabilidades de éxito. Igual situación ocurre entre los inversionistas que proporcionan capital y los administradores que determinan su uso. En consecuencia, la forma en la cual la información se distribuye entre compradores y vendedores de instrumentos financieros condiciona el funcionamiento del mercado incluyendo la probabilidad de que este funcione con grandes limitaciones o incluso que desaparezca. La información imperfecta inhibe una apropiada distribución del riesgo entre los agentes económicos. Este es un hecho ineludible en el mercado de valores. Este mercado es particularmente vulnerable por la existencia de información asimétrica entre los demandantes y los oferentes de capital. La estrategia del demandante de valores se rige por no invertir en documentos cuyo valor reflejen una calidad más allá del promedio lo cual enfrenta a los oferentes de capital que se encuentren por arriba y por abajo de tal nivel. Los que están por arriba no están dispuestos a subvaluar su valor neto mientras que los que están por abajo gozan de una sobrevaluación. El demandante puede ganar o perder subordinado a la selección que haga y dependiendo de ello el mercado puede ser ineficaz por negar fondos a proyectos de bajo riesgo.

Los mercados de crédito no tienen el comportamiento normal en el que el mercado asigna el bien intercambiado al que este dispuesto a pagar más. No es el que este dispuesto a pagar la más

alta tasa de interés quien necesariamente reciba los recursos financieros sino el que mejor garantiza el cumplimiento de la promesa de pago. El mecanismo de asignación del crédito depende críticamente del mecanismo institucional de selección de los proyectos que son buenos riesgos. En esta selección los precios juegan un papel secundario. El proceso de asignación del crédito no es, entonces, algo que realiza el mercado, lo hacen las instituciones de crédito con su mecanismo de selección en el cual los precios no son el factor determinante. Aparece, en consecuencia, uno de los problemas fundamentales de la información asimétrica o de las imperfecciones en la información que es la selección adversa (Mishkin, 1991). Este es el resultado negativo de una mala asignación de recursos entre prestatario y prestamista por decisiones equivocadas en la función de selección. Ello ocurre cuando los créditos se otorgan o pueden otorgarse a inversionistas que son malos riesgos. La existencia de dificultades por la selección adversa hace a los prestatarios más renuentes a otorgar préstamos dada su característica de ser riesgo adversos y afecta la actividad económica al condenar a la inexistencia a proyectos que pudieron haber sido viables.

En este contexto la esencia de la actividad financiera es la recolección y evaluación de información. A falta de esta los mercados reaccionan incorrectamente a las condiciones que los afectan lo cual inhibe al mercado a establecer precios eficientes. En el mercado bursátil, como en el cambiario, la reacción excesiva a la rentabilidad pasada hace que el mercado fije precios incorrectos a los valores o a las divisas. La causa no es el grado del riesgo, como lo postula la HEM, sino la existencia de expectativas incorrectas. Esta deficiencia se manifiesta, por ejemplo, en las discrepancias entre los precios de los activos financieros y de los bienes raíces con relación a los flujos subyacentes de efectivo lo cual termina por inducir burbujas especulativas. En el mercado cambiario se presenta la reacción excesiva de los tipos de cambio que ocasiona efectos negativos sobre la competitividad y por tanto ocasiona distorsiones en la economía real que terminan por inducir fuertes movimientos de capital de corto plazo. Además de que la asimetría de información causa dificultades de selección adversa también puede causar dificultades una vez que la transferencia se ha llevado a cabo.

Este es el problema de riesgo moral. Esta situación ocurre cuando el deudor incurre en actividades que según el prestamista no son óptimas para el cumplimiento de las obligaciones de pago del crédito y, en consecuencia, incrementan la probabilidad de bancarrota. Se traslada un mayor riesgo al prestamista. La carencia de información perfecta que pueda tener la institución

crediticia es resultado del funcionamiento del mercado. Obtener la información necesaria implica incurrir en un costo que puede ser muy alto. Este incremento de costos es lo que hace que los agentes prefieran operar en condiciones de información asimétrica. También el costo de la función control es determinante en el funcionamiento del mercado. Aunque se tenga toda la información la tarea de control puede ser tan costosa que las empresas prefieren no ejercerla. Lo importante de este enfoque es que la ineficacia del mercado se origina en el propio funcionamiento del mercado. No son factores exógenos al mercado los que ocasionan la ineficacia.

Si el precio, la tasa de interés, no está determinada únicamente por el mercado ni sirve para encontrar el equilibrio de este mercado, entonces, el equilibrio de este mercado ocurre a menudo en condiciones de desequilibrio. Se establece un equilibrio de desequilibrio como lo plantea el pensamiento keynesiano. Tampoco el exceso de demanda crediticia se resuelve por medio de un incremento del precio: la tasa de interés, sino racionando el crédito. De hecho, en estas circunstancias una tasa de interés más alta puede agravar el dilema de un mayor grado de selección adversa o puede incentivar un grado más alto de riesgo moral.

Grossman y Stiglitz plantean consecuentemente que el equilibrio competitivo es definido como la situación en la que los precios son tales que se eliminan las ganancias del arbitraje. En estas condiciones, el mercado no puede estar en equilibrio. Esto se debe a que los arbitrajistas saldrían perdiendo en esta costosa actividad. Esta "la paradoja Grossman-Stiglitz" (Grossman y Stiglitz, 1980). Su argumento va en contra del supuesto de que todos los mercados, incluido el de la información, están siempre en equilibrio y pueden ser perfectamente arbitrajados. Tal línea de argumentación es inconsistente con el costo del arbitraje. En su lugar proponen ellos la existencia de un grado de equilibrio de desequilibrio en el que los precios reflejan la información de los agentes mejor informados; esto es de los arbitrajistas, pero sólo parcialmente. El sistema de precios de mercado hace pública esta información pero imperfectamente lo cual es afortunado pues "si lo llegara a hacer perfectamente, el equilibrio no podría existir" (1980, p. 393).

El problema es que los teóricos de los mercados eficientes no están consientes de que la información sin costo, además de ser una condición suficiente, como ellos argumentan, también tiene que ser una condición necesaria. El planteamiento resulta ser "un reducto ad absurdum puesto que el sistema de precios y los mercados competitivos son importantes solamente cuando la información tiene un costo" (p. 404). Demuestran Grossman y Stiglitz, entonces, que cuando la

hipótesis de la eficiencia de los mercados se mantiene y la información tiene un costo los mercados competitivos se derrumban.

Está claro, entonces, que no es el mercado el que toma las decisiones, sino que son las instituciones y que lo hacen al margen de este. La transacción financiera incluye elementos indispensables que complementan al precio, como por ejemplo el uso de colateral sin el cual muchas operaciones crediticias pudieran no tener lugar. Se pone así en entredicho la HEM. En el mercado cambiario, donde pudiera ser más viable que se cumplieran las condiciones para hacer válida la HEM la evidencia empírica no esta toda a su favor. McDonald y Taylor son categóricos al afirmar que a la luz de la evidencia la HEM “ha sido decididamente rechazada para el mercado de cambio extranjero” (1992, p. 33).

### **8.3 La intervención necesaria**

La no eficacia paretiana de los mercados financieros deriva de insuficiencias en la información necesaria para la toma de decisiones sobre inversiones que son inherentemente riesgosas. A mayor información menor riesgo. En verdad el problema debe ser planteado como uno de diferencias de información entre dos tipos de agentes: los que están informados y los que no lo están como consecuencia del costo que tiene la información. Toda información que se requiere para tener precios eficientes sólo existe a un costo y para tener "toda" la información el costo puede ser muy elevado. A fin de no elevar el precio se toman decisiones sobre la base de información imperfecta. En estas condiciones los mercados funcionan en desequilibrio en el que los precios son el reflejo de información parcial. Se evita un mayor costo pero se toma un mayor riesgo.

La hipótesis de la eficiencia de los mercados cuando la información tiene un costo no sólo es inoperante sino que es incorrecta. Si en un mercado clave como el del crédito no se pueden tener precios eficientes porque el costo de la información necesaria lo impide se hace indispensable, por tanto, que el mercado sea apoyado por factores complementarios para lograr una mejor asignación de los recursos crediticios al menor grado posible de riesgo. Tal lógica es aplicable, igualmente, al mercado cambiario. Significa ello retomar una nueva ruta en el proceso de



regulación alejándose de las promesas sin cumplir de la desregulación. Plantear una estrategia de "no intervención en el mercado" también parece incorrecto (Arnott, Greenwald y Stiglitz, 1993). La no intervención es teóricamente viable y correcta con mercados completos pero cuando estos no lo son existe un espacio para que el estado u otros mecanismos, que incluso pueden ser de mercado, coadyuven a mejorar el mecanismo de los precios. No debe olvidarse que precios incorrectos empujan a una ineficaz asignación de los recursos de que se dispone, sean estos crediticios o cambiarios. Ello ocurre porque en los mercados incompletos la evaluación que los agentes hacen de las tasas de sustitución entre diferentes posibles situaciones es diferente. En consecuencia un planificador que considera estas diferencias en precios relativos puede contribuir a una redistribución del ingreso que el mercado no puede realizar. El mercado requiere, entonces, de mecanismos adicionales; es decir, de instituciones que puedan solventar las deficiencias de información. Este es un papel clave de los bancos. En la medida en que estos han perdido importancia relativa a favor de otras instituciones financieras, como compañías de seguros, fondos de pensión, fondos mutuos, casas de corretaje, que también colectan y evalúan la información esta se multiplica pero su costo se incrementa. Estas formas de relación entre acreedor y deudor rebasan el funcionamiento normal de las fuerzas de la oferta y la demanda haciendo que los precios no concentren toda la información.

El estado puede, por su parte, coadyuvar a remediar o aliviar las fallas de información, específicamente en la recolección de la información que requieren las instituciones crediticias para la toma de decisiones. Ello contribuiría a minimizar el problema de selección adversa. Igualmente la intervención puede servir para desactivar situaciones de riesgo moral. El conflicto de intereses entre deudores y acreedores puede ser aligerado al tomar acciones que ayuden a desactivar situaciones en que el riesgo lo corre más el prestamista que el prestador que puede ser la causa original por la cual se incurre en posturas de riesgo moral. En los Estados Unidos el estado ha jugado un papel significativo en esta labor. La garantía oficial sobre depósitos o los préstamos bajo garantía oficial, que cubren a cerca del 25 por ciento del total, son ejemplo de esta función de intervención. En el Japón el MITI ha cumplido una función análoga. En los mercados emergentes el hecho de que los mercados de capital tienen un más bajo perfil justifica una mayor presencia estatal. Cuando la mano invisible no trabaja se manifiesta la ineficacia y el mercado requiere de apoyos externos para que la actividad productiva no sea recortada por falta de apoyo financiero.

La Paradoja Grossman-Stiglitz arroja así claridad sobre la ineficacia de los mercados financieros. Lo significativo del nuevo pensamiento económico es que no sitúa la causa de estas ineficacias en el grado del riesgo inherente a estos mercados, como lo postula la HEM, sino en la existencia de expectativas incorrectas como secuela normal de deficiencias de información o de asimetrías en la información por el costo en que se incurre para tener información perfecta. El que la mano invisible no opere en estas condiciones es un problema inherente a la dinámica del funcionamiento del mercado y no de injerencias externas al mismo como lo plantean los enfoques de fallas de mercado o de externalidades.

## **SEGUNDA PARTE**

# **POLÍTICA MONETARIA Y DESACOPLAMIENTO FINANCIERO**



"El dinero es el dinero. Es la cosa más puramente racional que existe"

Ohmae (1990, p. 170)

## **1. Peculiaridades recientes de la política cambiaria**

A partir de que el sistema de tipos de cambio fijos acordado en Bretton Woods fue sustituido por paridades flexibles a inicios de los setenta el patrón de comportamiento que experimentan las balanzas comerciales ante una devaluación ha ido modificándose. En 1973 cuando el gobierno de los Estados Unidos devaluó el dólar la balanza comercial tuvo un superávit de 911 millones de dólares luego de un déficit de 6,416 millones de dólares el año anterior. Pero, cuando en 1985 el dólar se deprecia vertiginosamente luego de cinco años de permanente apreciación el déficit de 112 MMD de 1984 se incrementó en 10 MMD y continuó creciendo hasta llegar a 159 MMD en 1987.

La experiencia mexicana no es muy diferente. La devaluación de 1976 hizo que el déficit comercial de 3,906 MD de 1975 se redujera en 33 por ciento para llegar a 2,595 MD en 1976. Luego, en 1982, por primera vez desde 1949, el país experimentó un superávit al convertirse el déficit de 3,446 MD en un superávit de 6,793 MD. La maxi-devaluación de 257 por ciento fue determinante para obtener este resultado aunque no pueda negarse que recibió algo de ayuda del control de importaciones que le acompañó. Los sucesivos movimientos en el valor del peso hasta 1988 proporcionan resultados similarmente positivos, aunque su efecto disminuye paulatinamente. Finalmente, a partir de 1989 el déficit comercial reaparece y crece sin que los cambios en el valor del peso, consecuencia de la política de deslizamiento seguida, lograron impedirlo. En consecuencia, para fines de 1994 el déficit comercial llega a 24,267 MD no obstante la devaluación de 48.5 por ciento experimentada por el peso en estos cinco años.

Estos resultados apuntan a experiencias similares en países muy diferentes: la devaluación contribuye a contrarrestar el desequilibrio comercial en una primera época para

posteriormente ya no tener esa virtud. Parecería así que la política cambiaria no induce a los mismos resultados en la actualidad como lo hizo en el pasado. En el caso de los Estados Unidos la experiencia de la última década sugiere que la devaluación no ha sido una arma muy poderosa contra el déficit comercial.<sup>1</sup> Las causas que modifican los efectos de estas políticas hay que encontrarlas en las transformaciones estructurales que ha experimentado el capitalismo en las últimas dos décadas expuestos en la primera parte de este trabajo. Estas transformaciones han hecho que en la lógica de la globalización los cambios en la paridad no tengan el efecto predecible sobre el saldo comercial que la teoría ortodoxa postula. Ello es consecuencia del papel preponderante que el capital financiero adquiere sobre el capital productivo. La preferencia de los inversionistas en obtener ganancias de corto plazo en la actividad financiera a costa de los de largo plazo en la actividad real es el factor determinante.<sup>2</sup> Se induce así a lo que he llamado un modelo de desacoplamiento financiero (MDF).<sup>3</sup>

## 2. Los retos para la política económica

La globalización alude ciertamente a la forma como las corporaciones se organizan a sí mismas para enfrentar los retos que su propia expansión ha propiciado, pero también tiene que aludir a cómo los gobiernos la evalúan y la enfrentan. Ello significa evaluar y enfrentar la competencia global. (Conhay y Aronson, 1993). Una nueva relación se postula así entre el estado y el capital sobre la base de que el estado nacional ya no puede actuar autónomamente en el diseño y aplicación de una política económica nacional (Rozo, 1983). Ello se debe a que los estados se han visto singularmente condicionadas por el ciclo integración-internacionalización-globalización en el desempeño de cuatro funciones: el monopolio sobre la emisión monetaria, el derecho a imponer obligaciones tributarias, la

---

<sup>1</sup>The Economist llega a afirmar que "La experiencia de la pasada década o algo más sugiere que la devaluación es un arma poco efectiva contra el déficit externo de los Estados Unidos" (Talk is cheap (As so is the dollar), Septiembre 21, 1996. p. 82).

<sup>2</sup>Korten no deja dudas a este respecto cuando afirma que "En este juego los financieros atrevidos " p. 28 the case...

<sup>3</sup>La idea central deriva de lo que Drucker (1986) llamó el "tercer cambio fundamental" en la economía mundial al cual define como "el surgimiento de la economía 'simbólica' -movimientos de capital, tipos de cambio y flujos de crédito - como el timón de la economía internacional en lugar de la economía 'real': el flujo de bienes y servicios".

habilidad para endeudarse y la capacidad para regular los mercados financieros. Esta última parecería ser la más grave pues implica ceder la regulación de los mercados a los mismos mercados en un momento en que esta destreza ha sido seriamente cuestionada. Enfrenta Millman este interrogante cuando pregunta si ¿Pueden los vándalos ejercer un control sobre sí mismos? (1995).

Las implicaciones de los flujos de capital para la autonomía de las políticas monetaria y cambiaria nacionales han dado lugar al llamado "teorema de la imposibilidad"; esto es, al hecho que "las autoridades no pueden perseguir simultanea y continuamente los tres objetivos de plena movilidad de capitales, tasas de cambio fijas e independencia de la política monetaria" (Crockett, 1994, p. 331). El argumento central que niega la independencia de la política monetaria en la presencia de flujos de capital deriva de un condicionante. Los agentes asignan sus portafolios para que la rentabilidad en diferentes mercados y denominada en una moneda común, y una vez que se incluye la apreciación o depreciación del capital, sea igual en el margen. Si en un país las autoridades reducen la tasa de interés de los activos de corto plazo su moneda experimentara una caída en el mercado cambiario de tal manera que el cambio en la rentabilidad es compensado por un cambio en la apreciación esperada en el periodo correspondiente. Argumenta Crockett que si "los prestamistas y los prestadores son indiferentes a la forma en que se realiza el pago del rendimiento del activo ellos ajustan sus expectativas al cambio nominal en la tasa de interés y evitan modificaciones en su comportamiento" (p. 339). Para que este comportamiento sea cierto se requieren tres condiciones: 1) que la elasticidad precio de los bienes y los factores sea igual que la de la paridad, lo cual no es generalmente el caso; 2) que existe perfecta substitución entre activos en diferente monedas, que tampoco ocurre y 3) que no existan diferencias en el ingreso y en las ganancias de capital. Concluye Crockett que aún con un alto grado de movilidad de capital las autoridades mantienen un grado de autonomía en la política monetaria pero a costa del control sobre el régimen cambiario.

Este teorema es para Crockett el punto de partida de las implicaciones que para la política monetaria tiene el crecimiento de los flujos de capital ya que estos han creado un nuevo ambiente que debe ser sopesado a fin de decidir sobre el régimen cambiario adecuado que debe establecer un país. Ellos han socavado el uso de objetivos intermedios para la

política monetaria nacional simultáneamente a que han hecho más compleja e importante la coordinación internacional de políticas.

Este nuevo ambiente obliga a la definición de prioridades entre estos objetivos. En la conducción de la política económica sólo se pueden escoger dos de estas tres opciones. Así, en una economía abierta y globalizada el estado pierde margen de decisión y de acción ya que sus alternativas se reducen a escoger entre la independencia de la política y el régimen cambiario. Aún así, en el manejo del tipo de cambio, particularmente cuando se pretende mantener un tipo de cambio fijo pero ajustable, el margen de maniobra es menor ya que esta opción se puede convertir en un detonador de las expectativas de los inversionistas que alienta la especulación de corto plazo. La encrucijada que impone este teorema es la que ha llevado a propuestas para reducir el movimiento de capitales imponiendo impuestos a las transacciones extra-fronteras sobre este tipo de capitales, como las que Tobin hiciera a finales de los setenta (1978).

Este nuevo conjunto de circunstancias presenta nuevos retos en la toma de decisiones, especialmente para países pequeños, como lo son la gran mayoría. Las autoridades monetarias enfrentan ahora cuatro grandes retos: 1) sobre la capacidad de la política monetaria para controlar la inflación como resultado del creciente potencial del sistema para crear crédito; 2) sobre la incertidumbre del recurso de prestador de última instancia al quedar indefinido a que banco nacional corresponde que; 3) sobre la mayor dificultad para lograr una regulación o supervisión global y 4) sobre el diseño de sistemas de pago globales que puedan evitar el efecto derretimiento por el mayor riesgo sistémico.

Estas amenazas se hacen paulatinamente más complejas como consecuencia de fenómenos que aparecen a consecuencia de la liberalización de los mercados de capital, como son: el desequilibrio entre los recursos de que disponen los mercados privados vs los bancos centrales, el creciente peso que adquieren los inversionistas institucionales y la complejidad y creatividad innovadora en el uso de los instrumentos financieros. La aplicación de los avances tecnológicos de la informática y las telecomunicaciones para mantener mercados de 24 horas de operación real añaden complejidad a estas amenazas. Este encadenamiento de los mercados nacionales tiene que tener repercusiones significativas para la instrumentación de la política económica, pues como vemos, los canales de



transmisión de la política monetaria se ven alterados.

La globalización implica que las autoridades nacionales encuentran reducido su radio de acción. La autonomía en la instrumentación de políticas económicas, especialmente de política monetaria, se ve cuestionada. Aún, el FMI observa que una “consecuencia indeseable, especialmente de la globalización financiera”, es que puede erosionar la capacidad de las autoridades nacionales para administrar la actividad económica (IMF, 1997, p. 45). Ello ocurre en total contradicción a lo postulado por los defensores de la apertura económica y de la flexibilidad cambiaria que argumentaron una mayor autonomía en el diseño e instrumentación de la política económica.

Un reto central de la globalización es que al abrir la economía nacional al flujo de capitales se le expone a una presión inflacionaria o a una sobrevaluación del tipo de cambio. Cuando los flujos son de corto plazo los efectos pueden ser aún más negativos, y por su cantidad difícil de esterilizar. Esto se agrava cuando la política monetaria se hace restrictiva. Se suman así dos fuerzas que contribuyen a sobrevaluar la moneda nacional. Si a este efecto se suma el impacto posible de los capitales sobre las tasas de interés, entonces, se tiene un conjunto de fuerzas que actúan sobre la estructura de precios con el efecto subsecuente sobre la asignación de recursos para la inversión como para el consumo (FMI, oct. 96).

Todos los países forman parte de esta dinámica de globalización y, por lo tanto, son sujetos de esta confrontación entre imposiciones y requerimientos del capital pero no todos lo hacen en igualdad de condiciones. Las diferencias nacionales, por historia, tradición o accidente juegan un papel determinante ya que pueden acelerar o retraer el avance de la integración y la internacionalización y en consecuencia de la globalización. La relación estado-capital se redefine en este contexto pero aceptando diferencias básicas ya que algunos estados tienen mayor autonomía frente al capital o mayor apoyo del propio capital para establecer condiciones de entendimiento mutuo. Existe un grado de influencia histórica y de sesgo idiosincrásico en esta relación que se fortalece o no dependiendo de como el estado estimula o no la nueva estructura y su organización. Recordemos que estas devienen de las instituciones más dinámicas en el mercado. Los casos de Alemania y Japón frente a los de Estados Unidos e Inglaterra son ejemplos de estas circunstancias. El mayor control que el estado Alemán ha ejercido en limitar el desarrollo del sector financiero y, por tanto, de su

globalización representa un extremo del espectro mientras que la inserción total del sector financiero japonés en la economía mundial representa el otro. No obstante, estos son ejemplos de mercados financieros bien portados en tanto se mantiene la cooperación estado-capital, aunque esta se hace más difícil a medida que se globaliza e internacionaliza el sector. Por su parte, las experiencias anglosajonas no son ejemplos de mercados financieros de buen comportamiento dado que en estos países se ha permitido un grado más alto de chicanería financiera. La capacidad de acción o de reacción de los estados en los mercados emergentes tiene otra dimensión como lo ejemplifica el “efecto tequila” de la crisis cambiaria de diciembre de 1994 en México y el “efecto dragón” que han causado las crisis cambiarias del Sudeste Asiático desde junio de 1997.

Las reacciones colectivas de los estados nación para reafirmar sus posiciones individuales ante este desbordamiento del capital son igualmente significativas. Si individualmente los estados han perdido capacidad para formular la política económica especialmente la monetaria, entonces podría ser que colectivamente encontraran una nueva perspectiva. Este es el significado que encuentro en la nueva tendencia hacia la formación de bloques regionales. El ejemplo más completo de esta respuesta lo dan los países miembros de la Unión Europea con el programa de consolidación hacia una moneda única con una política monetaria única implícitos en la unión monetaria en que se encuentra inmerso (Rozo, 1994).<sup>4</sup>

### **3. Estructura crediticia y crecimiento**

En 1958 Modigliani y Miller demostraron que la composición estructural del capital de las empresas no tenía importancia para su valor, tampoco era importante en términos económicos. Bajo el supuesto de mercados perfectos, esto es de competencia e información perfecta, demostraron que las actividades de las empresas no dependen del tipo de instrumentos financieros por los que la firma opte. Sus métodos de financiamiento, ya sean

---

<sup>4</sup> Este es un planteamiento que encuentra sustento en las ideas de Milwand (1984) y sus colegas (1993) sobre integración y soberanía nacional.

estos fondos internos o externos como deuda, ganancias retenidas o emisión de valores, no tenían por que ser determinantes para el valor de la empresa. El éxito de la inversión empresarial, medido en función de incrementar el flujo de efectivo, dependería de factores más relacionados con la tecnología, el tipo de insumos o las preferencias de los consumidores. La independencia de las inversiones rentables de la fuente de los recursos que se utilizan dependía, en esta visión, del supuesto de que los fondos internos y los externos son sustitutos perfectos, como consecuencia de la existencia de mercados perfectos de capital. La procedencia de los recursos sólo sirve para determinar como se divide el valor de la empresa entre sus diferentes accionistas. Fama, en 1970, extendió este análisis a todo el sistema financiero bajo los mismos supuestos de Modigliani y Miller. Esta línea de pensamiento contribuyó a fortalecer el modelo de mercado tan laboriosamente construido desde Adam Smith y que se había consolidado con la demostración, por Arrow y Debreu en 1954, de los teoremas fundamentales de la Teoría del Bienestar.

Modigliani-Miller contribuyeron así a mantener la línea del pensamiento neoclásico que hace del dinero un simple velo para el funcionamiento del sistema económico. Este es el principio de la neutralidad del dinero que tiene como premisa central el postulado de que la oferta monetaria es exógena; esto es que guarda una independencia total de los factores que determinan su demanda. La oferta monetaria puede, en consecuencia, ser administrada por las autoridades monetarias.

El efecto de un incremento en la oferta monetaria, ya sea por movimientos en el financiamiento interno del instituto central o, más específicamente, por el financiamiento al gobierno, induce a un movimiento en los precios, incluso puede afectar la tasa de interés monetaria, pero no tiene por que afectar las variables reales, tales como el producto o el empleo. Esta neutralidad de la moneda requiere, sin embargo, que la demanda de dinero sea una función estable de la tasa de interés.

La prueba Modigliani-Miller fortaleció el razonamiento de que la única importancia del dinero deriva de la cantidad que de él debe existir por el efecto negativo que ella puede tener sobre los precios. Esta es ciertamente una perspectiva teórica, la neoclásica, que atribuye una función particular y limitada al papel que juega el dinero, y los flujos monetarios, en el funcionamiento de la economía capitalista.

Esta visión, como es lógico deducir, ignora la naturaleza y las peculiaridades de la estructura que agrega el ahorro, lo distribuye, lo facilita y asegura su mejor o más adecuado uso; esto es, la estructura bancaria y financiera. El crédito, al ser una de las funciones que desempeña el dinero, pero sin que aporte al valor de las empresas o de la economía, no requiere ser integrado al modelo.

La tarea de cerrar la brecha entre las dimensiones macro y micro de la economía hizo insostenible esta posición sobre las formas estructurales de circulación monetaria. Con la demostración de Kaldor (1970) de que la oferta monetaria es endógena al estar determinada por el nivel de ingreso se abrió el espacio para relacionar las formas en que las empresas adquieren capital y su incidencia sobre la economía.

La relación entre finanzas y desarrollo se convirtió así en un tema de alta prioridad en los últimos años no obstante la existencia de trabajos seminales sobre el tema desde hace cuatro décadas. Entre estos trabajos resaltan los de Gurley y Shaw (1955), Shaw (1973), Goldsmith (1969) y McKinnon (1973). La orientación de estos trabajos estuvo definida por las teorías convencionales del crecimiento en que se relacionaba la intermediación financiera con los niveles de capital por trabajador o con el nivel de la productividad pero no con sus tasas de crecimiento. Una deficiencia de estos trabajos iniciales estuvo en no relacionar las tasas de crecimiento por considerar esto del ámbito del progreso tecnológico exógeno. La orientación más reciente intenta mostrar que la intermediación financiera tiene efectos no sólo sobre los niveles sino sobre la dinámica de crecimiento. Ello es permitido por la nueva orientación teórica que relaciona el crecimiento y la estructura financiera.

La hipótesis tradicionalmente aceptada es que las finanzas contribuyen al crecimiento por su efecto en incrementar el volumen de la inversión o por hacer más eficiente su asignación. La orientación reciente postula adicionalmente que la tasa de crecimiento responde también a las preferencias, la tecnología, la distribución del ingreso y los arreglos institucionales. Estos planteamientos son el resultado de una síntesis entre la nueva teoría del crecimiento endógeno (Romer, 1986; Lucas, 1988) y los análisis sobre intermediación financiera endógena (Leland y Pyle, 1977; Diamond y Dybvig, 1983; Diamond, 1984; Bernanke y Gertler, 1985; Williamson, 1986). Esta síntesis ha producido una línea de pensamiento sobre los canales a través de los cuales los mercados de capital y su marco

institucional afectan el crecimiento a partir de las transformaciones estructurales que ocurren como respuesta a las imperfecciones en los mercados de capital debido a la existencia de asimetrías en la información que impactan el volumen o la composición de la inversión.

Los factores financieros se hacen relevantes al postular que el financiamiento externo no es sustituto perfecto del financiamiento interno, especialmente en el corto plazo (Fazzari, Hubbard y Peterson, 1988 especialmente p. 146-154). Ello sucede porque los costos no son idénticos al existir imperfecciones en los mercados. Como argumentan Fazzari, Hubbard y Peterson, estos problemas pueden aparecer por la presencia de información asimétrica que “hace muy costoso, casi imposible, que los proveedores de financiamiento externo evalúen la calidad de las oportunidades de inversión de las empresas” (1988, p. 142). Este comportamiento microeconómico incide necesariamente sobre el comportamiento macroeconómico. La emisión de acciones no impone obligaciones fijas en las empresas, mientras que la obtención de préstamos impone la obligación de pagos en el futuro que de no cumplirse puede llevar a la quiebra de la empresa; a su desaparición. A mayor endeudamiento mayor riesgo de quiebra (Greenwald y Stiglitz, QJE, 1993, p. 77-113; Greenwald, Kohl y Stiglitz, 1990, p. 321-345). La evidencia empírica muestra que los factores financieros afectan la inversión y que esto varía con el tipo de empresa (Fazzari, Hubbard y Peterson, 1988, p. 183). Ello significa que las restricciones financieras en los mercados de capital pueden magnificar los efectos macroeconómicos que devienen de choques en el flujo monetario o en la liquidez. Ello ocurre porque se reduce el acceso de las empresas a financiamientos de bajo costo. La dicotomía que tradicionalmente se mantuvo entre los niveles micro y macro de la actividad económica desaparece al demostrar como operan los canales de transmisión del dinero del nivel micro hacia el macro por medio del mecanismo crediticio.

#### **4. Globalización y transmisión monetaria**

La gran interrogante que deviene de las consecuencias de la globalización financiera,

a partir del amplio proceso de desreglamentación e innovación financiera, es su impacto sobre los canales de la transmisión monetaria. Se refiere esto a la forma en que el manejo de las variables monetarias, usualmente la tasa de interés puede afectar a la economía cuando esta se encuentra sujeta a las fuerzas de la globalización financiera. Este ámbito se relaciona con la interrogante de como se transmite a la economía, especialmente al sector productivo, las decisiones de política económica del banco central en un contexto en el que se ha debilitado la conexión entre la política monetaria y la estabilidad cambiaria. Si bien en un mundo sujeto a las condicionantes de la PPA, como postula el modelo neoclásico, los niveles nacionales de precios determinan los movimientos cambiarios; en el mundo globalizado ello no está ocurriendo, como se ha demostrado en la primera parte. La causa se encuentra en la transformación que ocurre en los determinantes del equilibrio monetario. Para que la PPA se valide es necesario que ante movimientos en el tipo de cambio el nivel de precios se mueva para hacer que la demanda por moneda nacional sea igual a la oferta de moneda nacional. En la globalización los movimientos cambiarios llevan a que sea la demanda por moneda extranjera la que se iguale a la oferta por moneda nacional en respuesta a la paridad de la tasa de interés. El ajuste ocurre, entonces, por movimientos en tasas de interés y no por movimientos en precios. Esta forma de funcionamiento alternativo deriva de los efectos que el nuevo funcionamiento del mercado cambiario impone sobre la macroeconomía y, en consecuencia, de las transformaciones que ello impone en los canales de transmisión de la política monetaria. Entre estos efectos los principales son:

1) Una reducción en la importancia de la tasa de interés. Ello ocurre por la elevada rentabilidad del mercado cambiario. Invertir en función del diferencial de tasas de interés pierde relevancia cuando se puede tener una ganancia varias veces superior en el mercado cambiario.

2) El manejo de la oferta monetaria esta más allá del control de un sólo gobierno. La instrumentación de una política monetaria restrictiva puede encontrar un contrapeso en la capacidad de los agentes de obtener financiamiento del exterior.

3. El mercado cambiario contribuye a diluir errores de política económica para las monedas convertibles del sistema. El exceso de liquidez de una moneda fuerte que se esparce por todo el sistema reduce los efectos nacionales. (Euromercado).

4. El mercado cambiario, al igual que otros mercados financieros como las bolsas de valores, se ha convertido en un mecanismo que convierte a la inflación en ganancias. El sector financiero absorbe la inflación convirtiéndola en ganancias mientras que en el sector real productor de bienes y servicios se mantiene la estabilidad. Este fenómeno ha dado lugar al nuevo triunfalismo en el combate a la inflación y a la idea de que la inflación ha desaparecido. Como observa Ohmae, si así es ello no es el resultado de políticas inteligentes.

5. Los instrumentos convencionales de medición monetaria, como el IPC o IPM para medir la inflación o el M1 para medir la liquidez, pierden precisión lo cual dificulta la interpretación de los indicadores monetarios. Por lo tanto las decisiones sobre objetivos monetarios ya sean estos agregados monetarios, tasas de interés o tasas cambiarias se complican.

## **5. El mecanismo del crédito como procesamiento de información <sup>5</sup>**

La actividad tradicional de las instituciones bancarias ha sido la de ser intermediarias entre los agentes económicos que tienen un exceso de fondos y los que carecen de ellos pero los requieren para producir bienes y servicios. Los depósitos de corto plazo que reciben estas instituciones son prestados a los agentes que pueden hacer un uso productivo, y de largo plazo, de ellos. En esta forma los bancos transforman pasivos de corto plazo, los depósitos que reciben, en activos de largo plazo, los préstamos que otorgan. Se establece así un encadenamiento entre ahorradores y productores ya que las instituciones de crédito obtienen dinero prestado de los depositantes en la misma manera que las empresas obtienen dinero prestado de los bancos. La tarea de los bancos en el proceso de acumulación de capital ha sido, entonces, la de distribuir el capital a la actividad productiva por medio de préstamos. En el planteamiento neoclásico se asume que esta tarea se realiza en condiciones de información perfecta con lo cual se elimina el riesgo.

Los bancos, argumentan Greenwald, Stiglitz y Weiss (1984), enfrentan un serio

---

<sup>5</sup>Laos planteamientos expuestos en este inciso recogen los postulados centrales hechos por Stiglitz, Greenwald y Weiss en varias publicaciones entre las que destacan: Stiglitz 1985, 1991marzo, 1992; Greenwald y Stiglitz: 1984, 1990, 1991, 1991ESR, 1993QJE, 1993winter; Stiglitz y

problema de información ya que ellos no saben como se invierte el dinero que prestan. Igualmente, las posibilidades de las empresas para obtener financiamiento en la bolsa de valores esta limitada por imperfecciones de información debido a dos razones: 1) problemas de incentivos que se intensifican al reducirse los costos de quiebra que implica obtener este tipo de financiamiento y 2) señales negativas acerca de la calidad de la empresa que puede proyectar la emisión de acciones.

La existencia de información no perfecta implica la existencia de riesgo en la actividad económica. Las diferencias en la información con que cuentan los agentes económicos determinan el comportamiento de aversión al riesgo que manifiestan los empresarios. Este comportamiento es particularmente significativo en el mercado de capital. Greenwald, Stiglitz y Weiss aseguran que "es muy difícil reconciliar altos grados de aversión al riesgo por parte de las empresas con mercados de capital bien portados (neoclásicos)" (1984, p. 194).

### **5.1 Las funciones de la banca**

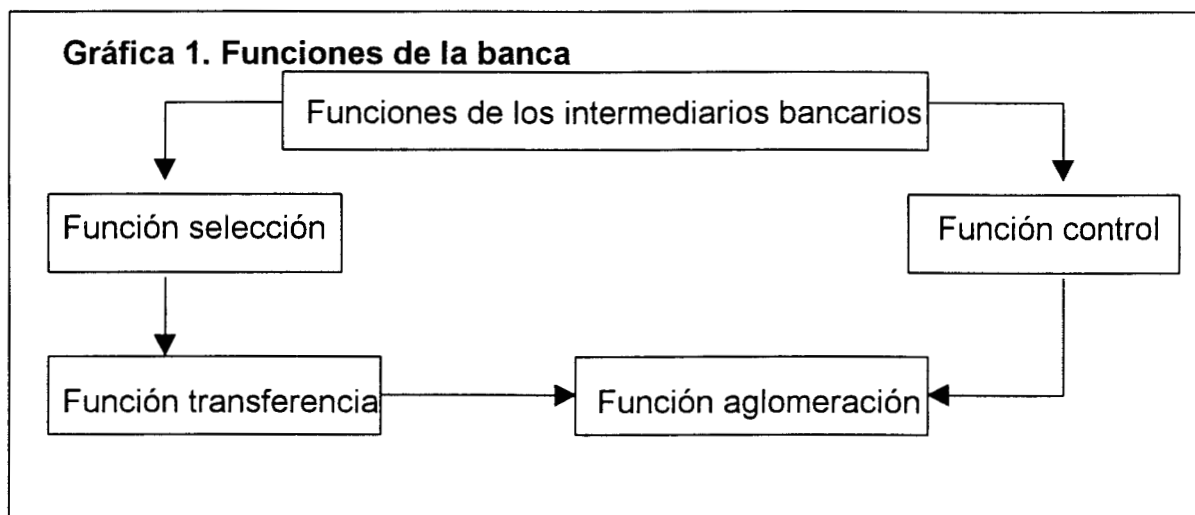
La tarea central de las instituciones de crédito es una "función de transferencia" de recursos a aquellas empresas que pueden hacer un uso más redituable de ellos por medio de actividades de producción, distribución o consumo. Esta es la forma en que la banca contribuye al crecimiento del producto; esto es a la función de aglomeración. Funge así la banca como un instrumento de asignación de recursos monetarios para la realización de proyectos de inversión. Esta es la esencia de la "función de transferencia" que cumplen los bancos.

En esta tarea la banca se enfrenta al hecho que no todas las inversiones para las cuales se solicitan fondos son igualmente factibles de producir los flujos de efectivo que pretenden. Hay, entre los que demandan recursos financieros, quienes son "buenos riesgos" y quienes no lo son. Estos constituyen los "malos riesgos". A los primeros pertenecen los



que tienen proyectos viables con bajo riesgo mientras que a los segundos corresponden proyectos menos viables con alto riesgo. El riesgo que asumen las instituciones financieras en su función de transferencia depende de dos funciones que se complementan mutuamente. Una es la de selección de candidatos o "función de selección" y la otra la de monitorear del uso de los recursos o "función de control". El desempeño de estas funciones determina la rentabilidad del banco pero aún más crucial es que facilita la disponibilidad de crédito en la economía.

El cimiento para el éxito de estas tareas de la banca esta en la información con que cuentan para la toma de decisiones bajo la premisa de realizar la función de transferencia de recursos con el menor riesgo posible. La calidad y la cantidad de la información, que permiten seleccionar entre los buenos y los malos riesgos, se convierten en factores determinantes en la asignación del crédito por parte de las instituciones financieras. Esquemáticamente estas funciones se podrían representar así:



La función de selección consiste en escoger aquellos proyectos que sean buenos riesgos y rechazar los que no lo sean a partir de la condición de que unos y otros están dispuestos a pagar la tasa de interés de mercado. Ello es así por que todos los agentes consideran que sus inversiones son viables ya que algunos están dispuestos a tomar mayores riesgos que otros. El éxito de las instituciones financieras en la función de selección es saber escoger entre las propuestas que si serán rentables y las que no lo serán, ya que sólo los

primeros estarán en capacidad de pagar los préstamos obtenidos y así proporcionar ganancias al banco. Las que no lo sean desaparecerán antes de cumplir con el compromiso acordado. La selección es, consecuentemente, la actividad de reclutar clientes y de procesar sus solicitudes de crédito; este es un proceso de evaluación de proyectos de inversión por medio de la evaluación de la información disponible. Naturalmente, el proceso crediticio contribuye a mejorar la productividad del capital al asignar fondos sólo a proyectos con altos productos marginales. Una vez realizada esta función de selección, los fondos son transferidos a las empresas para que realicen las inversiones acordadas.

A diferencia de cualquier transacción comercial la transacción financiera no termina con la transferencia de los recursos. Es a partir de entonces que las instituciones de crédito inician su función de control. El propósito de esta función es asegurar que los recursos que han sido otorgados serán utilizados adecuadamente por el prestamista para poder cumplir con el pago de sus obligaciones. En última instancia, por medio de esta función las instituciones financieras presionan a las empresas para que usen el financiamiento otorgado en la forma acordada; esto es, para evitar situaciones de riesgo moral. Con esta función se compele a las empresas a cumplir con las obligaciones de pago adquiridas con los bancos y que salen de las ganancias que obtienen. Implícita en esta tarea de control está la función de monitoria permanente de los clientes.

Las funciones de selección y de control que realizan los bancos son en realidad procedimientos de evaluación de información. En consecuencia, la importancia que tienen la calidad y la cantidad de la información con la que cuentan estas instituciones. Pero la información, como cualquier otro insumo, sólo puede ser obtenida a un costo. Así, la esencia del proceso de creación de crédito, que es el de la colección y procesamiento de la información, no puede ser realizada sin incurrir en un costo. Las características de dicha información determinan el costo en el que se incurre al igual que determinan el que la función de selección de clientes sea exitosa para escoger a los buenos riesgos. Ello define una estrecha correlación entre las ganancias y el costo que se tiene que pagar para obtenerlas. Mayor y mejor información implica mayor costo sin que las ganancias necesariamente se incrementen proporcionalmente. El factor que media entre una y otra es el grado de riesgo que el banco esta dispuesto a asumir. A menor información menor costo

pero mayor riesgo.

$$\text{ganancia bancaria} = f(\text{costo, riesgo})$$

Este costo es ineludible, intransferible y no puede ser evadido. Estas características pueden ser positivas para las instituciones establecidas por que inhiben la competencia pero pueden no serlo para la economía porque los créditos que no otorga un banco no los pueda asumir otro en forma inmediata. Estos son dilemas que enfrentan las instituciones de crédito que dan al sector el carácter de alta especialización. Este costo es ineludible para el sector aunque existan agentes que lo evitan sacando provecho de la información que tienen y usan otros. Este es el problema del free rider.

Las peculiaridades que imponen los requerimientos de información hacen que la gama de préstamos que tiene un banco pueda ser conceptualizada como una cartera de portafolio la cual depende de la percepción que el prestamista tenga del riesgo en que incurre al armar su portafolio de deudores. Su éxito depende, entonces, de la habilidad que desarrollen estas instituciones para tomar riesgos que determinan y definen el valor neto de las empresas sobre la base de información que “nunca” es completa. En estas condiciones el riesgo, como el valor neto de los bancos, pueden variar muy rápidamente. Esta posibilidad es la que hace que los mercados de crédito sean intrínsecamente frágiles y altamente vulnerables.

A diferencia del modelo neoclásico en el que las empresas son neutrales al riesgo ya que funcionan bajo condiciones de información y competencia perfecta en el modelo de los nuevos keynesianos los agentes económicos y en especial las instituciones de crédito funcionan con un comportamiento de aversión al riesgo. Se enfrentan ellas al riesgo de no pago en que pueden incurrir sus deudores. Este comportamiento de aversión al riesgo ocurre además porque las instituciones financieras al ser organizaciones que mantienen un alto apalancamiento con obligaciones fijas y activos de alto riesgo dependen de empresas endeudadas, sus propios clientes, que se enfrentan a una situación similar de quiebra de no ser exitosas sus inversiones; es decir, de no ser exitosa su función de aglomeración. En consecuencia, la importancia crucial que se asigna a las funciones de selección y control que

realiza la banca; la primera previa a la asignación del préstamo y la segunda posteriormente.

## **5.2 El racionamiento del crédito**

Las asimetrías de información que determinan el efecto riesgo en el portafolio de los deudores de los bancos hace que cuando la probabilidad de quiebra aumenta crezca en forma directa el riesgo e inversamente la ganancia esperada, lo cual induce a dos efectos: uno de sustitución y otro de riqueza. La conjunción de estos efectos obliga a los intermediarios bancarios a tomar menor riesgo. Un incremento en la tasa de interés que cobran a sus clientes termina por incrementar el riesgo promedio de los proyectos financiados debido a que los inversionistas optan por proyectos con mayor riesgo o por que proyectos relativamente más seguros son menos atractivos por lo cual cae la demanda por su financiamiento: "El efecto en el riesgo de los préstamos puede ser mayor que la ganancia directa que el banco puede obtener de incrementar la tasa de interés" (Greenwald y Stiglitz 1984, p. 195). Ello significa ajustar su portafolio de préstamos a fin de reducir las implicaciones negativas que pueden tener, por un lado la caída de su valor neto y por el otro, el incremento en el ambiente de riesgo. Como cualquier otra empresa, ante perspectivas de mayor riesgo las instituciones bancarias reducen su aportación a la actividad económica lo cual significa que "las ganancias bancarias se maximizan a una tasa de interés a la cual existe un exceso de demanda por fondos prestables" (Greenwald y Stiglitz 1984, p. 195). Este comportamiento de los bancos constituye un "racionamiento del crédito" como un fenómeno que ocurre cuando al nivel existente de tasa de interés hay un exceso de demanda de crédito sobre el nivel existente de oferta del mismo. En su artículo seminal sobre el tema Jaffe y Russel plantean que "El racionamiento del crédito ocurre cuando los prestamistas establecen una tasa de interés para los préstamos y después proceden a ofrecer una cantidad de préstamos inferior a la que es demandada por los prestatarios" (1976, p. 651). Para Stiglitz y Weiss la idea central es la diferencia de comportamiento entre proyectos de alto y de bajo riesgo dado que los de alto riesgo crean una expectativa mayor de ganancias para el deudor. En estas circunstancias, "aumentar la tasa de interés para reducir el exceso de demanda en el mercado de préstamos tiende a expulsar a solicitantes de crédito que pudieran ser óptimos

con proyectos de bajo riesgo. El resultado es que puede existir racionamiento del crédito en un mercado en equilibrio" (1981, p. 102). El foco de atención para los bancos es, entonces, reducir el potencial de caer en situación de selección adversa cuando se dificulta hacer una clara distinción entre solicitudes de demandantes que son buenos riesgos y los que son malos riesgos. No obstante, este modo de funcionamiento implica que "entre prestamistas que muestran condiciones crediticias similares algunos obtienen créditos mientras que a otros se les niega el crédito" (Stiglitz y Greenwald, 1992, p. 163).

En circunstancias de exceso de demanda, el equilibrio de mercado neoclásico se daría a un nivel superior de tasa de interés pero ello puede implicar que las instituciones bancarias estarían asumiendo un mayor riesgo del que consideran apropiado. Si el banco incrementa la tasa de interés se expone a que la mezcla de buenos y malos riesgos se modifique en favor de los últimos. Los buenos riesgos se reducen mientras que los malos se aumentan. Con una tasa de interés más alta se modifican los incentivos a invertir. Los buenos proyectos con bajo riesgo se reducirán y lo opuesto ocurre con los de alto riesgo. Si los bancos respondieran a esta nueva demanda en la forma ortodoxa en que se supone que responden a las exigencias del mercado estarían corriendo un mayor riesgo de ver reducidas sus ganancias futuras. La mejor opción para el banco es, entonces, racionar el crédito. El elemento clave de este comportamiento es que las instituciones financieras reducen la disponibilidad de créditos sin modificar la tasa de interés. No incrementar la tasa de interés significa mejorar las condiciones en sus opciones de selección, por lo tanto, apostar a disminuir el nivel de riesgo.

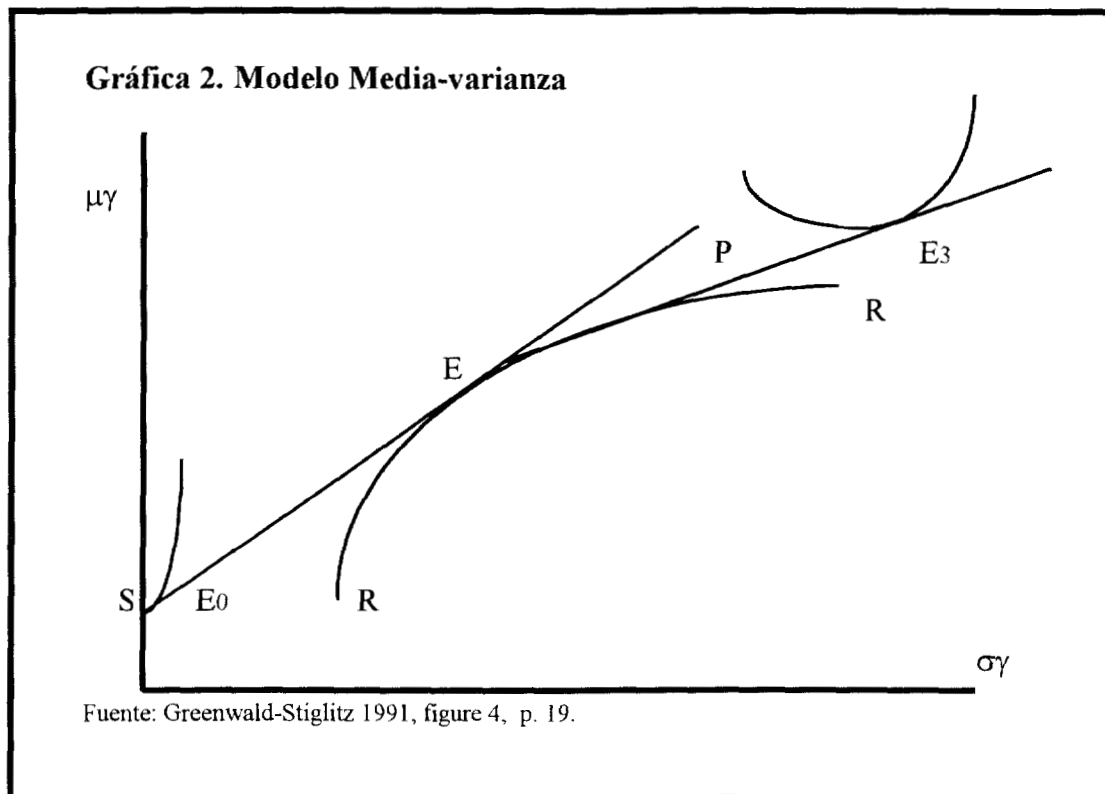
La tasa de interés funciona, en esta perspectiva, como un mecanismo de asignación de recursos ya que define el costo de oportunidad de los mismos pero debe quedar claro igualmente que la tasa de interés no es el precio de mercado que determina la asignación de los recursos financieros. No es al mejor postor al que se asignan los recursos crediticios como ocurre en el modelo walrasiano. Esta modalidad de funcionamiento de la actividad crediticia es lo que hace que la tasa de interés y los precios sean inelásticos.

Ante situaciones más gravosas para los prestamistas las instituciones bancarias aumentan la percepción del riesgo de sus prestamos, en consecuencia, reconocen que se aumenta la posibilidad de quiebra de los deudores. Este cambio de percepciones repercute

negativamente en el valor del capital contable del propio banco. La respuesta en la lógica de la ganancia es reducir el riesgo recurriendo a alternativas de bajo riesgo como puede ser la adquisición de papeles gubernamentales, por ejemplo. Mantener estable la tasa de interés existente puede maximizar el rendimiento esperado de los préstamos mientras que incrementar dicha tasa puede empeorar una situación difícil.

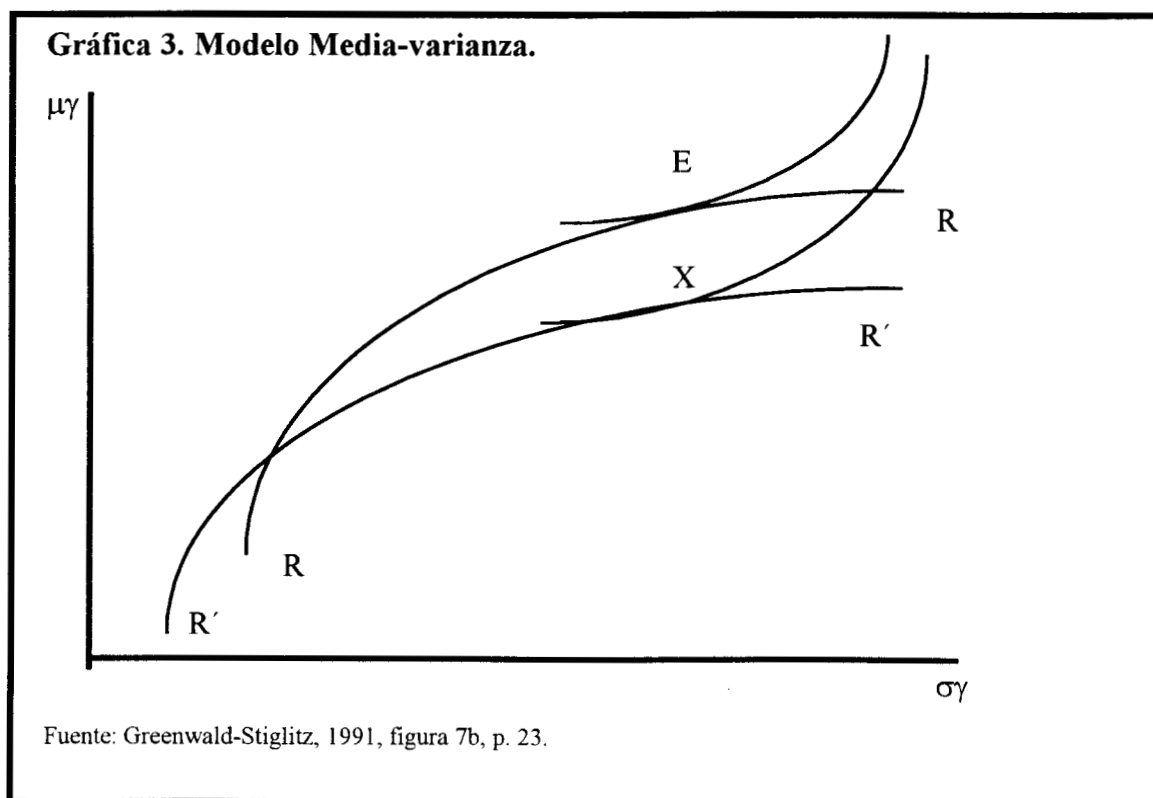
### 5.2.1 El modelo media-varianza

Diagramáticamente se puede observar este comportamiento de los bancos por medio del modelo media-varianza (Greenwald y Stiglitz, 1991). Si se asume que un banco invierte todo su capital contable neto en préstamos y escoge sus políticas eficientemente tendría, entonces, la frontera media-desviación estándar, como se ilustra en la gráfica 2 por medio de RR. Greenwald y Stiglitz denominan esta como la "curva de oportunidades de préstamos".



Esta curva representa la oportunidad de mayores rendimientos ( $\mu\gamma$ ) cuando se

asumen mayores riesgos ( $\sigma$ ), lo cual ocurre al aumentar la tasa de interés. Las dos posibilidades extremas en el abanico de posibilidades que tiene el banco son: 1) sin recibir depósitos simplemente compra bonos gubernamentales. Esta posibilidad es la que representa el punto S en la coordenada vertical en el que no se opera como banco comercial sino más bien como banca de inversión y 2) se aceptan depósitos los cuales se dan en préstamo, con lo cual se realizan las funciones normales de la banca comercial. Esta opción coloca al banco en E3. Una opción intermedia entre las dos anteriores consiste en usar parte de su capital contable en la compra de bonos oficiales y parte en la concesión de préstamos, lo cual implica colocarse en un punto como E sobre la curva SP. La opción que el banco escoja depende de su actitud hacia el riesgo y de su postura frente a la relación rentabilidad-riesgo. Si se es totalmente riesgo-averso se sitúa cerca del punto S. Por el contrario, si no es muy riesgo-averso se sitúa en el punto E en el que percibe que el ingreso esperado de los préstamos es superior que lo que debe pagar por los fondos.



En estas condiciones un elemento central para el comportamiento del banco es el valor de su capital contable. La propuesta de Greenwald y Stiglitz es que una reducción de este valor induce a una reducción del crédito sin que se reduzca la tasa de interés, como se aprecia en la gráfica 3. Esta reducción del valor del capital contable se expresa en el movimiento de la curva de oportunidades de préstamo de RR a R'R'. Ello significa que con un costo fijo de los fondos el efecto de una reducción en el capital contable neto es el incrementar, a cualquier nivel de préstamos, el costo marginal de quiebra, lo cual induce a un menor nivel de préstamos. El punto X corresponde al equilibrio original E pero a un nivel más bajo de riqueza. La desviación estándar mantiene su nivel al valor original de equilibrio al no existir un movimiento en la tasa de interés pero la media cae por la reducción en los préstamos que otorga el banco. Concluyen estos autores que "con una función de utilidad normal, a menores niveles de riqueza, el banco está dispuesto a tomar menos riesgo, por lo tanto, se mueve a la izquierda del punto X" (1991, p. 22).

Este funcionamiento de las instituciones bancarias con su aversión al riesgo afecta la actividad económica por que reduce la disponibilidad de crédito y, en consecuencia, el crecimiento del producto. La oferta de crédito se convierte así en la variable crítica para la acumulación de capital. Se abre el mecanismo que origina la no neutralidad del dinero.

El racionamiento de crédito que practican los intermediarios financieros tiene, en consecuencia, efectos multiplicadores sobre la producción y el empleo. En forma directa por que al haber menos créditos hay también menor inversión y en consecuencia menos actividad real. En forma indirecta por el hecho que, en la actualidad, muchas empresas se comportan como bancos al ofrecer ellas mismas crédito comercial a sus clientes. Cuando ellas tienen menos disponibilidad de crédito bancario estarán menos dispuestas a ofrecerlo a sus clientes.

## **6. Los canales de la política monetaria**

El funcionamiento de la estructura del crédito en los términos expuestos tiene implicaciones elementales para la transmisión de la política monetaria. La hipótesis que



adelanto es que la dicotomía financiera ha creado una dicotomía de tasas de interés que independiza la política monetaria de la política cambiaria.

### **6.1 El canal monetario**

La posición convencional sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria es que el banco central al manipular la base monetaria opera sobre la economía vía la tasa de interés. Esta es la versión que aparece en los modelos IS-LM tradicionales. El banco central al reducir (aumentar) la cantidad de dinero, a través de cualquiera de los instrumentos a su disposición, activa una reducción en la oferta monetaria lo cual hace que la tasa de interés tienda al alza (baja). Esta es la forma de adecuar la demanda por dinero al nuevo nivel de la oferta del mismo. Se le ha denominado a este canal de la política monetaria la "versión dinero" (money view).

Una restricción del circulante lleva, entonces, a una tasa de interés más alta lo cual tiene dos efectos simultáneos. Por un lado, se reduce directamente el nivel de la inversión al aumentar el costo del capital con lo cual los prestamistas reducen su demanda de préstamos y los prestadores disminuyen los fondos a cierto tipo de deudores. Por el otro lado, se reduce el gasto de consumo al afectar la riqueza de los individuos por la caída en el valor de sus activos. En el corto plazo este efecto lleva a reducciones en el producto como en el empleo mientras que en el más largo plazo al influir sobre la demanda agregada ocasiona una reducción en la tasa de inflación.<sup>6</sup> Estos son los efectos dinámicos de la política monetaria que están condicionados por la manera como los precios y los salarios se ajustan en el tiempo. Un efecto diferenciado de corto y largo plazo descansa sobre el supuesto de que los precios y los salarios responden en forma diferente en cada plazo. En el corto son inflexibles (sticky) lo cual facilita el efecto sobre la actividad real pero a la larga son flexibles por lo cual la cantidad de dinero tiene menos efecto sobre la parte productiva de la economía y más sobre el nivel de los precios. Esta dinámica es la que le da a la política monetaria la característica de ser neutral. Este análisis tradicional supone explícitamente que existe una relación estable entre el dinero, el ingreso y la tasa de interés; además la demanda de dinero

tiene siempre un motivo transacción.

Lo que habitualmente no se hace explícito en este modelo es el fuerte supuesto en que se sustenta esta visión. Este supuesto clave es que los activos financieros son sustitutos perfectos lo cual aparece en los modelos representado por la alternativa dinero-bonos. Esta última variable, los bonos, es un compuesto de todos los activos no monetarios, tales como bonos, certificados gubernamentales, papel comercial, bonos corporativos, acciones, préstamos bancarios, créditos de consumo, etc. Estos instrumentos gozan necesariamente de una canjeabilidad mutua perfecta por que se comportan exactamente igual. Este supuesto es el que permite que las empresas no muestran preferencia por el tipo de pasivos que utilizan, a la Modigliani-Miller. Igualmente queda fuera de su preocupación si el financiamiento para las inversiones es de fuentes internas o externas a la misma empresa. Las combinaciones posibles de todas estas alternativas no son factores relevantes para el modelo, por que supuestamente no lo son para la economía. Este es un planteamiento que desde su origen no considera la diferencia entre dinero y cuasi dinero, como puede ser denominada la gama de instrumentos financieros que la bursatilización de la economía ha creado. Keynes mismo no hizo la diferencia entre dinero y valores por lo cual se le ha llegado a acusar de haber mal orientado el desarrollo de la macroeconomía. En su defensa puede decirse que este fenómeno no era tan importante en su época como lo es ahora. Su importancia a partir de los años setenta no puede minimizarse. La dicotomía financiera no puede soslayarse como una simple modificación estructural que no tiene implicaciones para el financiamiento de empresas y consumidores y para la determinación de la tasa de interés. Su ausencia en el modelo de funcionamiento de los canales de la política monetaria soslaya el modo de funcionamiento de los intermediarios financieros.

## 6.2 El canal crédito

Las nuevas condiciones estructurales nacionales e internacionales que se derivan de la desregulación e innovación financiera sobre las que se sustenta la globalización inducen necesariamente a cambios en el funcionamiento de las variables a las que afectan. El nuevo

---

<sup>6</sup> Este es el canal de transmisión tan metódicamente expuesto y analizado por Friedman y Schwartz en su tratado clásico (1963).

keynesianismo argumenta que un cambio central es el que se impone sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Ello a su vez define las formas en que el mercado internacional afecta los objetivos y las prioridades nacionales.<sup>7</sup> El efecto final, por supuesto, depende del grado de transformación de la economía nacional en su proceso de internacionalización; y del grado de desreglamentación e integración financiera. Los efectos, por ejemplo, parecen más agudos para los Estados Unidos y para el Reino Unido que lo pueden ser para Alemania. Sin embargo, no se puede menospreciar el hecho que el Deutsche Bundesbank ha sido, a menudo, en los últimos años incapaz de alcanzar los objetivos propuestos en sus metas de política monetaria (Dresdner, 1995, p. 3).

En consecuencia, a la versión dinero o visión ortodoxa de los canales de transmisión de la política monetaria, el nuevo pensamiento keynesiano ha complementada otro canal de transmisión; el de la llamada "versión crédito". (Bernanke, 1993; Bernanke y Gertler, 1990, 1995; Gertler, 1988; Kashyap y Stein, 1994; Ramey, 1993; Stiglitz y Weiss, 1992; Friedman y Kuhner, 1993; Bernanke y Blinder, 1988).

Según Bernanke, uno de sus principales proponentes, "la versión crédito afirma que además de afectar la tasa de interés de corto plazo, la política monetaria influye sobre la demanda agregada al afectar la disponibilidad o los términos de nuevos préstamos bancarios" (1993). En la versión de Bernanke y Blinder (1988) a un modelo IS-LM que utiliza dos activos financieros: dinero y bonos, que no son sustitutos perfectos, se le agrega un tercer activo: préstamos bancarios, que es también imperfectamente sustituible con los otros dos activos. Esta noción de que los activos no monetarios no son sustitutos perfectos es una hipótesis central a esta versión. Esto significa que el enfoque crediticio se sostiene sobre imperfecciones de los mercados financieros. Esta noción es "motivada por la idea que los bancos son especiales en su habilidad para dar crédito a solicitantes que, debido a factores de información imperfecta, encontrarían muy difícil hallar otras fuentes de recursos". De esta manera se abre un nuevo canal de transmisión de la política monetaria.

Cuando el banco central actúa sobre la liquidez impone nuevos requerimientos sobre las reservas lo cual tiene un efecto negativo sobre las disponibilidades de los bancos. Ante la

---

<sup>7</sup> Llama la atención que aún Milton Friedman ha expresado un cierto grado de escepticismo sobre la conveniencia de los tipos de cambio flexibles. (Friedman, 1990).

reducción de sus pasivos los bancos tienden a recortar el crédito ya sea por una disminución de la cantidad o por una alteración de los términos del crédito. Cualquiera que sea la opción el resultado es un efecto sobre el nivel de la actividad real en la medida que las empresas cancelan proyectos, reducen inventarios, crean desempleo, etc. Se deprime la demanda agregada al sufrir una reducción la inversión, pero igual efecto se tiene en el sector consumidor que depende de prestamos bancarios para realizar sus compras. Se sostiene así la hipótesis fundamental de que los choques que experimentan los mercados de crédito tienen efectos reales. Esto significa que los acervos y/o los flujos de las hojas de balance son determinantes para la actividad no financiera (Friedman y Kuttner, 1993, p. 202).

Este mecanismo de la versión crédito también ha sido sustentado en la idea de racionamiento del crédito, como ha sido propuesto por Stiglitz y compañía (Stiglitz y Weiss, 1981). Se acepta que cuando el banco central modifica el nivel del circulante, por ejemplo, al realizar operaciones de mercado abierto, lo que intenta es alterar la tasa de interés: incrementarla para combatir la inflación o reducirla para combatir la recesión. El dilema que aparece ante la existencia de la dicotomía financiera es el de precisar cual tasa de interés es la que se va a afectar ya que en realidad existen dos tasas: la de los mercados ( $I_{BU}$ ) y la de los intermediarios bancarios ( $I_{BA}$ ). El banco central, por la modificación en el circulante actúa sobre la tasa de interés en sus propios instrumentos financieros, por ejemplo los certificados de la tesorería a 28 días en el caso de Estados Unidos o los certificados de depósito a 28 días en los casos de México, Japón y de Alemania. Este movimiento repercute en los demás instrumentos financieros; es decir, en las tasas de interés de los mercados financieros, que como recordaremos tienden a funcionar en términos del corto plazo.

Lo que no logra modificar el banco central por cambios en la oferta de dinero, o si lo hace es en forma mínima, es la tasa de interés de los intermediarios bancarios; esto es, la que los bancos cargan ( $I_{AC}$ ) o pagan ( $I_{PA}$ ) a sus clientes. Sin embargo, lo que sí ocurre es que los prestamos otorgados por las instituciones de crédito no sufren mayor alteración. Este es resultado del comportamiento de aversión al riesgo con el que funcionan las organizaciones bancarias. La oferta de crédito se mantiene relativamente estable debido a que los bancos son renuentes a incrementar su tasa de interés por las implicaciones que ello tiene en afectar el nivel existente de riesgo y, por lo tanto, el valor neto propio como el de sus clientes.

Modificar el costo del crédito agravaría la incertidumbre que deviene de la información incompleta con la que operan los bancos al igual que un incremento en la incertidumbre crea mayores probabilidades de selección adversa o de riesgo moral.

La alternativa a incrementar la tasa de interés esta en racionar el crédito debido a que los movimientos ocurridos en la tasa de interés se traducen directamente en el valor neto de los bancos por la percepción que de ellos tiene el mercado y, por lo tanto, en la actitud hacia el riesgo. Ello implica que cuando la tasa de interés se reduce los prestamos existentes y disponibles son más redituables pero lo son menos cuando dicha tasa se aumenta. Naturalmente, estos movimientos pueden causar efectos de sustitución por el atractivo positivo o negativo que tienen sobre los prestamos bancarios lo cual crea un efecto de redistribución del ingreso a favor de los acreedores y en contra de los deudores. ..

Si el banco central actúa por medio de otro de los instrumentos a su alcance, por ejemplo, la tasa de redescuento, el efecto es similar. Al reducir la tasa de redescuento el banco central reduce directamente el costo del capital para los bancos lo cual incrementa su valor neto real haciéndolos más dispuestos a tomar riesgos. En tanto que la relación prestamos/valor neto tiene la característica de tender a ser alta ocurre que pequeñas variaciones en el valor neto inducen a grandes cambios en la disponibilidad de crédito. Por el contrario, al incrementar la tasa de redescuento el banco central incrementa el costo del capital con la consecuente reducción en el valor neto de las instituciones bancarias y, por lo tanto, su menor disposición al riesgo.

Igualmente, cuando el banco central actúa imponiendo nuevos requerimientos de reservas se tiene un efecto negativo sobre las reservas de los bancos. Ante la reducción de sus pasivos los bancos tienden a recortar el crédito ya sea por una disminución de la cantidad o por una alteración de los términos en que se otorga el crédito. Cualquiera que sea la opción el resultado es un efecto consecuente sobre el nivel de la actividad real en la medida que las empresas cancelan proyectos, reducen inventarios, crean desempleo, etc.

El efecto de este canal no se puede postular como simétrico sobre todos los prestamistas o todos los sectores económicos. Puede ser más fuerte sobre aquellos que dependen de créditos bancarios o aquellos más elásticos a la tasa de interés. En consecuencia, el efecto puede variar de sector a sector: la construcción puede ser muy

afectado como también lo pueden ser las pequeñas y medianas empresas. Sobre las empresas más grandes la repercusión se diluye al ser éstas más dependientes de sus propios recursos (Ganley y Salmon, 1997; Dale y Haldane, 1995; Gertler y Gilchrist, 1994).

Esta asimetría se manifiesta igualmente en los plazos de funcionamiento de la economía. En los Estados Unidos la evidencia tiende a mostrar, según Gertler, que el FED todavía mantiene la capacidad de manipular la tasa a 90 días de los Certificados de Tesorería; pero considera que esta perdiendo la habilidad de imponerse sobre las tasas de más largo plazo. Ello es testimonio de "la influencia que la innovación financiera tiene sobre la capacidad de acción del banco central para regular la tasa de interés" (1993, p. 146). Cuando los bancos tienden a recurrir a sustitutos de los depósitos a la vista y del dinero como pueden ser los fondos mutuos de los mercados de dinero este puede ser el resultado.

El efecto de este canal de transmisión de la política monetaria sobre la actividad productiva se manifiesta, entonces, por la limitación o no de crédito que impongan los bancos sobre las empresas como respuesta a un choque monetario. Cuando el sector productivo experimenta una reducción en la disponibilidad de capital tomara decisiones para adecuar su producción, sus inventarios o su nivel de empleo en forma consecuente. El efecto de la política monetaria se experimenta por cambios en la oferta de bienes y de servicios que tienen un impacto subsecuente sobre la demanda. Entonces, no es por una reducción directa en la demanda agregada que la política monetaria afecta la actividad real, como lo plantea la versión dinero convencional sino por una contracción de la oferta agregada. La política monetaria funciona a través de la disponibilidad del crédito.

Este canal de transición monetaria implica que los objetivos intermedios de la política monetaria, la tasa de interés y la oferta monetaria, pueden no estar totalmente en línea con los objetivos macroeconómicos del programa de gobierno, por lo cual los objetivos de política tienen que usarse con gran precaución. Igualmente, el racionamiento crediticio, de existir, es más importante para unos sectores que para otros por la dependencia que tengan de prestamos bancarios como fuente de su financiamiento. Este hecho es determinante por el efecto diferenciado que la política monetaria puede tener en diferentes sectores. Ello lleva a Gertler a definir la versión crédito como "El conducto por medio del cual la política monetaria afecta el diferencial entre el costo de los fondos internos y los externos para cierta

clase de prestadores" (1993, p. 131). Para Freedman (1993) la dinámica del mecanismo es un poco más complicada al considerar que existen una "postura fuerte" y una "postura débil" de la versión crédito. En la postura fuerte se encuentran entrelazadas dos hipótesis. Una hipótesis es que por la caída de reservas se da simultáneamente una restricción monetaria y una caída de la oferta del crédito bancario, y la otra hipótesis es la experiencia de un efecto significativamente negativo sobre el gasto, más allá de lo que puede ocasionar el cambio en la tasa de interés, como consecuencia de un cambio en la oferta de préstamos de las instituciones financieras. Las dos, por supuesto, están encadenadas. En contraposición, la postura débil de este mecanismo aparece como la menor disponibilidad o el incremento en el costo de crédito que sufren las empresas pequeñas en comparación a las más grandes a consecuencia de aumentos en la tasa de interés y en el riesgo de quiebra que puede ocurrir por la existencia de asimetrías de información.

### 6.3 Un modelo simple

En un modelo muy simplificado de la versión crédito de transmisión monetaria, según Stiglitz y Weiss (1992) se tienen que plantear dos encadenamientos críticos: el que ocurre entre la oferta monetaria ( $M$ ) y la disponibilidad de crédito ( $Cr$ ) y el que se da entre el crédito y la inversión ( $I$ ). En el primer encadenamiento el crédito disponible es proporcional a la oferta monetaria

$$Cr = mM \quad (1)$$

y en el segundo la inversión es proporcional a la disponibilidad crediticia

$$I = nCr \quad (2)$$

Estos dos encadenamientos son los determinantes para orientar el funcionamiento de una economía.

Asumiendo que

$$Y = C + I + G \quad (3)$$

y que

$$C = aY \quad (4)$$

con lo cual

$$Y = \frac{1}{1 - a} (n m M + G) \quad (5)$$

El resultado global que se tiene es de corte tradicional keynesiano en que el ingreso (Y) continua dependiendo de M, Y crece ante incrementos en la oferta monetaria. Recordemos, sin embargo, que en el modelo convencional el crecimiento de M obliga a una caída de la tasa de interés con lo cual se promueve la inversión. Este resultado es el que hace que el producto crezca. La base de dicho resultado esta en la relación estable entre el dinero, el ingreso y la tasa de interés que ocurre principalmente por motivos transaccionales. El resultado no tradicional de este nuevo modelo es la relación entre M y Cr. Es a partir de esta diferencia entre los modelos que se puede argumentar nuevas características en el funcionamiento de la economía (Stiglitz y Weiss. OEP, 1992, p. 717). La primera es que esta relación entre M y Cr puede cambiar a lo largo del ciclo económico. Ello significa que la relación estable entre dinero, ingresos y tasas de interés que postula el modelo convencional no ocurre. En consecuencia, al no existir esta relación estable tampoco puede darse la dinámica postulada de la relación entre un incremento en la oferta monetaria y una caída en la tasa de interés que induce un mayor nivel de inversión y, por tanto, a un aumento del ingreso.<sup>8</sup> El argumento central es el postulado que un incremento de M tiene un efecto relativamente débil sobre la disponibilidad del crédito, especialmente en periodos de recesión. (Blinder y Stiglitz, 1983; Bernanke y Gertler, 1989; Greenwald y Stiglitz, 1990, 1991a y b)

La segunda diferencia esta en los efectos sobre la política monetaria. Esta puede ser contractiva aunque la tasa real promedio de interés cambie poco o se reduzca o incluso podría ser expansionista aunque la tasa de interés se incremente. El modelo sugiere, entonces, que los objetivos monetarios de mediano plazo, como la tasa de interés y la oferta monetaria tiene poca relación con los objetivos de crecimiento que pueda tener el gobierno.

La posibilidad que la política monetaria pueda incidir en forma diferenciada entre sectores de la economía es una tercera diferencia. La elasticidad a la tasa de interés varia



entre sectores lo cual ocasiona que unos se vean más afectados por el racionamiento crediticio que otros.

Un cuarto elemento es el mayor efecto que la política monetaria puede tener sobre la inversión si la economía se encuentra en auge con racionamiento crediticio que si está en recesión.

Por último, el efecto que pueda tener la política monetaria depende del grado de sustitución entre el crédito bancario y otras formas de crédito, considerando que a menudo esta sustitución es altamente imperfecta.

El comportamiento de los bancos de aversión al riesgo, para lo cual la información incompleta es un factor central, es clave para inducir estos cambios de comportamiento. La aversión al riesgo a nivel microeconómico tiene, entonces, un efecto de mayor importancia sobre la economía real que el que tienen los choques monetarios. Las recesiones se pueden hacer más largas y más profundas. No es sólo la existencia de dinero, per se, lo que es relevante, sino la cantidad y la calidad del mismo que las diferentes formas del crédito hacen disponible para la inversión productiva, en consecuencia para incrementar el ingreso nacional y el empleo.

#### **6.4 Las implicaciones**

La existencia de este canal no es una alternativa excluyente del canal monetario tradicional. Este canal de transmisión ocurre en adición al que se da vía las tasas de interés y la demanda agregada y naturalmente lo complementa. Además, para analizar la validez de este mecanismo de transmisión es necesario tomar en consideración las respuestas que los mercados dan a acciones de política sobre tasas administradas, como pueden ser las tasas hipotecarias, las condiciones de endeudamiento e incluso la tasa prima del mercado de New York. Igualmente, cuando el crédito se reduce por un choque de oferta monetario no es sencillo saber cuanto de esa caída se debe a una reducción en reservas o a la misma caída en la actividad productiva. Además, si se reducen las reservas el banco puede recurrir a otros instrumentos para obtener liquidez, como puede ser la venta de los valores gubernamentales

---

<sup>8</sup> Una dificultad en el análisis empírico es la alternativa de tasa de interés a escoger.

que posee. En el contexto de la globalización, las empresas y los consumidores podrían recurrir a otros medios de crédito, como puede ser el que otorgan las compañías de crédito o el crédito comercial. De hecho, cierta evidencia muestra que en tiempos de restricción crediticia las grandes empresas proporcionan crédito comercial a sus proveedores y subcontratistas pequeños y medianos con capital que obtienen por la emisión de valores financieros como papel comercial (Calomiris, Himmelberg y Wachtel, 1994).

La existencia de este mecanismo cuestiona el rechazo teórico a incluir al sistema crediticio en los modelos tradicionales bajo el supuesto de que las condiciones financieras de los bancos y empresas no son relevantes para la inversión y el gasto. Aceptar su existencia implica reconocer que la infraestructura crediticia es relevante pero que el sistema bancario no siempre funciona perfectamente. Más importante es que implica reconocer que por los cambios estructurales ocurridos el banco central se encuentra limitado en el uso y la eficiencia de los instrumentos a su disposición.

Cuatro son las principales implicaciones. La primera es la existencia de una mayor inestabilidad de la demanda por dinero. La causa es la proliferación de sustitutos del dinero. Estos sustitutos hacen desaparecer progresivamente los requerimientos de reservas y, en consecuencia, se induce a una caída en la demanda de pasivos del banco central produciendo la mayor inestabilidad en la demanda. El banco central al enfrentar mayores dificultades para controlar la tasa de interés de corto plazo se encuentra ante un efecto erosionador sobre el mecanismo monetario de transmisión de la política económica.

Una segunda implicación es que las fuentes de fondos bancarios se hacen resistentes a los efectos de las operaciones de mercado abierto. Este es el resultado del fortalecimiento del mercado para pasivos administrados por los bancos, del aumento de la securitización y de la desaparición de los requerimientos de reservas en la administración de pasivos.

La tercera implicación es el desarrollo de fuentes alternativas de crédito. La innovación y la liberalización de los mercados nacionales ofrecen nuevas alternativas financieras desde compañías de financiamiento hasta prestamistas extranjeros. Estas alternativas tienen el efecto de reducir la influencia del banco central sobre el volumen de préstamos al igual que crece la habilidad de los demandantes de crédito para alejarse del control de los bancos.

El asentamiento de la dicotomía financiera de cambio institucional no es unilateralmente positivo o negativo para uno sólo de los mecanismos de transmisión. Así, la segunda implicación aparece como positiva para la visión crédito pero la tercera implicación tiende a ser negativa. Sin embargo, considero que en la medida en que se fortalezca esta división entre mecanismos bancarios y no bancarios del crédito el canal crediticio necesariamente perdería importancia a favor del canal monetario tradicional. Este es el resultado de la existencia de dos tasas de interés diferentes, una para la intermediación bancaria y otra para la intermediación bursátil. El efecto total depende de la magnitud de cada uno de estos efectos y ello es un problema más empírico que teórico. Igualmente tiene ello que ver con la mayor eficiencia de uno u otro mecanismo de transmisión para afectar la economía real. Romer y Romer argumentan, por ejemplo, que para quitar al banco central el poder de la política económica los cambios estructurales apuntados tendrían que afectar la habilidad del banco central para actuar sobre la tasa de interés, lo cual, según ellos, no ha sucedido (1993). Lo que no es sostenible en este contexto es la neutralidad del dinero.

La pérdida de control monetario puede inducir a la tentación de resistir o, al menos, de reducir el ritmo del cambio. A nivel nacional esta parece ser la situación de Alemania donde el Deutsche Bundesbank mostró escepticismo para abandonar el modelo de capitalismo stakeholder. A nivel internacional la aceptación de los miembros de la Unión Europea para tener una moneda única me parece como otra tendencia en esta dirección de resistencia al cambio a fin de mantener la capacidad del banco central de instrumentar la política monetaria a través del crédito bancario. No es coincidencia que sea Alemania el principal defensor de la unión monetaria.

## **7. Autonomía monetaria y determinación cambiaria**

Los acuerdos sobre tipos de cambio fijos establecidos en Bretton Woods tuvieron que ser descartados en 1971, en buena medida, por su incongruencia con el creciente dinamismo de los flujos de capital, pero también por su incompatibilidad con el

requerimiento de una mayor autonomía en el diseño y ejecución de las políticas económicas nacionales que se consideraban necesarias para estabilizar las economías nacionales en aquel momento. El crecimiento de los flujos de capital dificultó la tarea de compatibilizar los tipos de cambio fijos con las necesidades de política monetaria de mediano plazo, con los menores tiempos de ajuste permisibles ante grandes choques monetarios y las mayores presiones para que se diera una convergencia de las economías nacionales. Bajo dicho esquema la política monetaria debía apoyar a la política cambiaria ya que las tasas fijas pero ajustables fueron diseñadas para perseguir políticas nacionales necesarias para sustentar el régimen cambiario. La paradoja actual es que después de 25 años de haber eliminado el régimen cambiario fijo el mundo se encuentra en una encrucijada semejante a la de entonces. Los efectos que producen los flujos de capital se han magnificado y la autonomía en la política monetaria no parece del todo evidente.

La mayor inestabilidad cambiaria que existe en la actualidad y el hecho que la política monetaria se torna menos adecuada para contribuir a su estabilidad son los hechos que requieren explicación. Hay que distinguir que la estabilidad cambiaria es un concepto que tiene dos dimensiones. Por un lado, las tasas de cambio fluctúan alrededor de su valor de equilibrio como un fenómeno que responde a fuerzas de corto plazo, lo que Williamson (1985) define como volatilidad. Simultáneamente, se da en estas tasas una variación que ocasiona un alejamiento persistente de su valor de equilibrio de largo plazo. Este es el fenómeno que Williamson denomino como desalineación del tipo de cambio.

Las transformaciones en los arreglos institucionales financieros y las implicaciones que ellos tienen sobre los canales de transmisión de la política monetaria permiten adelantar una explicación de cómo se han dado estas incongruencias y como el comportamiento volátil de los tipos de cambio es lo que ha llevado a que los modelos aleatorios (Mussa, 1990) o los modelos de expectativas irracionales (Frenkel y Froot, 1986) tengan mayor capacidad explicativa que modelos basados en los fundamentos económicos.

## 7.1 Los enfoques de la determinación cambiaria: La PPA

La perspectiva teórica original sobre el funcionamiento del mercado cambiario refleja las condiciones del sistema de intercambio comercial sobre el supuesto ricardiano de que los factores de la producción son perfectamente movibles nacionalmente pero estáticos internacionalmente. El incumplimiento de este supuesto, como argumento Mundell (1961), ha tenido implicaciones lamentables para la teoría monetaria del intercambio comercial y para la teoría de tipos de cambio flexibles. Él sostiene que un sistema internacional de tipos de cambio flexibles basado en monedas nacionales puede funcionar eficientemente si la movilidad de los factores es alta internamente pero baja internacionalmente. Caves (1963) arribó a una conclusión algo diferente. Cuando la política de tasas de interés es un instrumento pivote de política los "movimientos internacionales de capital son problemáticos bajo cualquier sistema de administración de pagos internacionales" (p. 128). Inclusive llega Caves a presentar el argumento de que posibles complicaciones para el equilibrio interno en el corto plazo son más graves en un mecanismo de tasas de cambio fijas que en uno de tasas flexibles.

La diferencia entre estos enfoques resulta del supuesto hecho por Mundell de la existencia de un efecto Pigou que sirve como un mecanismo correctivo contra la inflación o deflación internas. El equilibrio en la balanza de pagos se puede mantener en un sistema de paridades fijas por medio de insignificantes movimientos en las tasas de interés simultáneamente a que el nivel de precios se está ajustando. Bajo el esquema de tasas flexibles la solución para el desequilibrio interno implica una tasa de interés que tiene un efecto negativo sobre el mercado cambiario.

En el debate original, bajo las posiciones de Mundell y Caves, el equilibrio en el mercado cambiario era determinado por el equilibrio entre la demanda y la oferta de importación y exportación de bienes y servicios más los pagos a los factores, tal como aparece en la cuenta corriente. La causa de las discrepancias tenía su raíz en la estructura de determinación del sistema de precios.

Persisten aún dos posiciones en conflicto en este respecto. Una de ellas descansa en postular el funcionamiento del sistema sobre una estructura económica perfectamente

competitiva con la capacidad para determinar precios relativos de equilibrio y tasas de cambio correctas. Interferencias con este mecanismo de libre mercado no deben de existir ya que distorsionan el equilibrio. Los tipos de cambio fijos son una de tales interferencias. La proposición central de esta posición es que no se debe interferir con el mecanismo de precios relativos y se debe descansar en el mercado para determinar el tipo de cambio. El equilibrio del mercado se logra por la paridad del poder de compra.

Alternativamente existe la posición de que los precios responden a una estructura de mercado imperfectamente competitiva que produce precios incorrectos que afectan negativamente a la competitividad nacional. Esta posición, de persuasión más keynesiana, descansa sobre los tipos de cambio fijos que pueden ser ajustados a fin de modificar las condiciones de la competitividad.

Estos dos enfoques, al haber descansado exclusivamente en el movimiento de bienes como el factor determinante de las paridades cambiarias, tienen una limitante en la medida que los flujos de capital no son un factor determinante de las tasas de cambio. La función de estos flujos tuvo una importancia secundaria debido a que ellos constituían un elemento que afectaba el nivel de la tasa de cambio de equilibrio pero no determinaba el nivel de equilibrio de las paridades nacionales.

La PPA ha tenido una importancia primaria en este debate. La presión sobre los cambios en los precios es sentida por el mercado cambiario a tal forma que produce alteraciones en las condiciones de demanda y oferta de las importaciones y las exportaciones. El nivel del valor de equilibrio de las monedas se modifica a fin de alterar los diferenciales en las tendencias inflacionarias de los países con los que se intercambia comercialmente a fin de mantener un poder de demanda constante. Se restituye por este mecanismo el poder adquisitivo de las respectivas monedas.

La PPA, como la piedra angular de la determinación de las paridades cambiarias, ha sido altamente cuestionada. La existencia de movimientos frecuentes en las paridades que no corresponden a los fundamentos básicos de la economía es la consideración central. (Rogoff, 1996; Dornbusch, 1980, 1982, 1986, 1988; Genberg, 1978; Krugman, 1978; Frank 1981, 1982; Hacche y Townsend, 1981; Meese y Rogoff 1983; Kuori, 1984). Estos estudios han demostrado que las tasas de cambio de mercado y las tasas de cambio sustentadas en la PPA

varían en grado considerable. Pueden incluso moverse en direcciones opuestas dado que su comportamiento es una función de como los precios relativos se comportan en el exterior. Consecuentemente, los tipos de cambio no capturan las posibles diferencias de competitividad entre los sectores de la producción invalidándolos como una guía para la asignación de recursos entre los sectores productivos. Esta deficiencia implica que los tipos de cambio basados en PPA no proporcionan información de como el tipo de cambio afecta las opciones de solución de desequilibrio del sector externo. En el mejor de los casos ha sido demostrado que la PPA se cumple en el muy largo plazo, como pueden ser ciclos de 20 años (Dornbusch, 1988).

Hay varios factores por los cuales la PPA no puede explicar los niveles de las paridades nacionales. El primero es atribuible a las diferencias estructurales que persisten y hasta se profundizan en las economías nacionales. En particular los sistemas nacionales de distribución son más eficientes en unos países que en otros. Por ejemplo, la eficiencia de este sistema en los Estados Unidos es plenamente superior al de cualquier otro país industrial. Ello permite que lo que se pierde por un dólar sobrevaluado se gane por esta vía de menores costos de distribución.

Un segundo factor es el gran diferencial que se ha venido estableciendo entre el precio al usuario y el precio CIF; por ejemplo, en la mayoría de los artículos electrónicos y de equipo automático de oficina el costo de manufactura es menos del 30% del precio de lista (Ohmae, 1991 p. 154). El comercio internacional, sin embargo, se realiza sobre el precio CIF no sobre el precio al usuario. Esta diferencia en precios elimina los efectos de las elasticidades a movimientos cambiarios con lo cual el usuario final se encuentra aislado de estas complicaciones. Los efectos cambiarios sólo afectan a la pequeña parte que corresponde al costo de manufactura.

Un tercer factor se ubica en que la estructura de costos ha cambiado considerablemente. En un pasado reciente las mercancías intercambiadas comprendían una gran cantidad de materia prima y mano de obra pero la manufactura objeto del intercambio internacional actual tiene una estructura de costos muy diferente. Por ejemplo, los costos tecnológicos y los de distribución son más relevantes.

Otro factor en contra de la PPA es la especialización en nichos de mercado, o el

comercio de productos diferenciados con estrategias especializadas de comercialización. Estas peculiaridades del mercado hacen que los movimientos cambiarios pierdan eficiencia ya que se necesita una gran devaluación para afectar el intercambio. Un quinto factor es el creciente peso del comercio intrafirma. Al estar sujeto a "precios de transferencia" este es un comercio que no necesariamente y estrictamente responde a las reglas del mercado. De hecho esta estructura de precios permite a las empresas establecer márgenes de precios que hacen el comercio insensible a los tipos de cambio (Ostry, 1988). Por último, hay que apuntar a la creciente y persistente movilidad de los flujos de capital con la incapacidad de esta teoría para fundamentar los mecanismos de determinación cambiaria.

Esta serie de factores simplemente apuntan a una nueva realidad: las manufacturas sofisticadas de la internacionalización del capital son relativamente insensibles a movimientos cambiarios. Igualmente significativo es que las estrategias globales de las empresas también lo son. Las grandes empresas exportadoras tienden a ser neutrales a la tasa de cambio (Ohmae, 1991; Krugman, 1988). Los factores apuntados las han aislado de las fluctuaciones cambiarias al recortar costos, rediseñar estrategias comerciales o dominar la ingeniería financiera como alternativas factibles a la de moverse físicamente cada vez que hay movimientos cambiarios. Esta opción no es viable, ya que no pueden dissociarse fácilmente de sus ligas cruciales con proveedores, distribuidores, fuerza laboral o sus actividades de investigación y desarrollo. A ello contribuye el trato de empresas nacionales que se concede al capital extranjero en la actualidad en gran número de países y el cual tendrán que conceder un mayor número de países cuando se haga mandatorio por el Acuerdo Multilateral de Inversiones (MAI en inglés), actualmente en proceso de negociación dentro del marco de la OECD. En realidad, los movimientos cambiarios contemporáneos sólo sirven para incrementar el abanico de posibilidades estratégicas que requieren diseñar las empresas para mantener una alta rentabilidad.

No es la PPA lo que determina las paridades en el corto plazo. Los factores determinantes tienen que encontrarse en la propia naturaleza monetaria y financiera de esta variable, principalmente en la característica que ha tomado el mercado cambiario de haberse convertido en una actividad de inversión por derecho propio. Ohmae observa por ejemplo que "en general ello ha ocurrido con otras actividades financieras, como la finca raíz, los



metales preciosos y las acciones que se han convertido en espacios de inversión cuya dinámica está divorciada de la producción real. Estos espacios se han convertido en “contenedores financieros” en los cuales se estacionan los excedentes monetarios para tener altas ganancias de papel o especulativas. El más exitoso de estos contenedores es el mercado cambiario por la simple realidad de no tener límites en su magnitud, impuestos que pagar sobre ganancias de capital y carecer de una pesada regulación" (p. 154).

## **7.2 El enfoque monetario**

La terminación del régimen cambiario de Bretton Woods impuso la necesidad de reconocer la presión que ejercen los flujos de capital en la determinación de las paridades cambiarias. En los setenta y al inicio de los ochenta un enfoque estructural monetario para explicar la volatilidad de corto plazo de las tasas cambiarias fue propuesto. Dos diferentes marcos de explicación fueron elaborados. Uno fue el modelo monetario con precios flexibles o pegajosos y el otro fueron los modelos de análisis de portafolio. Dos consideraciones centrales están en la base de este tipo de modelos. La primera es el considerar al mercado cambiario como un mercado de activos en el cual la oferta y la demanda de dinero son las fuerzas que determinan el precio de equilibrio o la tasa a la cual se intercambian las monedas. Este es un equilibrio de acervos de las monedas intercambiadas lo cual constituye una nueva base de análisis dado que con anterioridad las tasas de cambio eran consideradas como el precio de un flujo de monedas. La segunda consideración fue la introducción de expectativas racionales; esto es, la noción de que el mercado eficientemente incluye toda la información que es sistemáticamente disponible.

El enfoque de portafolio esta basado en la relación de la demanda por una moneda frente a la demanda por otros activos a fin de darle a un portafolio una estructura optima (McKinnon y Oates, 1966; Kuori, 1976). Los rendimientos relativos luego de descontar el riesgo constituyen la premisa principal que conduce a una condición de paridad de interés. La mayor demanda por una moneda encarece su precio y consecuentemente afecta su tasa de cambio y la estructura de tasas de cambio. Teóricamente esta es una propuesta con planteamientos sólidos pero empíricamente no ha sido fehacientemente demostrada a pesar

de las pruebas que se han hecho con el dólar y otras monedas. (Branson, Halttunen, Masson, 1997; Dooly e Isard, 1985).

Los modelos de tipo monetario, de los cuales los de tipo overshooting de Dornbusch son el ejemplo típico de libro de texto, han llegado a ser el modelo ortodoxo de aceptación generalizada para explicar los determinantes del tipo de cambio. La tasa de cambio de mercado, en este contexto, esta determinada independientemente del flujo de bienes intercambiados al mismo tiempo que se reconoce que la acumulación de activos es posible por el desequilibrio que ocurre en la cuenta corriente. El verdadero dilema a resolver deriva de aceptar que los activos financieros son un acervo pero que se requiere de un flujo para incrementarlos o para reducirlos. Ello significa la interrelación entre la cuenta corriente y la de capital de la balanza de pagos. Además, fue requisito aceptar que estos flujos tenían que ser diferenciados de la función de financiamiento de déficit externos. La ascendente movilidad del capital tuvo que ser colocada en el campo propio de la especulación. La advertencia de Viner de que el dinero tiene una propensión a la especulación más alta que cualquier otra mercancía pueda tener no podía continuar siendo desatendida (1965).

El elemento central a esta concepción de determinación del tipo de cambio es la forma en la cual los factores de corto y de largo plazo se entrecruzan para determinar las tasas de cambio de mercado. El postulado fundamental es la existencia de un equilibrio de largo plazo en la cuenta corriente que sea compatible con las preferencias de inversión de corto plazo a las tasas internacionales de interés. Consecuentemente, las variables que determinan el tipo de cambio de largo plazo son aquellas que afectan la cuenta corriente pero es el mercado por activos financieros lo que determina el nivel de la tasa de cambio en el corto plazo (Dornbusch y Fischer, 1980).

Esta perspectiva es la que ha dominado el pensamiento económico y se ha convertido en un elemento estándar en los modelos dominantes del análisis de balanza de pagos, tal y como lo ejemplifica el Modelo Avenida Pennsylvania, así denominado por Krugman (1991).

La deficiencia con estos modelos monetaristas de expectativas racionales de determinación cambiaria es que no funcionan tan bien en la práctica como lo hacen en la

teoría.<sup>9</sup> El nivel de volatilidad de corto plazo del régimen de paridades flexibles que se experimenta desde inicios de los setenta y los movimientos asimétricos de las tasas de cambio inducidos por la apreciación del dólar en los años ochenta no han podido ser satisfactoriamente explicados por este modelo (Krugman, 1985; Marris, 1985). Evidencia negativa adicional en contra de estos enfoques de determinación cambiaria es la afirmación de que modelos de caminata al azar dan tan buenos resultados, sino mejores, que los basados en fundamentos económicos (Meese y Rogoff, 1983, Mussa, 1990). Este hecho es indicativo del aspecto en el que estos modelos presentan mayor dificultad; esto es, en su tratamiento de las expectativas.

Una conclusión general a la que llegan MacDonald y Taylor en su revisión de la literatura sobre el tema es que "los modelos que se enfocan sobre activos han dado buenos resultados para algunos periodos tales como el periodo entre guerras y en cierta medida para la primera parte de la reciente experiencia con tasas flotantes (1973-1978); pero ellos han proporcionado explicaciones muy inadecuadas para el comportamiento de las principales tasas de cambio durante el periodo más reciente de flotación" (1992, p. 24). La conclusión de Pentecost es igualmente clara e incisiva: "de este extensivo estudio concluyo que ninguno de los principales modelos estructurales adecuadamente explica el equilibrio de largo plazo de los tipos de cambio como tampoco su dinámica de corto plazo para todos los periodos y tasas de cambio. Algunos modelos parecen funcionar mejor que otros en periodos de tiempo diferentes y con diferentes paridades bilaterales pero no hay un modelo empírico de las tasas de cambio que sea generalmente aceptado" (1993, p 179).

### **7.3 No hay una sola tasa de cambio: conflicto conceptual**

De los planteamientos anteriores se tiene que llegar al reconocimiento paradójico de que existen dos posiciones contendientes sobre lo que ocurre cuando se modifica la paridad cambiaria. Los hacedores de mercado (market makers) se encuentran en un dilema cuando tienen dificultad en identificar cuales son las variables fundamentales en la determinación

---

<sup>9</sup> Existe al respecto un problema metodológico. Las pruebas empíricas implican siempre un examen doble: uno del modelo en sí mismo y otro de la formación de precios de los activos o de la formación de expectativas.

cambiaría como consecuencia del conflicto entre dos conjuntos de fundamentos microeconómicos que compiten por explicar los determinantes de la paridad cambiaria: uno basado en los principios de la competencia perfecta y otro cuyas bases son las de la competencia imperfecta.<sup>10</sup>

La visión del esquema de competencia perfecta se sustenta en un tipo de cambio que responde a los determinantes de la PPA como consecuencia de postular un sistema basándose en bienes comerciables no diferenciados en que los salarios son negociados en términos reales, debido a que son poco flexibles y en que la estructura correcta de precios relativos induce a una asignación eficiente de recursos. El problema con una tasa cambiaria incorrecta en estas condiciones es que distorsiona la capacidad adquisitiva de la moneda y, en consecuencia, incide sobre el ingreso nacional por el efecto que sobre la oferta agregada tiene una redistribución de recursos entre bienes comerciables y no comerciables. El principal problema de la economía es, necesariamente, la existencia de condiciones monetarias incorrectas.

Por el contrario, el enfoque de competencia imperfecta se sustenta en bienes comerciables diferenciados, en salarios que son negociados en términos monetarios por ser poco flexibles nominalmente y en que una apropiada asignación de recursos deriva de adecuadas presiones de demanda. Un tipo de cambio real incorrecto afecta la rentabilidad en el sector de bienes comerciables con un efecto sobre el ingreso nacional por los efectos que sobre la demanda tiene una restricción de pagos. La esencia del dilema de la economía nacional es, necesariamente, la existencia de condiciones de desequilibrio de la economía real.

La decisión de escoger entre estas dos concepciones opuestas hace el proceso de toma de decisiones por parte de los hacedores de mercados difícil y se complica aún más por tres factores adicionales. El primero la impone la disponibilidad de capital. Los hacedores de mercado están restringidos en su capacidad de tomar posiciones por los límites de su propia capitalización. Sus fondos no son infinitos.<sup>11</sup>

Sus ofertas muestran una tendencia decreciente con relación a los precios que

---

<sup>10</sup> Esta orientación del análisis responde a observaciones personales del Prof. Michael Kuczinski de la Universidad de Cambridge.

<sup>11</sup> Lo que hace al mundo friedmaniano perfecto es el supuesto de recursos infinitos.

establecen para los activos, por lo tanto, la capitalización introduce un movimiento en el nivel de precios. Al final, los precios están determinados por la capacidad de compra de los agentes.

El segundo lo impone la ineficiencia de los mercados financieros. El factor determinante es el alto costo de llegar a estar bien informado para estar en capacidad de establecer precios eficientes. Este costo lo pagan aquellos que tienen menor información y, en consecuencia, comercian con márgenes de error. Los precios deben ser de desequilibrio para compensar a aquellos que los llevan al equilibrio. Este es el fundamento de la paradoja Grossman-Stiglitz que se vio al final de la primera parte.

En estas condiciones la falacia central es el asumir que existe sólo un nivel de tasas de cambio cuando en realidad siempre existen dos tasas, una para cada una de las alternativas teóricas. Una de ellas persigue la ganancia y el empleo a costa de la inflación mientras que la otra busca la estabilidad de precios, nominales y relativos, de intercambio a costa del empleo. Para tener sólo una opción de tasa de cambio sería necesario que las dos posiciones teóricas coincidieran plenamente en la existencia de una curva de Phillips vertical, lo cual no ocurre.

Estas consideraciones sobre la determinación de tasas de cambio de equilibrio iluminan el dilema de la teoría para explicar la realidad. En este contexto la opción de paridades flexibles no es una solución que todo lo puede. El dilema es que en un sistema de paridades flexibles la política monetaria nacional se establece asumiendo que las políticas de otros países están dadas y se mantienen constantes. Este es el elemento que justifica la autonomía en la toma de decisiones que los defensores de la flexibilidad han buscado. Con todos los países siguiendo el mismo patrón de flexibilidad en condiciones de equilibrio no pueden haber movimientos relativos en la estructura internacional de tipos de cambio. Los ajustes ocurren, entonces, sólo por niveles de producción más bajos. Esto debe a que un conjunto de fundamentos nunca podrá ser plenamente descartado en favor del otro. Esta situación lleva a políticas de "beggar thy neighbor" que se derivan del equilibrio no cooperativo implícito en las tasas de cambio flexibles. Este sistema de tipos de cambio falla debido a que en cada país se percibe una situación de compensación entre el producto y el nivel de precios más favorable de lo que realmente es. Este efecto no ocurre en un sistema

de tipos de cambio fijos (Giavazzi, 1989).

Esta es una crítica igualmente válida a la posición de Caves en defensa de un régimen cambiario flexible. El descansa su argumento en favor de la flexibilidad negándose a analizar la situación desde una perspectiva global, colectiva, precisamente por su complejidad. En la perspectiva de un sólo país se puede armar un argumento fuerte en favor de la flexibilidad especialmente cuando los choques a la balanza de pagos son externos al país aunque el caso no es tan sólido cuando estos son de naturaleza interna. Caves argumenta que con ciclos económicos endógenos la adopción de una tasa flexible niega la posibilidad de "una fuga de ingreso a través del intercambio comercial en la parte alta del ciclo y de una inyección de ingreso en la parte baja". Caves acepta el carácter "begger thy neighbor" de la política pero lo defiende porque ello no cambia el hecho que tal política contribuye a la estabilidad interna. Se ve uno forzado a preguntar ¿Cómo es que una política no amigable hacia el exterior puede traer estabilidad internacional si todos los países la están practicando simultáneamente? Existe una falacia de composición en esta línea de razonamiento. La debilidad del análisis de Caves, como el de todo el análisis de ese periodo, deviene de que su vocación se centraba en las relaciones entre Estados Unidos y Canadá pero sus conclusiones se hacían extensivas al resto de los países.

En la actualidad, parece más importante que el análisis del mercado cambiario se haga a partir de una dinámica de integración en el que no se excluyan los conceptos de globalización e internacionalización y mucho menos el argumento que hemos adelantado sobre la dicotomía entre la economía real y la financiera. El análisis de expectativas no racionales en la determinación cambiaria deriva de esta contradicción entre fundamentos microeconómicos a que se enfrentan los participantes en el mercado. El enfoque diacrónico, que se presenta más adelante, existe porque existen estas dos alternativas teóricas contrapuestas. Sin embargo, previo a revisar este enfoque de determinación cambiaria veamos cómo se estructura y funciona este mercado.

#### **7.4 El mercado cambiario**

En 1995 el monto total del intercambio comercial internacional fue de 11,233

MMD. En abril de ese mismo año el volumen promedio diario estimado de operaciones<sup>12</sup> en el mercado cambiario mundial fue de 1,190 MMD (Cuadro 1). Ello significa que la actividad comercial que ocurre en un año es equivalente a la actividad cambiaria que ocurre en aproximadamente 10 días del año. Equivalentemente puede argumentarse que por 31.2 MMD de comercio diario ocurren 1,190 MMD en transacciones cambiarias. Se implica que el monto de la actividad comercial diaria equivale a menos de 3% del mercado cambiario de los principales mercados cambiarios mundiales. Estas comparaciones difícilmente dan credibilidad al argumento de que los flujos de bienes y de servicios constituyen el factor determinante del nivel de equilibrio de los tipos de cambio. Tal argumento es difícilmente sostenible en esta perspectiva y sin embargo, es el argumento generalmente aceptado.

**CUADRO 1. El mercado cambiario mundial**  
 Volumen del mercado cambiario global: 1986-1995  
 Promedios diarios en miles de millones de dólares

	Marzo 1986		Abril 1989		Abril 1992		Abril 1995	
	Cantida d	T creci	Cantida d	%	Cantida d	%	Cantida d	%
Volumen bruto total reportado			907		1,293	33	1,864	44
Ajuste por doble conteo local			-189		-217		-293	
Volumen neto de doble conteo	206	116	718		1,076	38	1,572	46
Ajuste por doble conteo externo			-184		-291		-435	
Volumen total neto-neto			534		785	37	1,137	45
Dealer					540	69	729	64
Otras instituciones financieras					97	12	230	20
Clientes no financieros					137	17	178	16
Volumen global estimado			590		820	39	1,190	45
Transacciones al contado			350	59	400	49	520	44
Forwards y swaps			240	41	420	51	670	56
Dealer					540	69	729	64
Otras instituciones financieras					97	12	230	20
Clientes no financieros					137	17	178	16

Fuente: BIS, CENTRAL BANK SURVEY OF FOREIGN EXCHANGE AND DERIVATIVES MARKET ACTIVITY, 1995, Basile, May 1996.

<sup>12</sup>En este volumen se incluyen las transacciones a la vista, los outright forwards y los swaps cambiarios.

Esta simple comparación de magnitudes atestigua el hecho básico de que el mercado de divisas ha dejado de ser un simple complemento a las actividades propias del comercio internacional. En las palabras de Ohmae "Este mercado es un fin en sí mismo. Obedece a sus propias reglas y evidencia formas propias y peculiares de comportamiento" (p. 157). Ello es factible por ser este un mercado en el cual no existen límites ni restricciones para invertir como sí las hay en otras actividades de inversión de alto rendimiento tales como los de bienes raíces, de metales, de acciones o de obras de arte. Que este mercado halla crecido en 45 por ciento de abril de 1992 a abril de 1995 luego de haberlo hecho en 39 por ciento entre abril de 1989 y abril de 1992 comprueba esta afirmación de Ohmae.

Pero hay varios factores adicionales que dan credibilidad a este planteamiento. Uno es el cambio en las proporciones de los tipos de transacción que componen al mercado. En 1989 el 59 por ciento del volumen del mercado era operaciones al contado, haciendo de estos intercambios el segmento más importante del mercado. En los seis años siguientes se dio un cambio significativo que invirtió las proporciones y convirtió a las transacciones adelantadas y de swaps en el segmento mayoritario. Ello ocurrió por que estas transacciones crecieron al 75 por ciento entre 1989 y 1992 y al 60 por ciento entre 1992 y 1995. Entretanto el mercado al contado creció al 14 por ciento y 30 por ciento en estos mismos periodos. El BIS afirma que "El creciente role de los swaps de tipo de cambio es indicativo de una mayor sofisticación de los inversionistas en la administración de la liquidez y del riesgo cambiario" (mayo 1996, p. 19). En realidad lo que ocurre con los swaps es que el riesgo cambiario se convierte en riesgo crediticio que permite darle a las operaciones al contado y a las adelantadas una fecha de entrega más óptima. Nuevamente afirma el BIS que "Manteniendo la madurez a menos de una semana y renovando los swaps continuamente los participantes en el mercado maximizan su flexibilidad en reaccionar a movimientos en el mercado" (p. 18).

Un segundo factor es la tendencia hacia la concentración del mercado y la mayor presencia de instituciones extranjeras en los mercados nacionales es un tercer factor.

La causa central para este crecimiento del mercado se encuentra en la explosión de liquidez en los mercados financieros nacionales. Diariamente se crea un exceso de ganancias que no puede ser todo invertido por las restricciones físicas y de absorción del consumo real.



Las fabricas y el equipo pueden ser repuestos con los flujos de depreciación con lo cual existe un excedente que se acrecienta con su colocación en acciones, bienes raíces, bonos, etc., que se valorizan permanentemente, por encima de la inflación y del costo financiero. El resultado es una dinámica de retroalimentación en que la existencia de más liquidez alimenta el crecimiento de nuevos financiamientos. En suma, en la economía actual se crean enormes excedentes de liquidez que engordan los fondos de pensiones o las opciones de aseguradoras. Pero esta liquidez no puede estar ociosa, debe encontrar opciones de inversión que le produzcan ganancia Una opción la han dado los mecanismos de la inversión extranjera, por ejemplo en 1985, los fondos de pensión de los Estados Unidos prácticamente no invertían en Asia. En 1995 cerca del 10% de sus recursos estaban invertidos en esa región del mundo.

La salida más provechosa ha sido la de colocación de estos montos de liquidez en el mercado cambiario. Ello convierte este mercado en una actividad de inversión por mérito propio. Otras alternativas al uso de esta liquidez ya han sido utilizadas pero ya han encontrado sus límites o las restricciones son demasiadas. En el mercado cambiario por el contrario: 1) existe un bajo riesgo de exposición a problemas legales, tales como: insider trading o restricciones tipo Glass-Steagall; 2) no hay barreras de entrada ya que cualquiera puede entrar a los mercados mundiales vía suscripción a los sistemas de información correspondiente tales como Reuters, Quotron, Telerate y 3) la rentabilidad es mayor que en actividades más tradicionales, como el comercio o la industria.

Este uso del mercado cambiario se refleja en la composición de los agentes que participan en el mercado y en los cambios ocurridos en esta composición, como se aprecia en el cuadro 2. El punto clave es que los clientes no financieros constituyen la parte minoritaria del mercado con sólo el 16% en 1995. Este parecería ser un indicador de la menor importancia del mercado cambiario como apoyo a las actividades comerciales pero además con una tendencia a reducirse ya que entre 1992 y 1995 perdió un punto porcentual. Si bien los agentes especializados continúan realizando la mayor proporción de las operaciones con el 64% del volumen su proporción también tiende a la baja. Esta pérdida es de cinco puntos porcentuales lo cual equivale a más del siete por ciento del mercado. Por su parte, otras instituciones financieras han sido las que han cosechado el mercado cambiario a

su favor. Así, en tres años pasaron del 12% del mercado al 20%, lo cual constituye un crecimiento del 60%. Dada la composición de la clasificación de otras instituciones financieras se puede presumir que este crecimiento responde a las actividades especulativas de inversionistas institucionales como fondos mutuos o fondos de pensiones.

En estas condiciones el mercado cambiario no responde a las normas que tradicionalmente lo determinaron, en particular, ha ganado gran independencia de las acciones de los gobiernos. La desreglamentación que contribuye a la interconexión entre los mercados nacionales ha llevado a que las autoridades monetarias no pueden administrar el mercado cambiario aunque si lo pueden afectar. Ohmae postula que son los esfuerzos oficiales por regular esta actividad lo que ha impuesto el sello de la volatilidad en esta actividad. Las nuevas características del mercado hacen que la volatilidad sea el resultado de factores más subjetivos a las expectativas como son los comentarios oficiales sobre posibles cambios de política. Se da más importancia a los comentarios o anuncios sobre fundamentos que a los fundamentos mismos, especialmente a los comentarios que hacen las autoridades de Estados Unidos. Aún esto es positivo debido a que "La volatilidad ofrece a los especuladores mejores oportunidades para hacer dinero, el mercado cambiario es así el paraíso de los especuladores" (Ohmae, 1991 p. 161).

Este comportamiento especulativo de corto plazo de los mercados de divisas ha llevado a John Williamson a dos conclusiones que totalmente comparto. La primera es que "lo que mueve al mercado cambia de tiempo en tiempo". La segunda conclusión, quizás la más importante, es que "bajo circunstancias normales los mercados no tienen una opinión muy definida sobre la tasa de cambio de equilibrio; aún más, se interesan muy poco por dicho concepto" (1993, p.191).

Estas conclusiones, que reflejan la realidad del mercado, se encuentran ciertamente en contraposición con la visión que generalmente defienden las autoridades públicas que descansa en un concepto de equilibrio del tipo de cambio determinado por las variables fundamentales, como las importaciones y exportaciones de bienes y servicios.

## 7.5 El enfoque diacrítico en la determinación cambiaria

La incapacidad de los modelos estructurales basados en los factores fundamentales de la economía para explicar la volatilidad de los mercados cambiarios ha obligado a orientar la atención a otros factores. La alternativa que aquí se presenta tiene un enfoque microeconómico al examinar el comportamiento de los agentes que participan en el mercado, especialmente en cómo su comportamiento en la determinación de expectativas es un factor determinante del equilibrio o del desequilibrio cambiario. El supuesto ortodoxo de agentes homogéneos ha tenido que ser desechado en favor de un supuesto de agentes que tienen comportamientos diferenciados en función de que: 1) disponen de calidades y cantidades de información desigual, lo cual lleva a la condicionante de la existencia de información asimétrica y 2) tienen objetivos de participación en el mercado totalmente diferentes, como pueden ser las diferencias entre exportadores, importadores y especuladores.

Esta argumentación justifica la fuerza que ha venido adquiriendo el análisis diacrítico (chartist<sup>13</sup>) frente al análisis fundamental en la determinación cambiaria (De Grauwe et al, 1993; Williamson, 1993). Este enfoque es una estrategia de intercambio de activos basada exclusivamente en el análisis y la extrapolación de movimientos pasados de precios que son proyectados al futuro basados en el supuesto de que los tipos de cambio se mueven con tendencias y que ciertos patrones son recurrentes. En este tipo de análisis los fundamentos económicos son poco relevantes en el corto plazo aunque lo puedan ser en el largo plazo. El propósito es reconocer patrones en la información o construir indicadores para predecir posibles futuros desarrollos en el mercado cambiario. Se reconocen señales o se establecen reglas que sirvan para establecer momentos en que se debe vender o comprar. Un ejemplo de estas reglas es "comprar cuando el promedio móvil de una semana cruza desde arriba al promedio móvil de doce semanas" (Bütler, 1995, p. 16). Dos supuestos son determinantes en sustentar esta forma de análisis: 1) Hay inversionistas que no son racionales en sus

---

<sup>13</sup>Webster define el término como el analista del mercado de valores que descansa en el uso de diagramas y gráficas para hacer sus predicciones. Le llamare análisis diacrítico por referirse a participantes en el mercado cambiario que hacen predicciones o dan asesoría en base a inspección visual de tendencias pasadas sin tomar en consideración las variables fundamentales de la economía. Formalmente se le ha llamado Análisis Técnico (Mansel 1992 p. 115-117; Villegas y Ortega p. 106-109).

decisiones, por lo tanto, su demanda por divisas extranjeras no depende de factores justificados por fundamentos económicos y 2) las oportunidades de arbitraje para los fundamentalistas totalmente racionales son limitadas debido a la aversión al riesgo y a recursos limitados. Bütlér asienta que "Hay evidencia que hoy en día la mayor parte de los participantes en el mercado dan escasa atención a los fundamentos" (p. 15) lo cual contrasta radicalmente con el comportamiento que prevalecía en el mercado en 1978 en que cerca del 90 por ciento de los agentes se basaban exclusivamente en fundamentos económicos.

La determinación de la tasa cambiaria se sostiene, entonces, sobre horizontes de tiempo de muy corta duración dado que las decisiones que se toman se relacionan a lo que pasa en los mercados en cuestión de segundos, minutos o a lo sumo de horas. No es posible tener un horizonte mayor dado que el propósito de esta actividad es maximizar las ganancias inmediatas que proporciona el intercambio de acervos. Además, hay que aceptar que es sobre esta capacidad de obtener ganancias inmediatas que se evalúa a los agentes.

### 7.5.1 Formalización del modelo diagramático

La tasa de cambio  $e_t$ , siguiendo la propuesta de Bütlér (1995) se define como el resultado de dos componentes. Uno es el componente fundamental que resulta de la combinación de factores fundamentales ( $f_t$ ) y el otro es el componente de las expectativas especulativas futuras,  $E_t^m$ , por tanto:

$$\log e_t = (1 - \eta)f_t + \eta E_t^m \Delta e_{t+1} \quad (6)$$

$e_t$  = log del tipo de cambio

$f_t$  = factores fundamentales

$E_t^m$  son las expectativas del mercado

$\Delta e_{t+1}$  es la diferencia entre  $e_{t+1}$  y  $e_t$

$\eta$  y  $1-\eta$  son los pesos relativos de cada uno de estos componentes

La demanda por una divisa depende de su valor esperado, el cual resulta de la ponderación que se da a las expectativas de los fundamentalistas  $E_t^f \Delta e_{t+1}$  y a la de los especuladores  $E_t^d \Delta e_{t+1}$ , entonces

$$\begin{aligned} E_t^m \Delta e_{t+1} &= \omega_t E_t^f \Delta e_{t+1} + (1 - \omega_t) E_t^d \Delta e_{t+1} \\ &= (\bar{e} - e_t) + (e_{t-1} - e_{t-2}) \end{aligned} \quad (7)$$

Para los fundamentalistas el valor esperado del tipo de cambio en el siguiente periodo será el valor de equilibrio  $E_t^f \Delta e_{t+1} = \bar{e} - e_t$ . Los diagramistas, por el contrario, persiguen tendencias expresadas por  $E_t^d \Delta e_{t+1} = (e_{t-1} - e_{t-2})$ . La ponderación de las expectativas es un proceso adaptativo que cambia lentamente para los fundamentalistas. La velocidad de ajuste a los pesos de dos grupos de agentes que hacen los administradores de portafolio es dada por  $(\delta)$ . Por lo tanto,

$$\Delta \omega_t \equiv \omega_t - \omega_{t-1} = \delta (\hat{\omega}_{t-1} - \omega_{t-1}) \quad (8)$$

Esto significa que los errores de pronóstico que comete cada uno de los agentes en el periodo previo está expresado por  $\hat{\omega}_{t-1}$  como una ponderación ex post. El castigo es simétrico para todos los agentes expresado por

$$\hat{\omega} = 1 - \frac{|e_t - \bar{e}|}{|e_{t-1} - \bar{e}| + |e_{t-1} - (e_{t-2} + (e_{t-3} - e_{t-4}))|} \quad (9)$$

Finalmente, la combinación de estas ecuaciones permite llegar al valor de la tasa de cambio

$$e_t = \frac{1}{1 + \eta \omega_t} (f_t + \eta \omega_t \bar{e} + (1 - \omega_t) (e_{t-1} - e_{t-2})) \quad (10)$$

El resultado de este modelo depende, por supuesto, de los valores que se asignen a

las ponderaciones de los agentes las cuales a su vez dependen de que se tome en cuenta la influencia que los diagrafistas tienen en modificar las expectativas de los fundamentalistas. Cuando este efecto entra en el cálculo las desviaciones de posiciones de equilibrio son más persistentes. Aún más, si los fundamentalistas anticipan correctamente las reacciones de los diagrafistas el resultado es una especulación mucho más desestabilizadora.

Naturalmente, el mayor peso que se da a las expectativas de los fundamentalistas lleva hacia posiciones de equilibrio, pero, lo opuesto ocurre cuando se da más importancia a la información de más corto plazo. Finalmente, se podría postular que en la ausencia de choques las expectativas de los fundamentalistas deben llegar a imponerse sobre las de los diagrafistas en el largo plazo, lo cual puede argumentarse es la situación del régimen de tipo de cambio fijo en condiciones de estabilidad.

La evidencia de esta opción de determinación cambiaria es aún relativamente escasa en cantidad aunque ha dado la suficiente confianza para apuntar a lo relevante de esta forma de operaciones de mercado como un factor central del mecanismo de determinación de las paridades cambiarias. Frankel y Froot (1986) basados en datos de encuestas de los pronósticos de los diagrafistas modelaron las contradicciones en la toma de decisiones de los operadores financieros. Ellos encontraron evidencia sólida de la importancia de esta actividad en elevar el valor del dólar entre 1980 y 1985. Allen y Taylor (1990) contribuyen a la credibilidad de esta alternativa de determinación cambiaria al compilar evidencia de la importancia relativa de esta forma de operar en el mercado cambiario de Londres y de su capacidad de dar mejores resultados que otros métodos de pronostico incluyendo modelos de caminata al azar y modelos de autoregresión de vectores y de series de tiempo.

En una perspectiva de mercado este comportamiento diagrafista es perfectamente racional de agentes maximizadores de ganancia. Ello no evita que pueden constituirse en una fuente adicional de volatilidad de los mercados cambiarios que, incluso, en el mediano plazo lleve a situaciones de desalineamiento cambiario.<sup>14</sup> Esta fue la experiencia concreta en la primera mitad de la década de los ochenta con la apreciación del dólar.

Desde la perspectiva de la estabilidad macroeconómica esta dinámica aparece como

---

<sup>14</sup> Allen y Taylor aceptan que sus resultados no son evidencia contundente de que este comportamiento lleva a corridas de mercado pero sin son prueba suficiente de que este comportamiento puede ser causa de tendencias temporales.

una fuente de ineficacia especulativa.<sup>15</sup> El poder desestabilizador de la especulación con tipos de cambio flexibles deviene del hecho de que la especulación se sobrepone sobre los cambios periódicos e inesperados que ocurren en las variables que afectan el equilibrio del intercambio comercial al igual que por la tendencia al overshoot en los niveles de equilibrio de los tipos de cambio teorizados por Dornbusch (1976). Se da así una suma de efectos que no sólo magnifican su impacto total sino que además hacen más complicado el entender la relación causa efecto que se da entre estas variables.

En la medida que los mercados de capital crecen, en tamaño y en movilidad internacional, la ortodoxia teórica establecida ha sido menos capaz para explicar la nueva realidad cambiaria de la globalización. No debe sorprender, entonces, que halla quienes han optado por contextualizar el análisis diagnóstico dentro de las nuevas teorías del caos (De Grawve, 1993).

## 8. Equilibrio y administración cambiaria

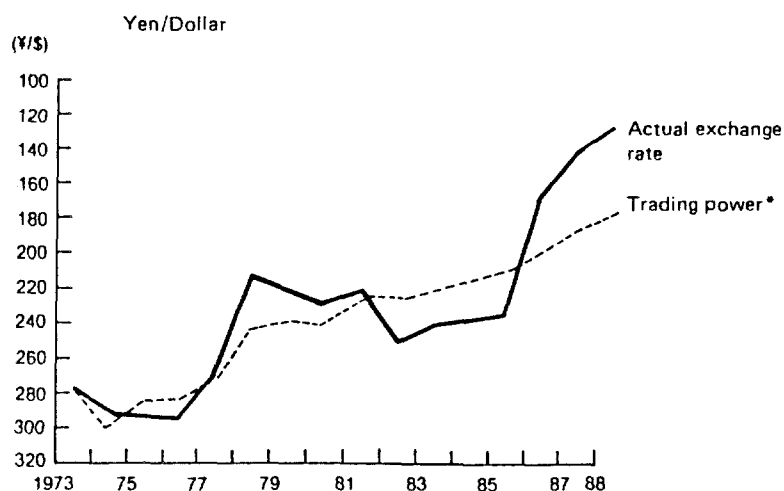
En estas condiciones de funcionamiento de los mercados cambiarios el equilibrio y el papel de la administración de los tipos de cambio para facilitar la estabilidad monetaria toman una nueva dimensión. El planteamiento básico está en el grado en que los mercados por sí solos pueden lograr estos objetivos. En el contexto de la globalización en que los mercados cambiarios no funcionan sobre la base de un tipo de cambio correcto los movimientos cambiarios hacen que sean los países los que ganen o no competitividad y no únicamente los productos de esos países. El país se pone en venta no sólo sus productos comerciables. Por ejemplo, las exportaciones de Estados Unidos no mejoraron durante mucho tiempo pero los extranjeros quisieron comprar hasta los signos del orgullo nacional como el Centro Rockefeller. En los mercados emergentes las devaluaciones hacen que las

---

<sup>15</sup>Una fuente adicional de ineficiencia especulativa que afecta el comportamiento del mercado es la estrategia de stop-loss (Krugman and Miller, 1992). Esta estrategia ocurre cuando los inversionistas ordenan la venta de una divisa si su precio cae por debajo de un nivel preestablecido que llevaría a pérdidas más allá de un nivel aceptable. Este comportamiento inversionista promueve un tipo de especulación que es desestabilizadora a pesar de que pueda ser rentable. John Williamson hace la observación que esta estrategia es la opuesta de la estrategia especulativa normal defendida por Friedman en la cual existen ganancias y el mercado se estabiliza por que las compras ocurren cuando los precios caen.

importaciones se encarezcan pero más importante es que ocasionan que la industria nacional pueda ser adquirida por extranjeros a precios de ganga pero sin haber revertido las cuentas negativas con el exterior.

Gráfica 4. Relación del tipo de cambio y el poder de intercambio comercial



\* Ajustado por el índice de precios relativos al por mayor. Se asume que el poder de intercambio y el tipo de cambio coinciden en 1973.

Fuente: Ohmae, 1995, p. 161.

En este contexto, el tipo de cambio refleja no sólo el nivel de intercambio de los bienes y servicios exportables sino que cada vez más refleja el nivel de la compra y venta de los activos físicos y financieros. Para cada una de estas actividades se podría considerar la existencia de una tasa cambiaria, el promedio de las cuales sería la tasa de equilibrio nacional (Omahe, 1991). Se apunta así el hecho que la paridad de una moneda no se determina uncausalmente. El empuje por la estabilidad del mercado induce de la necesidad de influir en las expectativas del mercado cambiario por medio de una demostración de determinación por parte de las autoridades, para bloquear la especulación. En la teoría la resolución de las



autoridades debería funcionar para dar estabilidad si con ella se provee al mercado con nueva información acerca del curso futuro de la paridad cambiaria. El fin es hacer que los mercados funcionen más eficientemente. Sin embargo, como ya hemos visto, el supuesto de mercados financieros eficaces está reñido con la realidad de ahí el fracaso de que la teoría y la realidad se complementen.

En esta perspectiva lo relevante es el papel que juega la especulación como una fuerza estabilizadora o desestabilizadora cuando es incentivada por las prácticas de los mercados financieros y de los simples deseos de los corredores por una ganancia. Un ejemplo de ello es el comportamiento del yen y el dólar desde 1973. La correlación entre el tipo de cambio observado y el poder de intercambio ajustado por el cambio relativo en el índice de precios al mayoreo muestra la discrepancia que causa la actividad financiera de la comercial, como se aprecia en la gráfica 4.

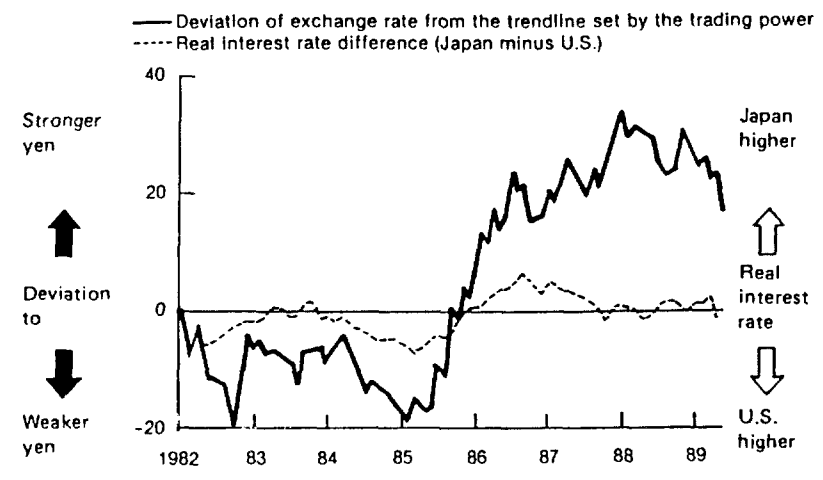
Un indicador adicional es el del papel que juegan la tasa de interés real en determinar los movimientos cambiarios. En la gráfica 5 se aprecia la correlación entre la diferencia en la tasa real de interés y la desviación del tipo de cambio de la tendencia del poder de intercambio. Se nota claramente como los cambios en diferencial de las tasas de interés cambia la tendencia de la paridad.

Estas son algunas de las relaciones que enmarcan las nuevas fuerzas de la determinación de la paridad cambiaria con lo cual queda claro que los desequilibrios comerciales por si solos no modifican el tipo de cambio. En realidad lo que ocurre actualmente es que los desequilibrios comerciales son el resultado de la especialización industrial más que de competitividad internacional. La preponderancia monetaria del problema y la persistencia de los desequilibrios ha empujado, desde 1985 con el Acuerdo del Plaza para buscar un aterrizaje ordenado del dólar, a la política de cooperación intergubernamental en los mercados cambiarios para buscar una mayor estabilidad.

Una primera lección de esta experiencia sería la confirmación de que en tanto la percepción oficial de la tasa de cambio se orienta en la dirección correcta la intervención puede ser exitosa en mover la tasa hacia el nivel de equilibrio percibido por las autoridades monetarias. Ello se debe a que los especuladores reconocen la posibilidad de acumular ganancias al seguir el paso impuesto por la intervención. Es en esta perspectiva que se hace

posible argumentar a favor de la intervención en el mercado cambiario a fin de frenar burbujas especulativas a que el comportamiento diagrafista puede conducir.

Gráfica 5. El factor tasas de interés en la tendencia cambiaria



Fuente: Ohmae, 1995, p. 163.

Cuando el mercado, por el contrario, percibe que la tasa objetivo que persiguen las autoridades va en la dirección incorrecta la especulación se va a desatar en la dirección opuesta haciendo que la intervención sea inútil y costosa. La experiencia intervencionista parece ser positiva cuando el propósito es evitar el desequilibrio y funciona si la tasa objetivo de las autoridades concuerda con las percepciones del mercado y las políticas macroeconómicas se aceptan como consistentes con dicha tasa cambiaria. Tal parecería que la intervención es positiva cuando fortalece los intereses y las intenciones del mercado. Williamson promueve este nuevo optimismo intervencionista concluyendo que "La administración de las tasas cambiarias puede ser utilizado como un componente de la política macroeconómica general, con realineamientos que simultáneamente mantengan el tipo de

cambio donde debe de estar y evitando la aparición de situaciones donde la especulación pueda causar serios problemas" (1993, p. 196).

Al aceptar al mercado cambiario como una actividad altamente redituable con rendimientos mayores que los de cualquier instrumento financiero se tiene que igualmente aceptar que el flujo de bienes y de servicios no puede ser ajustado por manipulaciones de la tasa de interés. Aunque en el mediano plazo los diferenciales de tasas de interés pueden afectar la magnitud de los flujos de capital y, consecuentemente, la paridad cambiaria pero ello depende en buena medida de como el mercado percibe la posición de las autoridades.

## 9. El encadenamiento cambiario

El tipo de cambio al ser más independiente de los factores fundamentales y depender paulatinamente más de las corrientes de capital debilita su encadenamiento con la tasa de interés. La versión extrema de esta posición fue la de McKinnon al argumentar que en un mundo integrado la política monetaria no tiene influencia sobre las tasas de interés sino exclusivamente sobre el tipo de cambio. Ello es posible bajo el supuesto postulado de enfatizar la existencia de sustitución monetaria extrafronteras sobre la base de "narrow money" (1974, 1982; Goodhard<sup>21</sup>). Posteriormente McKinnon mismo reconoció esta postura como equivocada (1985, 1988) aceptando que el fenómeno de sustitución monetaria no es común. Narrow money es algo que utilizan los residentes del país pero internacionalmente lo que se tiene es una acumulación de depósitos denominados en moneda nacional que devengan interés.

La posición que planteo en este inciso tiene como punto nodal de partida la existencia de tasas de interés propias para los mercados ( $i_{BU}$ ) y para los intermediarios bancarios( $i_{BA}$ ) como se postula anteriormente. Esta situación lleva a una relación peculiar entre la política monetaria y el tipo de cambio sin hacer la paridad independiente de las tasas de interés.

La dicotomía estructural entre intermediarios bursátiles e intermediarios bancarios es

lo que lleva a que aparezcan estas dos tasas de interés, por lo tanto, a mayor grado de bursatilización mayor puede ser la divergencia de comportamiento entre las dos tasas; es decir, mayor es la volatilidad de la tasa de interés de los mercados frente a la de los intermediarios bancarios. Los flujos de capital y su efecto desestabilizante sobre la tasa de cambio estarán en directa correlación con estos movimientos entre  $i_{BA}$  e  $i_{BU}$ .

Los mecanismos de transmisión de la política monetaria de la versión crédito hacen que los bancos, al comportarse como riesgo aversos, racionan el crédito ante un choque monetario lo cual afecta la oferta de crédito. El consecuente efecto sobre la inversión termina por reducir la oferta de bienes y servicios. El punto básico es que este comportamiento institucional mantiene la tasa de interés del crédito bancario ( $i_{BA}$ ) relativamente estable mientras que se altera la de los mercados, ( $i_{BU}$ ). Se crea así un diferencial entre la una y la otra que propicia que los mercados de capital adquieran mayor capacidad para atraer capitales. Esta dinámica del mercado impulsa la movilidad del capital extra-fronteras. Las mayores tasas de interés de los mercados de capital constituyen el principal factor de atracción de los flujos de capital. Ello produce, a su vez, la volatilidad en el mercado cambiario por su tendencia a sobrevaluar la paridad.

Las modificaciones en la tasa cambiaria ( $\Delta e$ ) son así una función del diferencial entre las tasas de interés no bancarias interna y externa; entonces:

$$\Delta e = \Omega( \Delta i_{BU} - \Delta i^*_{BU} ) \quad (11)$$

donde  $\Omega$  es el efecto que sobre la variabilidad del tipo de cambio tiene el diferencial en las tasas de interés el cual necesariamente tiene que ser positivo. Este impacto ocurre en tres pasos:

1. un aumento del interés no bancaria induce una entrada de capital extranjero<sup>16</sup>
2. el inversionista extranjero demanda moneda nacional para adquirir valores denominados en moneda nacional
3. este incremento en la demanda por moneda nacional induce a su apreciación

La independencia que adquiere la tasa de cambio de la tasa de interés bancaria y la

---

<sup>16</sup>Este puede ser el efecto de las políticas restrictivas que impone la lucha anti-inflacionaria o resultado de políticas Ad Hoc para atraer capitales.

dependencia en que cae de la tasa de interés de los mercados financieros es un factor de inestabilidad debido a que  $i_{BU}$  es más volátil que  $i_{BA}$  por ser más subjetiva al estar influenciada por factores de muy corto plazo relativos a 1) los deseos de los corredores de tener ganancia; 2) las perspectivas y expectativas expresadas por los responsables de las políticas monetarias y financieras. La subjetividad se fortalece al pasar el mecanismo de determinación cambiaria a manos de mercados cuya perspectiva central es la propia volatilidad del tipo de cambio.

En el modelo ortodoxo estos diferenciales se compensan por que se encuentra implícito un concepto de convergencia de rendimientos cuando el diferencial entre las tasas de interés tiende a ser compensado por movimientos cambiarios. Los rendimientos en una moneda común son iguales en promedio. Este es el principio de la paridad no cubierta de la tasa de interés, pero como ya se vio, la evidencia no respalda este principio.

En la visión convencional el arbitraje de interés no cubierto está determinado por las desviaciones de corto plazo del tipo de cambio con relación a su equilibrio de largo plazo. En el nuevo contexto estructural lo determinante es el diferencial en las tasas de interés y los cambios que ocurren en dichos diferenciales los cuales resultan de diferencias no sólo en las políticas monetarias nacionales sino igualmente de la subjetividad de los agentes al nivel microeconómico.

La implicación más importante de esta dinámica es que los flujos de capital se tornan ampliamente independientes de los déficits en balanza comercial. Los flujos de capital no ocurren para financiar déficits comerciales, sino que responden a su propia lógica de inversión y rentabilidad. En estas condiciones, la política monetaria puede cumplir su función controladora de la inflación, como lo demuestra la evidencia pero se divorcia de su tarea de proporcionar estabilidad cambiaria.

## **10. El modelo de desacoplamiento financiero**

Los elementos presentados hasta ahora proporcionan una visión de la relación entre

el desarrollo financiero y el crecimiento económico haciendo énfasis en la importancia que tienen los arreglos institucionales, lo cual se negaba totalmente con la hipótesis Modigliani-Miller. El hecho central es que el desarrollo financiero emerge como un proceso gradual de mejoramiento en la habilidad de los agentes financieros de resolver eficientemente imperfecciones de información. La relación positiva entre el crecimiento del crédito y el crecimiento del producto aparece como algo natural pues si el crédito se usa productivamente deberá conducir a incrementos en el ingreso. Existe en esta forma una relación proporcional entre estos dos crecimientos. La consecuencia es que un mayor crecimiento del producto debería proporcionar 1) niveles más altos de ahorro nacional, aunque no necesariamente tasas de ahorro superiores, y 2) medios adicionales para el servicio de la deuda. La hipótesis central que se sugiere es que si el crecimiento del producto no es proporcional con el crecimiento del crédito este no fue usado productivamente. Ello significa que el capital crediticio no se convierte en inversión real sino que pasa a engrosar las filas de lo que Bhaqwati (1982) clasifico como actividades redituables no directamente productivas o que Tornell ha postulado como la distorsión de la "opción de esperar" entre una inversión real o irreversible y una inversión financiera (1990). El resultado de estos efectos en el funcionamiento de la economía es lo que he llamado el Modelo de Desacoplamiento Financiero (MDF); es decir, el modelo que da prioridad a la inversión financiera sobre la inversión real lo cual transforma a la economía nacional al ser la economía financiera la que domine a la economía real imponiendo un enfoque progresivamente más centrado en ganancias de corto plazo.<sup>17</sup>

Considero que este fenómeno es lo que Drucker denominó el tercer gran cambio de la economía mundial: el de la emergencia de la economía símbolo en la que "los movimientos de capital, las tasas de cambio y las corrientes de crédito se convierten en el timón de la economía mundial en lugar de que lo sea la economía real: la corriente de bienes y servicios. Más preocupante es el hecho de que estas dos economías parecen estar operando independientemente a un paso cada vez más acelerado" (Drucker, 1986).

---

<sup>17</sup> Esta es la esencia de la denominada "economía casino": véase Susan Stranage (1986)

### 10.1 El circuito de flujos

La acumulación en una economía nacional se da por la existencia de dos corrientes de flujos de capital. Una que consiste de los flujos de capital que se requieren para el pago de salarios, la compra de bienes de capital, la compra de bienes de consumo, las necesidades de inventario, etc. que permite al sector productivo satisfacer los requerimientos materiales de la sociedad. Esta corriente es análoga a la de los flujos de inversión (I) que realiza el sector real o productor de bienes y servicios. La otra corriente permite satisfacer los requerimientos de recursos que demanda el sector productivo, esta corriente es análoga con el ahorro que produce un país. Las dos direcciones en que ocurren estas corrientes ocasionan una división al interior de los agentes económicos; los hogares, las empresas y los gobiernos, locales y nacional, que los convierten a unos en acreedores netos y a otros en deudores netos. Esta dicotomía entre agentes aparece por que estas corrientes netas de capital se mueven en direcciones opuestas. Un flujo, que consiste fundamentalmente de capital representado por préstamos bancarios e instrumentos bursátiles, se dirige de los acreedores hacia los deudores. La otra corriente de efectivo, compuesto por intereses, dividendos y repagos de principal fluye en la otra dirección, de deudores a acreedores.

El primer flujo representa, por tanto, las obligaciones netas que adquiere una parte de la sociedad para hacer que el sector productivo de la economía funcione, por lo cual lo denominamos *capital real o productivo*, mientras que el segundo flujo representa el uso que la otra parte de la sociedad hace de los recursos monetarios financieros, por lo cual la denominamos *capital financiero*. En condiciones de una economía cerrada y sin gobierno el equilibrio en este movimiento de capitales en direcciones opuestas se da mientras se mantenga el equilibrio entre los flujos reales y los financieros; es decir, mientras las corrientes financieras mantengan su carácter complementario a la actividad productiva. Este es el equilibrio que se asume existe en el mercado de capitales cuando se postula que  $I = S$ ; esto es, cuando se argumenta que todo el ahorro se invierte en actividades productivas. La implicación es que en tales condiciones existe un acoplamiento entre la actividad real y la financiera.

La paradoja actual a enfrentar tiene que ver con lo que ocurre en el funcionamiento

de la economía y en el crecimiento del producto cuando deja de existir este equilibrio. Esto es cuando los flujos financieros llegan a ser mayores que los flujos reales como consecuencia de que el sector financiero se convierte en un espacio autónomo de rentabilidad; es decir de ganancias que no provienen de la producción de bienes y servicios sino de la rentabilidad de invertir en activos financieros. Se asientan así condiciones que permiten una mayor acumulación financiera en relación a la acumulación real con lo cual se induce a un crecimiento asimétrico del sector financiero a costa del sector real.

Los efectos de esta distorsión en el patrón de inversión ocurre por medio del impacto sobre los saldos monetarios de que dispone cada uno de los sectores. El sector financiero incrementa sus saldos monetarios mientras que el sector real los disminuye. Se ocasiona así que los acreedores aceleren el flujo financiero con lo cual crecen sus activos, mientras que los deudores moderan las demandas de bienes y de servicios al aumentar sus pasivos.

Esta distribución de saldos monetarios ocasiona que en el sector acreedor, la inversión crezca; la compra de bienes de capital se impulsa y el empleo se mueva al alza. En contraposición, en el sector deudor, la inversión tenderá a la baja, la demanda de bienes de capital se reducirá y consecuentemente el empleo caerá. A menos que el incremento en la inversión y en el empleo que ocurre en el sector financiero compense la caída que estas variables sufren en el sector real, la economía nacional tenderá a situaciones de desequilibrio (Summer y Summers, 1989). Estos desequilibrios provocan inestabilidad y aumentan el riesgo de la inversión real.

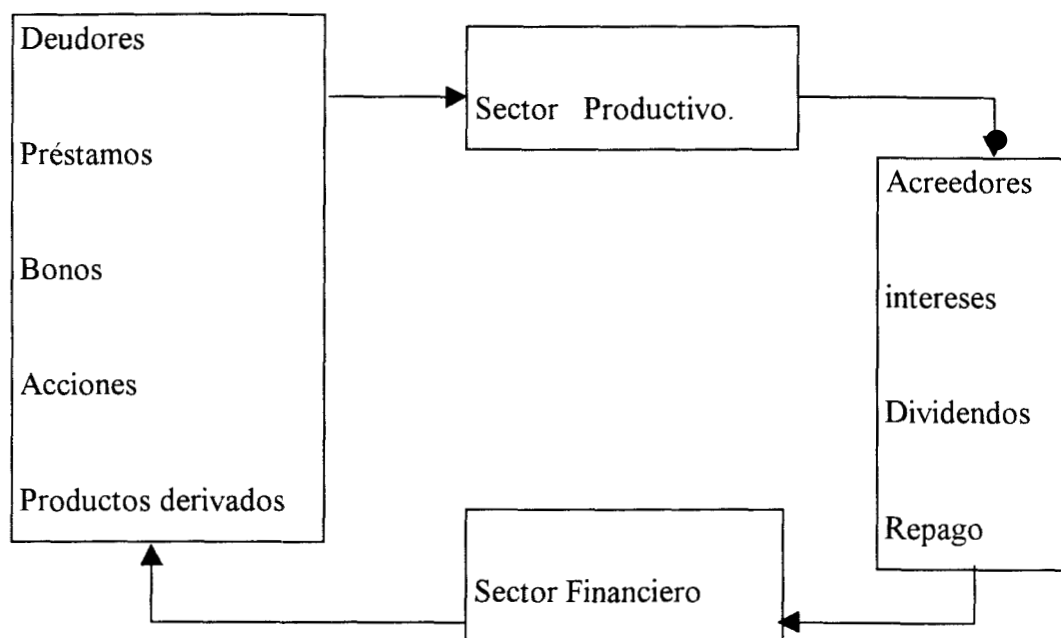
La insolvencia a que induce la distribución de los saldos monetarios en el sector real constituye un factor crucial del modelo. En el corto plazo la entrada de capital dirigida hacia el sector real remedia la reducción de los saldos monetarios de este sector, lo cual permite que la producción de bienes y servicios crezca evitando una espiral inflacionaria. La importancia de evitar el alza de los precios es por el impacto erosivo que ella tiene en los activos financieros. La inflación opera en contra del MDF, de ahí la prioridad absoluta que ha tomado la política de estabilización de precios; es decir, la política de deflación inherente al pensamiento neoliberal.

Desde los años treinta Keynes reconoció como el principal problema del patrón-oro y de la concepción neoclásica del pensamiento económico esta preferencia hacia la



deflación. Este fue un factor determinante para que Keynes (1974, Cap. 16) cambiara de posición sobre la relación entre el ahorro y la inversión al rechazar el papel pasivo que se asignaba a la inversión y el activo que se daba al ahorro, que lo llevó a postular una relación inversa entre estas variables; es decir a que sea la inversión la variable activa y el ahorro la pasiva y consecuentemente a una mayor intervención del estado para inducir esta transformación.

**Gráfico 5: Los flujos de capital**



La inyección de corrientes de capital internacional juega un papel central en esta dinámica, especialmente para países en desarrollo. En el MDF los flujos de inversión extranjera directa inducen a mitigar los efectos negativos en el corto plazo pero en el largo plazo estas corrientes vigorizan la tendencia del desacoplamiento. El factor clave entre estos dos plazos lo define la tasa de crecimiento de la productividad. Mientras esta tasa sea mayor que las tasas a las cuales los acreedores acumulan activos y los deudores deudas el desacoplamiento entre los dos sectores ocurre pero es sostenible. Esto se debe a que con dicha relación de tasas de crecimiento los salarios nominales y reales pueden crecer, por

tanto, los salarios mantienen el estándar del nivel de vida, y en consecuencia, la demanda efectiva. Pero en la medida en que los saldos monetarios se hacen más asimétricos por el desacoplamiento entre los dos sectores este funcionamiento, dependiente del crecimiento de la productividad, se hace más frágil y difícil de mantener.

La rentabilidad al depender más de la búsqueda de liquidez y de oportunidades de arbitraje, nacional e internacional, que de inversiones irreversibles en el sector real imprime una característica operativa, que es la de privilegiar el corto plazo en las decisiones de inversión. Se favorece así la inversión financiera sobre la inversión productiva; lo cual ha favorecido la tendencia hacia la dicotomía del sector financiero entre intermediarios financieros y mercados bursatilizados, dando prioridad a la evolución de los segundos a costa de los primeros. Esta forma de funcionamiento apoya un mayor dinamismo de las bolsas de valores nacionales y de los mercados cambiarios pero complica el funcionamiento de los intermediarios bancarios al crear mayores riesgos e incertidumbres en la actividad real al hacer más difíciles sus funciones de selección y de monitoreo. Mayores asimetrías en la información de la que dependen los bancos para asignar préstamos sería la causa. Esto significa un funcionamiento no eficaz del mercado de capital como consecuencia de condiciones de información asimétrica entre sus participantes. Imperfecciones microeconómicas llevan a imperfecciones en un mercado fundamental de la economía como es el financiero.

El mayor flujo de capital financiero o mayor liquidez que se persigue con inversiones de tipo financiero no es una "forma de esperar a que llegue el momento de invertir" como argumenta Tornell (1990, p. 213). Por el contrario, es una forma permanente de un modelo de acumulación capitalista que al favorecer la inversión especulativa transforma a la economía nacional en una economía financiera cuyo horizonte es progresivamente centrado en el corto plazo.<sup>18</sup> Ello ocurre a fin de evitar la no reversibilidad de la inversión real y obtener así las ganancias rápidas que permite la reversibilidad del capital financiero (Bernanke, 1983).

---

<sup>18</sup> Esta es la esencia de la denominada "economía casino" tan perfectamente ejemplificado por la evolución de los Estados Unidos desde la década de los ochenta. Véase Strange 1986.

## 10.2 Un modelo mínimo

En este planteamiento se conjugan dos de las propuestas hechas en forma separada en páginas anteriores, al tiempo que constituye una extensión del modelo de Pagano (1993) sobre crecimiento endógeno. Las ideas que se conjugan parten de ejemplificar el canal crédito de la política monetaria a lo cual se añade la propuesta de determinación cambiaria del enfoque diacrónico. Con estos elementos se elaboran condiciones de funcionamiento del mercado de crédito que afectan el comportamiento del sector real.

Se propone un modelo mínimo de crecimiento endógeno que permite captar los efectos del desarrollo financiero sobre el crecimiento del producto. Este es un "modelo AK" en el cual el producto agregado es una función lineal del acervo de capital

$$Y_t = Ak_t \quad (12)$$

donde  $A > 0$ . La tasa de crecimiento en  $t + 1$  es dada por

$$g_{t+1} = (Y_{t+1}/Y_t) - 1 = (K_{t+1}/K_t) - 1 \quad (13)$$

La producción en este modelo depende del acervo de capital entendido en forma amplia; esto es, como capital físico al igual que capital humano. Asumiendo que se produce un sólo bien se deduce que cuando es invertido se deprecia a la tasa  $\lambda$  en cada periodo, entonces, la inversión bruta es

$$I_t = K_{t+1} - (1-\lambda) K_t \quad (14)$$

En estas condiciones el argumento convencional es el de la igualdad que existe entre el ahorro y la inversión; esto es  $I = S$ . Ello resulta de un funcionamiento del mercado de crédito en el cual, por un lado, aparece la demanda de crédito que hacen los agentes, como productores o como consumidores y que se convierte en  $I$ . Por otro lado, esta la oferta de fondos disponibles que puede hacer el sector financiero, bancario como no bancario y que

constituyen el S.

La función de los intermediarios en facilitar el crédito, especialmente desde la perspectiva de la dicotomía entre intermediarios bancarios y no bancarios y su relación con la actividad real; es decir, la relación PIB-crédito reviste particular importancia. El papel de los intermediarios y de la dicotomía entre ellos sitúa la orientación del modelo en el contexto de la teoría de la información asimétrica al clasificar a los bancos como instituciones aversas al riesgo cuya toma de decisiones para la asignación del crédito esta determinada por la relación riesgo-rendimiento. Al igual, la importancia que se da a esta información para la asignación del crédito, bancario y no bancario, constituye el determinante de que el mercado financiero logre su equilibrio por medios institucionales más que por la libre determinación del mercado, lo cual crea la posibilidad del racionamiento crediticio.

Se postula una economía pequeña pero relativamente abierta lo cual implica un grado adecuado de desarrollo del sector financiero. Ello permite que en esta economía aparezcan tres tipos de activos financieros: el dinero, los prestamos o crédito bancario y los bonos o crédito bursátil. A estos últimos corresponden toda la amplia gama de instrumentos financieros a que ha dado lugar la innovación financiera y que facilitan el crédito no bancario. Se da cabida a dos tipos de empresas, las que tienen capacidad para emitir bonos y las que dependen del crédito bancario en lo cual esta implícito el supuesto central de que los instrumentos no bancarios y los prestamos bancarios no son substitutos perfectos.

El nivel de crédito depende del crecimiento del producto ( $Y$ ) con lo cual se captura la demanda de crédito para transacciones normales de la economía que se pueden derivar de las necesidades de capital de trabajo o por las necesidades de liquidez. A partir de las expectativas sobre el curso de la economía y de los costos del capital estos dos tipos de empresas definen una demanda por financiamiento. Esta demanda tiene dos componentes. Una es la demanda por prestamos,  $P(i_{ac}, Y)$  que se solicitan, la cual esta inversamente relacionada a  $i_{ac}$  y directamente a  $Y$ , y la demanda por bonos,  $B(i_{bu}, Y)$  que se deseen emitir cuya relación es igualmente inversa al interés y directa al ingreso. Como se aprecia, los prestamos son una función de la tasa de interés bancaria activa real ( $i_{ac}$ ) mientras que los bonos lo son de la tasa de interés no bancaria o bursátil.

La demanda total por financiamiento se postula como

$$D_{cr} = P(i_{ac}, Y) + B(i_{bu}, Y) \quad (15)$$

- +            - +

lo cual postulamos como equivalente a la inversión a realizarse, por lo tanto

$$D_{cr} = I \quad (16)$$

La oferta de financiamiento u oferta de fondos prestables de que dispondrá el sector productivo esta condicionada por los recursos con que cuenta el sistema financiero. Por una parte, esta la disponibilidad de recursos bancarios a partir de los pasivos dados por los depósitos que este sector recibe (D). Esta disponibilidad esta restringida por dos factores. Uno es la imposición de reservas obligatorias dadas por  $rD$ , por lo cual los fondos disponibles son  $D(1-r)$ . El segundo factor esta dado por las decisiones de portafolio de los bancos que depende de las tasas de rendimiento de los activos disponible  $i_{BU}$  y la tasa a la cual se hacen los prestamos  $i_{AC}$  y se expresa como  $\gamma(i_{AC}, i_{BU})$  con una relación directa con la primera tasa e inversa con la segunda. Por tanto, la oferta de prestamos esta dada por  $\gamma(i_{pa}, i_{bu})D(1-r)$ . Ello significa que la capacidad de la banca para financiarse con depósitos esta limitada por la política monetaria que determina un nivel de reservas y por las preferencias de cartera de los mismos bancos.

El financiamiento de que dispone la economía depende igualmente de la capacidad de "creación de activos financieros" como lo postula Pollin (1996, p. 23). Así, aparecen los recursos que hace disponible el sistema financiero no bancario que se introducen como el ahorro financiero (AF) el cual responde a la tasa de interés del sector no bancario y a la actividad económica,  $AF(i_{bu}, Y)$ .

En estas condiciones, la oferta total de financiamiento ( $O_{cr}$ ) esta dada por

$$O_{cr} = \gamma(i_{AC}, i_{bu})D(1-r) + AF(i_{bu}, Y) \quad (17)$$

+ -                    - +

alternativamente esta disponibilidad de fondos la hacemos equivalente al ahorro nacional, por lo tanto,

$$O_{cr} = S \quad (18)$$

Definidos así los componentes de la demanda y la oferta por financiamiento el equilibrio en el mercado financiero esta dado cuando la demanda por financiamiento iguala a la oferta del mismo, por lo tanto

$$P(i_{AC}, Y) + B(i_{bu}, Y) = \gamma(i_{AC}, i_{bu}) D(1-r) + AF(i_{bu}, Y) \quad (19)$$

El equilibrio significa que no existe desacoplamiento ya que se da una simetría en la distribución de los flujos y sus pagos, esto significa que  $I = S$ . El sector real satisface su demanda por crédito a fin de realizar las inversiones deseadas y el sector financiero obtiene los pagos correspondientes a los fondos desembolsados. El equilibrio del mercado financiero significa la existencia de un acoplamiento de las finanzas con la actividad real que no da margen a un funcionamiento independiente del sector financiero.

En contra posición, el desequilibrio entre la demanda y la oferta de crédito implicaría un desacoplamiento entre los dos sectores en el que generalmente el financiero acumula mayor capital a costa de la acumulación en el sector real. La estructura de tasas de interés y el papel que en su determinación juega la paridad cambiaria son factores centrales de esta dinámica al ser el vinculo entre el sector real y el sector financiero. En la tasa de interés se reflejan las expectativas del sector financiero que igualmente afectan la ganancia real. Los cambios en expectativas afectan la varianza de  $i_{bu}$  lo cual repercute negativamente en la inversión real pero impulsa la inversión financiera constituyéndose este mecanismo en uno de los canales fundamentales del desacoplamiento. En la actividad bancaria al plantear la diferencia entre tasas activas ( $i_{ac}$ ) y pasivas ( $i_{pa}$ ) se coloca al diferencial entre las dos ( $\Delta i_b$ ) como uno de los canales por cuyo medio el sector financiero al apropiarse de una mayor ganancia coadyuva al desacoplamiento financiero, lo cual se expresa en la ecuación (19) como:

$$P(\Delta i_{BA} + i_{PA}, Y) + B(i_{bu}, Y) = \gamma(\Delta i_{BA} + i_{PA}, i_{bu}) D(1-r) + AF(i_{bu}, Y) \quad (19a)$$

En este contexto un argumento alternativo, central al planteamiento del desacoplamiento financiero, es que en el proceso de intermediación financiero se pierde

parte del ahorro como insumo para la acumulación de capital. El equilibrio entre inversión y ahorro aparece como

$$I = \delta S \quad 1 \geq \delta \geq 0 \quad (20)$$

Ello significa que un peso de ahorro genera menos de un peso de inversión o que el ahorro que se invierte es menor al ahorro total que reserva la economía. El ahorro se divide, entonces, entre una proporción ( $\delta$ ) que fluye hacia el sector real para ser invertido productivamente y convertirse en capital real y una proporción ( $1 - \delta$ ) que no llega a ser invertido productivamente por que permanece en el circuito financiero, esta porción constituye una fuga de fondos prestables que permanecen en cajones financieros. A esta parte corresponde lo que los bancos se apropian por la diferencia entre la tasa que cobran por sus servicios,  $i_{ac}$ , y la que pagan a los depositantes,  $i_{pa}$ , y lo que los no bancos cobran como comisiones, derechos, honorarios, etc. También forman parte de esta proporción pérdidas debido a ineficacias operativas o reguladoras, como acumulación de reservas o pago de impuestos. Igualmente deben considerarse las ganancias que se deriven del poder de mercado que ejercen los bancos y los no bancos sobre la estructura del sector. El componente más importante, sin embargo, es el de los recursos financieros que se usan en actividades que producen ganancias pero no contribuyen al crecimiento del sector real; esto es, las actividades rentables pero no directamente productivas.

El crecimiento de  $\delta$  es un indicador de cómo el capital financiero deja de ser un factor complementario al capital productivo para adquirir su propia dinámica de acumulación independiente de la producción real a la que debe servir. Se consideran así recursos que absorbe la intermediación financiera para sus gastos de operación como para las actividades de inversión especulativa. En consecuencia  $\delta$  es un factor determinante en la operación del sector financiero que afecta la capacidad de crecimiento de la economía. A menor  $\delta$ , menor será la capacidad de crecimiento del producto pero también lo opuesto es correcto, a mayor  $\delta$  mayor será el crecimiento del producto.

A esta dinámica coadyuva el contexto de una economía abierta o globalizada. Se

acepta una movilidad perfecta de capital determinada por la paridad de interés con lo cual se establece una relación entre la tasa de interés del mercado de capitales nacional ( $i_{bu}$ ) y una tasa internacional ( $i_{bu}^*$ ) y el tipo de cambio o, más bien, la expectativa de movimientos en el tipo de cambio ( $\Delta e$ ). Atendiendo a planteamientos anteriores sobre la validez de la paridad de la tasa de interés con cobertura o sin cobertura se opta por la primera, por lo cual se incluye el premio ( $pr$ ).

$$i_{bu} = i_{bu}^* + \Delta e + pr \quad (21)$$

Este formato de la paridad de la tasa de interés cubierta permite hacer la relación entre los flujos de capital y la disponibilidad de financiamiento nacional por la vía de los mercados de capital. La forma en que se comporten estos flujos depende de la magnitud de una u otra cantidad:

si  $i_{bu} > i_{bu}^* + \Delta e + pr$  ocurre una entrada neta de capitales

si  $i_{bu} < i_{bu}^* + \Delta e + pr$  ocurre una salida neta de capitales

si  $i_{bu} = i_{bu}^* + \Delta e + pr$  se anulan los flujos

En un mundo globalizado  $i_{bu}^*$  se puede tomar como un parámetro con lo cual el flujo depende del tipo de cambio y del premio. Si se asume un sistema de paridad fija el premio ofrecido a los capitales aparece como el factor determinante de los flujos pero eventualmente este flujo obligará a un movimiento cambiario dado el efecto que tiene sobre el tipo de cambio real. Aparece así el papel determinante de los flujos de capital en la determinación cambiaria y en consecuencia el papel que los diferentes actores juegan en este proceso en los términos postulados por el modelo diagramático de determinación cambiaria.

La  $e$  está determinado así por las decisiones y expectativas de agentes que se basan en los fundamentos y agentes que lo hacen en busca de una ganancia rápida, los especuladores, de acuerdo al formato de la ecuación 10, que aquí se reproduce:

$$e_t = \frac{1}{1 + \eta \omega_t} (f_t + \eta \omega_t \underline{e} + (1 - \omega_t)(e_{t-1} - e_{t-2})) \quad (22)$$



en donde  $\eta$  representa la importancia relativa del componente especulativo en la determinación cambiaria y  $\varpi$  el valor ponderado de las expectativas de los fundamentalistas.

Del modelo de la versión crédito se puede recordar que

$$I = n Cr$$

entonces

$$n Cr = \delta S \quad (23)$$

por lo tanto:

$$I = n Cr = \delta S \quad (24)$$

Con sustituciones algebraicas se llega a que la tasa de crecimiento del producto es

$$g = A (I/Y) - \lambda \quad (25)$$

lo cual es equivalente a

$$g = A (\delta S)/Y - \lambda \quad (26)$$

por lo tanto

$$g = A \delta \left( \frac{\gamma (\Delta i_{BA} + i_{PA}, i_{BU}) D(1-r) + AF(i_{BU}, Y)}{Y} \right) - \lambda \quad (27)$$

Esta formulación muestra que la dinámica de crecimiento puede ser afectada por choques de política monetaria que pueden influir sobre  $i_{BU}$  o sobre  $r$ , o por choques de demanda o de oferta de crédito. Un aumento de la oferta de crédito, que podría deberse a una reducción del riesgo de los préstamos, podría incrementar el producto. Por el contrario, un incremento en el riesgo de los préstamos empujaría a una reducción del ingreso como resultado de una reducción del crédito. Estas posibilidades del crédito dependen igualmente del diferencial entre las tasas activas y pasivas. La apertura y la liberalización de capitales introducen elementos de fragilidad al modelo por medio del efecto que las corrientes financieras de capital pueden tener sobre las tasas de cambio y el impacto que ello tiene

sobre los mercados bursátiles. El dilema real es que estos elementos no son independientes el uno del otro, por el contrario su interdependencia ha crecido en la medida que crecen los flujos de capital. La relación conflictiva con el ahorro es central ya que este como proporción del PIB se reduce en la medida que  $\delta$  crece.

### 10.3 Canales del desacoplamiento

El efecto final depende de dos factores: 1) la cantidad de autofinanciamiento que las empresas utilizan debido a la aversión al riesgo de quiebra con que operan las empresas y 2) el racionamiento financiero en cantidad o en precio que practican las instituciones financieras ante choques monetarios.

Varios son los canales que inducen la vitalidad de este modelo. Algunos son intrínsecos al funcionamiento de la estructura bancaria, que denominaré microeconómicas mientras que otros se deben a factores que derivan del funcionamiento macroeconómico. Entre las primeras están: 1) la persistencia de un amplio diferencial entre tasas de interés activas y pasivas; 2) un proceso de repago de los préstamos bancarios a bajas tasas de reposición y 3) una tasa alta de propensión al ahorro por parte de los acreedores. Estos factores al incidir sobre la tasa de ganancia bancaria (Ingresos netos = capital + reservas) inducen a una redistribución de los saldos monetarios en favor del sector financiero, con lo cual  $(1 - \delta)$  crece.

Al nivel macroeconómico se encuentran los canales de redistribución que provienen de tres factores: 1) las operaciones de mercado abierto del banco central y 2) la política de deflación de deuda y 3) la política de devaluación.

1. El efecto de operaciones de mercado abierto. Estas operaciones condicionan directamente el valor neto de los bancos con correspondientes efectos en su comportamiento. Si se mantiene la tasa de interés pasiva por debajo de su nivel competitivo, suponiendo en el extremo que fuera igual a cero, un incremento en los depósitos del público representa un incremento igual en el valor accionario del banco. En estas condiciones una expansión de la oferta monetaria es un fuerte mecanismo de transferencia de riqueza de los

hogares a los bancos debido a que

$$W = i(D/r) = D$$

donde  $W$  es la riqueza del banco que deriva de los depósitos,  $D$  que se acumulan. La  $r$  y la  $i$  son tasas de interés que se asumen iguales. En estas condiciones

$$\Delta W = \Delta M \cdot i + \Delta i \cdot M$$

Naturalmente este es un efecto causado por la propia política monetaria. Cuando el banco central, por medio de operaciones de mercado abierto reduce o incrementa el nivel de las reservas de los bancos, termina por incidir sobre su valor contable neto (net worth). La percepción de fortalecimiento o de deterioro del valor neto hace que los bancos respondan modificando el volumen de crédito y, en consecuencia, la actividad productiva se verá limitada o expandida. (Greenwald y Stiglitz, 1993)

2. La política de deflación de deuda. En condiciones de contratos de deuda no indexados nominalmente el nivel de los precios es crucial al crearse una diferencia básica entre prestamos y valores. Si los prestamos están denominados en tasas de interés nominales, entonces, la política de deflación de precios crea una redistribución de deudores a acreedores. En el mercado de crédito el cambio de precios afecta la oferta por el efecto que el cambio tiene en la percepción de los bancos acerca de su valor neto.

3. El carácter contractivo que ha adquirido la devaluación. Este fenómeno puede ser definido como la reducción en el producto nacional que resulta de una devaluación monetaria no obstante que se puede lograr un ajuste en los precios relativos y hasta un mejoramiento en la balanza comercial. El dilema es que este ajuste ocurre a un costo muy alto en términos de crecimiento y empleo y que se complica en el contexto financiero y de endeudamiento a que inducen los crecientes flujos de capital.

#### **10.4 Consecuencias**

En la medida en que se van consolidado estos canales micro y macroeconómicos del desacoplamiento se va modificando la manera como se entretajan los sectores real y financiero. La tendencia que se favorece con este funcionamiento es la de privilegiar la esfera financiera sobre la productiva y las actividades que otorgan mayor autonomía al

capital financiero.

Dos son los factores principales que dispensarían esta autonomía. Uno es la pujanza de la innovación financiera por la aparición constante de nuevos y más sofisticados instrumentos financieros cuya finalidad es reducir el riesgo individual por medio de la socialización del mismo. Ello explica el éxito con los instrumentos derivados y la contribución de estos a consolidar el paso de la estructura crediticia orientado hacia los bancos a otra orientada hacia los mercados de dinero y de capital. Las viejas formas de financiamiento por deuda se convierten en valores y títulos con lo cual la intermediación no bancaria, la intermediación al mayoreo y la administración de riesgos se afianzan como las nuevas formas de operación del sector.

El segundo factor es el cambio en la naturaleza de los inversionistas al ser los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, las aseguradoras, los fondos mutuos y las casas de corretaje, quienes toman el lugar de los inversionistas individuales. Estos dos factores implican modificaciones sensibles en la actitud hacia el riesgo y la incertidumbre, por un lado y en la magnitud de los montos de inversión que se ponen en operación, por otro lado.

Los encadenamientos a que llevan estos dos factores inducen a una modificación en los objetivos: una es que los sistemas financieros nacionales hayan llegado a estar orientados por la búsqueda de liquidez internacional y de ganancias del arbitraje intermercados. Esta tendencia incita las corrientes de capital extra-fronteras que alimentan el extraordinario dinamismo de los mercados nacionales de dinero y de capital. El auge financiero de los mercados emergentes es un resultado de este fenómeno.

Un segundo efecto es el relativo a la naturaleza de las ganancias. La rentabilidad por medio de la producción y comercialización de bienes y servicios toma un segundo lugar como consecuencia del carácter irreversible de estas actividades, simultáneamente a que en las actividades financieras y cambiarias se hace más fácil la ganancia. Lo que cuenta son las variaciones en los precios de los valores y los títulos que se intercambian y de las monedas que se convierten en el mercado. Se crea así un proceso de retroalimentación negativa en el sistema de precios que afecta a toda la economía, lo cual coloca la lucha anti inflacionaria en un nivel de prioridad superior al del crecimiento o del empleo.

La nueva estructura magnifica las oportunidades de ganancia a los operarios a costa de crear una mayor volatilidad en la inversión. Las tasas de interés, los tipos de cambio y los niveles de liquidez se vuelven más volátiles con lo cual se alimentan las expectativas en los mercados financieros. En particular el hecho que el tipo de cambio se independice de los fundamentos de la economía, en concreto de las corrientes de bienes y servicios que se intercambian internacionalmente y pasa a depender más de variables financieras, crea un clima de mayor vulnerabilidad por que la política económica nacional depende de variables y decisiones sobre las que pierde control la autoridad nacional (Ohmae, 1995).



## **TERCERA PARTE**

### **MÉXICO Y EL DESACOPLAMIENTO FINANCIERO**





## 1. Introducción

La liberalización comercial, la desreglamentación y privatización, las puertas abiertas a la inversión extranjera y la generación de una nueva estructura del sistema financiero en el cual la hegemonía de los mercados de capital han estrechado los vínculos entre la economía nacional y el exterior son transformaciones significativas en las dos últimas décadas, en casi todos los rubros de la actividad económica, que fue adoptada a partir de la crisis de la deuda externa a inicios de la década de los ochenta.

La apertura, amplia y unilateral, ha alterado las relaciones entre lo interno y lo externo al estrechar vínculos de interdependencia asimétrica con la economía mundial. En este nuevo marco de relaciones, un factor determinante que se introdujo es la forma de relación entre el sector productivo y el financiero. El desarrollo nacional ha sido orientado, en consecuencia, hacia formas de relación entre estos sectores definidas por las nuevas tendencias de la internacionalización del capital. Se ha buscado con ello mejorar las condiciones para activar el ahorro nacional e impulsar una mayor eficiencia distributiva de la intermediación financiera que sustenten el objetivo de reestructuración industrial.

En lo financiero han tenido lugar cambios más bien radicales tales como la integración de los mercados de capital nacionales al plano exterior, una reforma jurídica que abre el sector al exterior y a la propiedad extranjera; una modernización técnica de los instrumentos financieros disponibles, una clara tendencia hacia la universalización de la banca y el fortalecimiento de los inversionistas institucionales. El resultado ha sido la consolidación de agrupaciones financieras que manejan consorcios comerciales, financieros y productivos como Banamex-Accival, Bancomer, Probursa, Serfin, Inverlat que dominan las finanzas nacionales. La hipótesis que subyace en esta tercera parte es que este dominio determina una dinámica del sistema en la que se otorga prioridad a lo financiero sobre lo real.

La reestructuración nacional responde, en principio, a un marco de transformación mundial que se traduce en cada nación en un impulso hacia una homogeneización de las formas y del funcionamiento de las economías nacionales en el marco de un mayor predominio de los mercados financieros que ha ocurrido a la par del dramático crecimiento y movimiento internacional de flujos de capital. Se da, entonces, la rápida diseminación de prácticas y métodos financieros que afectan el comportamiento del mercado financiero

creando encadenamientos sin precedentes. La política monetaria tiene que ser implementada a través de los mercados y no por procedimientos directos como ocurría anteriormente lo cual tiene implicaciones que afectan la estabilidad monetaria y financiera de la economía nacional.

Es en este contexto de transformación sectorial que hay que ubicar la devaluación de diciembre de 1994 que ha llevado al país a experimentar la peor crisis en su historia con una pérdida de cerca del 15 por ciento del PIB en 1995 y su llamado "efecto tequila". Esta crisis no debe verse como un simple desequilibrio coyuntural de liquidez sino como la secuela natural del desacoplamiento sectorial a que ha llevado el cambio estructural en el que se da prioridad a la actividad financiera sobre la productiva. Se llega así a una demostración inequívoca de la incapacidad de las autoridades monetarias centrales de lograr un control directo que impide a la estructura bancaria-financiera aguantar los embates especulativos que precipitan la liberalización financiera y la mayor competencia.<sup>1</sup>

El propósito de esta tercera sección es demostrar que la crisis por la que ha atravesado la economía mexicana a partir de una simple decisión de modificar la política cambiaria hay que encontrarla en la naturaleza misma de las transformaciones estructurales que ha experimentado el país en las últimas dos décadas por medio de las cuales el capital financiero adquiere un papel preponderante sobre el capital productivo. Se han creado serios peligros en el largo plazo ante el persistente fracaso en consolidar el desarrollo del sector productivo al preferir los inversionistas obtener ganancias de corto plazo en la actividad financiera. Se ha inducido así un modelo de desacoplamiento financiero (MDF).

## **2. Crecimiento y globalización financiera**

En la evolución de la economía mexicana de las últimas cuatro décadas se percibe una dinámica de crecimiento que presenta un rompimiento radical en 1983. En el cuadro 1 y la gráfica 1 se visualizan la evolución del PIB en estas últimas décadas. Se puede apreciar en ellos el crecimiento macro y per cápita del PIB en dos grandes periodos claramente diferenciados: el primero entre 1961 y 1983 y el segundo más corto entre 1984 y 1994.

---

<sup>1</sup>No puede ser una simple coincidencia que desde finales de los setenta más de 100 países en desarrollo han experimentado crisis de consideración

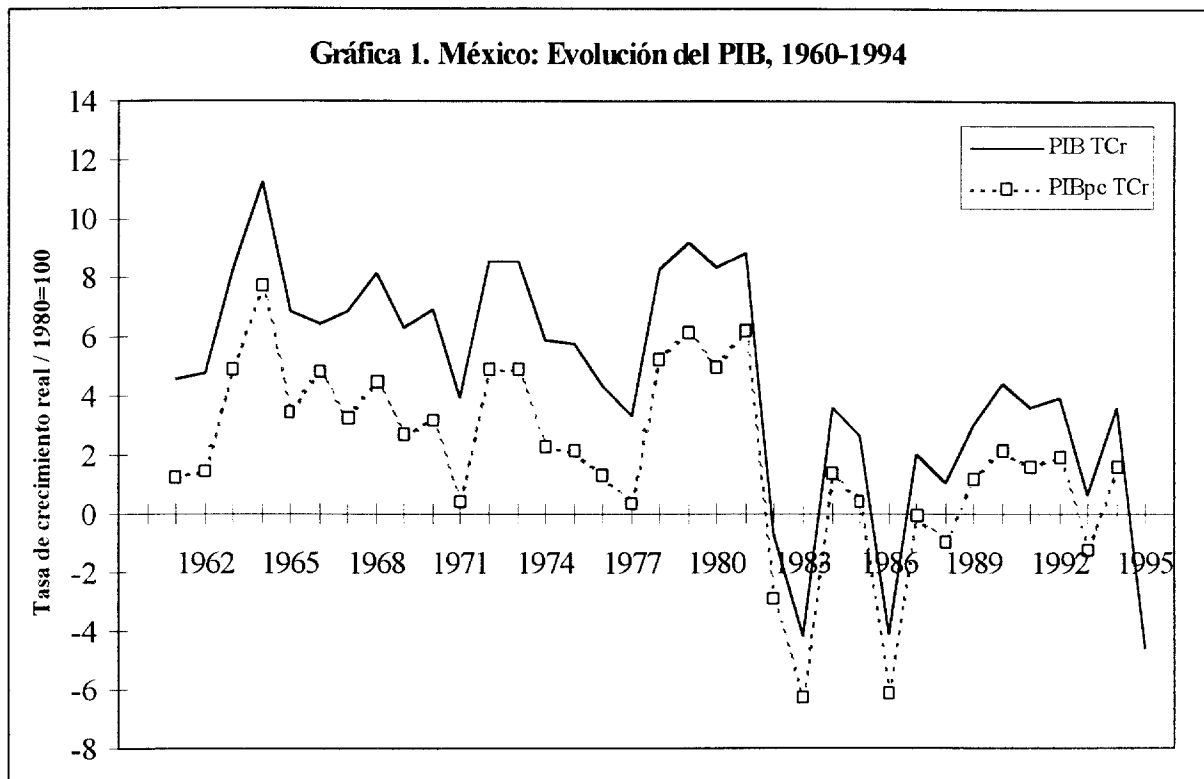
**Cuadro1. Indicadores del crecimiento económico (1980=100)**

Años	PIB	PIBpc
	TCr	TCr
1961	4,52	1,24
1962	4,76	1,48
1963	8,30	4,91
1964	11,23	7,72
1965	6,85	3,46
1966	6,39	4,85
1967	6,80	3,22
1968	8,15	4,49
1969	6,26	2,66
1970	6,91	3,20
1971	3,90	0,42
1972	8,53	4,89
1973	8,57	4,91
1974	5,86	2,29
1975	5,72	2,15
1976	4,36	1,28
1977	3,30	0,33
1978	8,31	5,26
1979	9,18	6,17
1980	8,32	5,00
1981	8,80	6,21
1982	-0,66	-2,93
1983	-4,18	-6,29
<b>Promedio</b>	<b>6,10</b>	<b>2,91</b>
<b>Desv estand</b>	<b>3,35</b>	<b>3,11</b>
1984	3,60	1,37
1985	2,59	0,44
1986	-4,17	-6,13
1987	1,97	-0,08
1988	1,00	-1,00
1989	2,95	1,20
1990	4,40	3,99
1991	3,60	0,81
1992	2,80	0,85
1993	0,62	-1,22
1994	3,66	1,65
<b>Promedio</b>	<b>2,09</b>	<b>0,17</b>
<b>Desv estand</b>	<b>2,37</b>	<b>2,52</b>

Fuente: Banxico, INDICADORES ECONÓMICOS.

Inegi, SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES DE MÉXICO, 1988-1994

En el espacio temporal de cada periodo aparece un comportamiento cíclico de la dinámica de crecimiento del producto que permitiría referirnos a subperiodos al interior de cada periodo. A pesar de este comportamiento cíclico sobresale el hecho que hay una diferencia clara en los niveles de crecimiento anuales entre un periodo y el otro. Mientras que el producto crece a un 6.1 por ciento promedio anual en las primeras dos décadas sólo lo hace al 2.09 por ciento en los últimos trece años. En el segundo periodo, el de la apertura y la promoción de exportaciones, el vigor del crecimiento es apenas una cuarta parte de lo que fue en el periodo inicial del modelo substitutivo de importaciones.



Fuente: Cuadro 1.

Un deterioro aún más dramático ocurre al nivel del PIB per capita al experimentar este un crecimiento negativo de 0.17 en el último periodo luego de haber aumentado a un ritmo de 2.91 por ciento promedio anual en el primero. Ello ocurre no obstante que el crecimiento de la población es mayor en el primer periodo que en el segundo. Estas diferencias son aún más dramáticas al considerar que en los dos periodos el contexto general de la dinámica de crecimiento fue diferente y con grandes variaciones como lo

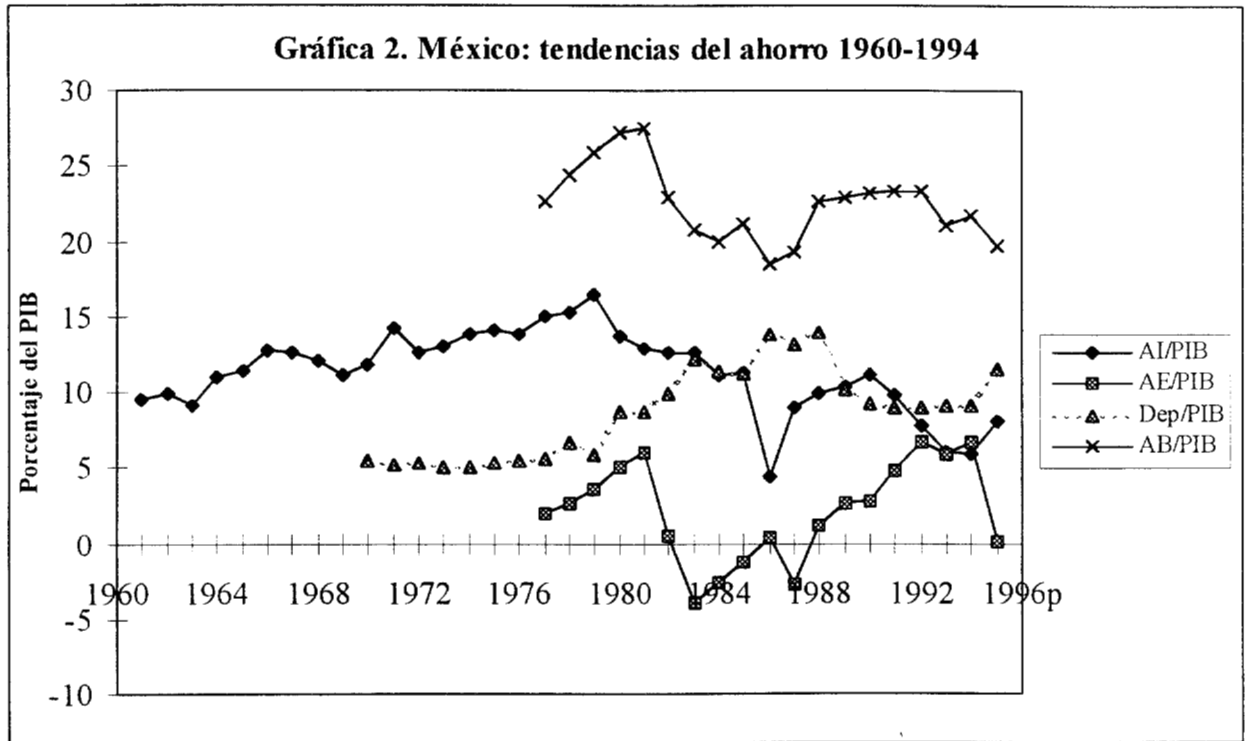
expresa la heterogeneidad en las desviaciones estándar de las dos variables (cuadro 1). El PIB global no presenta gran volatilidad al haber una diferencia de 30 por ciento en la desviación estándar entre un periodo y el otro. Menor es la diferencia en la evolución del PIBpc al ser la desviación estándar del primer periodo 19 por ciento mayor que la del segundo.

No dejan duda estos datos que, al menos, en términos de crecimiento del producto el modelo de sustitución de importaciones fue mucho más eficaz que lo ha sido el de promoción de exportaciones. Este hecho, que denomino, la paradoja del crecimiento, es una contradicción que debe ser examinada por los efectos negativos que ello tiene sobre el desarrollo nacional al igual que ha implicado un incumplimiento de las metas de crecimiento que han sido propuestas oficialmente. Por ejemplo, en el PND 1989-1994 se postula crecer a una tasa del seis por ciento para final de sexenio que naturalmente no se alcanzó. En estas condiciones no puede pasarse por alto ni dejar de considerar como una consecuencia de esta desaceleración de la acumulación la situación de exclusión de 39.7 millones de mexicanos de los cuales 23.6 millones se encuentran en niveles de pobreza y 16.1 millones en situación de pobreza extrema e indigencia.

Esta atonía en el crecimiento del producto ocurre en forma paralela a lo que llamo la paradoja del ahorro. Por un lado, el país experimenta una caída en su capacidad de ahorro, como lo ilustra claramente la gráfica 2. A partir de 1981 el ahorro bruto, como proporción del PIB, inicia un descenso que constituye una tendencia opuesta a la que se manifiesta desde el final de la administración de López Mateos. A partir del 20.1 por ciento de 1971 se aprecia una tendencia de crecimiento cuya cresta se dio en 1981 al alcanzar el 27.4 por ciento. En los siguientes años se da una caída que encuentra su nivel más bajo en el 18.5 por ciento de 1986. Posteriormente aparece una recuperación de la capacidad de ahorro. Los factores subyacentes de este comportamiento del ahorro presentan un panorama menos optimista. Destaca la permanente caída del ahorro interno desde 1980 al pasar del 16.3% al 5.2% en 1993, aunque el nivel más bajo se tuvo en 1986 con 4.1%.

Estos indicadores del ahorro levantan pocas dudas sobre la pérdida de capacidad de la economía mexicana para reservar parte de su producto a fin de impulsar su crecimiento futuro. Especialmente significativo es el comportamiento del ahorro interno que no obstante su intento de recuperación en 1986, no logra revertir su tendencia de largo plazo hacia la

baja. Igualmente grave es el hecho que el factor depreciación asume un comportamiento similar. Ella crece entre 1979 y 1986 al pasar del 5.8 % al 13.7%, pero luego experimentar un descenso que continua hasta 1994.



Fuente: Banxico, INDICADORES ECONOMICOS; PRONAFIDE, 1997-2000, Junio 1997.

Por otro lado, se tiene el comportamiento del ahorro externo como componente del ahorro total. Entre 1963 y 1981 presenta una tendencia permanente de crecimiento al pasar del 2.1 al 6.0 por ciento del PIB pero luego se desploma propiciando una salida de capitales equivalente al 3.9 por ciento del PIB en 1983. De entonces a 1994 se da una recuperación de los flujos externos. Si bien entre 1983 y 1988 su contribución fue negativa la tendencia es de crecimiento llegando en años recientes ha alcanzar niveles cercanos al 7% del PIB, como en 1992 y nuevamente en 1994.

Estas tendencias entre el ahorro interno y el externo constituyen esta paradoja del ahorro. En el periodo previo a 1981 parece confirmarse la idea convencional de los postulados del desarrollo de que el ahorro externo es complementario al ahorro interno y

que coadyuva a su crecimiento. El ahorro externo actúa así como un factor complementario al ahorro interno y por extensión al crecimiento del producto. Después de 1983 la dinámica entre estos dos componentes del ahorro nacional parece ser la opuesta. La observación casual induce a afirmar que a mayor ahorro externo menor es la progresión del ahorro interno.

Estos hechos inducen a pensar que en la medida en que la economía mexicana se ha abierto a los flujos internacionales de capital el país ha perdido capacidad interna de ahorro con la consecuencia de que el ahorro externo en vez de ser un complemento parece convertirse en un suplemento del ahorro nacional. El resultado de una mayor inserción en los mercados internacionales de capital parece negativo al tener la economía nacional una menor capacidad propia de ahorro y una mayor dependencia de flujos externos que progresivamente se tornan más volátiles y, en consecuencia, menos confiables como soportes de la estabilidad financiera.

Una relación similar se percibe para la relación entre el ahorro externo y el crecimiento del producto. Esta paradoja encuentra su máxima expresión en 1993 cuando el país experimenta la mayor entrada de capital externo al igual que experimenta el menor nivel de crecimiento del producto durante la administración de Salinas de Gortari.

Este rezago en el crecimiento del producto y el comportamiento paradójico entre ahorro interno y externo animan a considerar la hipótesis de que fue necesario no crecer para poder disponer de los excedentes financieros que fueron creados por el modelo promocional de exportación para cubrir las obligaciones financieras con el exterior. Ello implica que las obligaciones de la deuda externa se cubrieron a costa del crecimiento del producto. Sin descartar el grado de validez que existe en esta hipótesis considero que el problema es más profundo y menos coyuntural. La respuesta se ubica más en el desacoplamiento entre el sector real y el financiero al que ha inducido el cambio estructural que viene ocurriendo en la economía mexicana para adaptarse a las condiciones de la globalización e internacionalización del capital financiero en los términos expuestos en las partes 1 y 2 de este trabajo.

### 3. Cambio estructural y financiamiento

El argumento aquí postulado para explicar estas posiciones paradójicas entre el crecimiento económico y los flujos externos de capital es que la inter-relación que se creó entre los flujos y el sistema financiero mexicano al inducir a su internacionalización y globalización ha impelido a reproducir en la economía mexicana el modelo de desacoplamiento financiero. Ello es parte de la transformación que ha venido experimentando el sistema financiero mexicano en las dos últimas décadas pero que se acelera desde mediados de los años ochenta. La dinámica que impuso la crisis del endeudamiento externo a partir de 1982 ha sido determinante en esta orientación. Por un lado, la crisis obligó a una reestructuración industrial del país para hacer su producción más compatible con la demanda internacional de bienes y servicios. Por otro lado, obligo a una reestructuración financiera que creara los medios apropiados para proporcionar los flujos monetarios adecuados a las tareas de la reestructuración industrial. En esta transformación la magnitud que asumen los flujos internacionales de capital, por medio de inversión extranjera de cartera con la cual el país no había experimentado anteriormente y por la emisión de activos (bonos) en el extranjero, definen una estructura del sector más internacionalizada pero más vulnerable.

La transformación ha implicado el fortalecimiento de una intermediación financiera que se aleja de un funcionamiento del crédito en base a instituciones de depósitos, para depender de uno basado en mercados bursátiles. Ocurre así un debilitamiento de la intermediación financiera tradicional basada en depósitos bancarios a la vez que fortalece a las instituciones financieras no bancarias. Se asienta así una dicotomía de las actividades del sector entre una intermediación bancaria y otra no bancaria que ha hecho que el sistema financiero nacional adquiera formas más sofisticadas de operación.<sup>2</sup> El ahorro se convierte en inversión menos por un sistema basado en instituciones que reciben depósitos de corto plazo y otorgan prestamos de largo plazo, como son los bancos, y más por uno basado en mercados financieros, de capital o de dinero. Este es un proceso de cambio de una estructura financiera simple y altamente regulada a una más sofisticada y menos regulada.

---

<sup>2</sup>Nótese que el elemento central de esta dicotomía no es el de la propiedad de las instituciones y los cambios que ésta ha tenido, sino el de las funciones y formas de operar que puede tener el sistema financiero aunque estas diferentes formas puedan realizarlas bajo un mismo logo institucional o de propiedad común.



Se pasa de instituciones que en principio requieren de medios para seleccionar a sus clientes y tienen incentivos para ser monitores y supervisores del uso de los recursos prestados a fin de evitar que los usuarios caigan en situaciones de riesgo moral a otro tipo de instituciones de tipo bursátil en las cuales el ejercicio de estas funciones se diluye en el anonimato del mercado. Para los bancos, las tareas de selección y control son inherentes en la asignación del crédito y en la evaluación del desempeño de los deudores para determinar si su mal funcionamiento es algo aleatorio o resultado de una mala administración. En los mercados bursátiles estas funciones dejen de operar ya que los riesgos del intermediario financiero se diluyen al asumir estas funciones el mercado bajo el único criterio válido de la rentabilidad.

Estas diferencias de funcionamiento en la organización de las instituciones de crédito inducen a nuevas características en el comportamiento del sistema. Debido a que la cantidad y el precio del crédito, a un nivel de ahorro dado, depende de las características de la estructura financiera la forma en que se transforma el sistema define cuáles son las variables clave para el funcionamiento de la economía. Ello significa que la estructura determina cómo opera el sistema de intermediación, pues determina cuál es el grado de disponibilidad y cual es el costo de los recursos externos, como ya ha quedado establecido en la parte 2 de este trabajo. También determina cuál podría ser el impacto que tienen las iniciativas de política pública para influir en la cantidad y el costo de los fondos y lo más significativo determina en qué se usan los fondos, es decir, que destino tiene el ahorro, lo cual está condicionado por el corto plazismo en la obtención de ganancias que caracteriza el financiamiento de la actividad bursátil.

La sofisticación en la estructura y funcionamiento del sistema financiero mexicano viene dándose desde mediados de la década de los setenta cuando en 1975 se autoriza la conversión de la banca a una de tipo múltiple y se emite la Ley del Mercado de Valores, pero logra su consolidación con las reformas legales de 1989. Estos cambios imponen una nueva orientación en el modelo de desarrollo al hacerlo pasar de un esquema de promoción de exportaciones a otro de desacoplamiento financiero en los términos ya expuestos en la segunda parte de este trabajo. Recordemos solamente que la principal característica de este modelo es que la inversión financiera asume el papel rector de la economía frente a la inversión real o productiva. La hipótesis que se asume es que debe considerarse este nuevo

orden de funcionamiento del sistema como el factor causal en la tendencia al bajo nivel de crecimiento del producto nacional al igual que a la baja en el nivel del ahorro nacional. El objetivo en adelante es demostrar que así en verdad ocurre.

#### **4. La reforma financiera: etapa de consolidación**

La consolidación de un sistema financiero moderno en el que la actividad tradicional de préstamos bancarios compite con la intermediación de los mercados de capital para crear y distribuir el financiamiento que el desarrollo nacional requiere se inicia en México con las reformas legales e institucionales de 1989.

La liberalización de los mercados financieros y la adecuación del marco institucional a los requerimientos del capital internacional se proponen (PND, 1989-1994, p. 67-68) como los medios para lograr los siguientes objetivos postulados por la administración de Salinas de Gortari:

Aumentar la eficiencia operativa y la autonomía de la banca.

Garantizar la eficiencia de los mercados de seguros y fianzas, mercados de valores y otros intermediarios financieros no bancarios.

Articular las funciones de los intermediarios financieros bancarios y no bancarios promoviendo su complementariedad.

Consolidar un mercado de capitales en apoyo a los requerimientos de la inversión productiva.

Minimizar la regulación financiera a fin de dar al sistema óptima flexibilidad y adaptabilidad ante las condiciones imperantes internacionalmente.

La finalidad de la administración Salinista de asumir estas transformaciones como propias devino de la absoluta necesidad de lograr la adecuación del sistema financiero al proyecto neoliberal de apertura y orientación exportadora que se había introducido desde la administración anterior de Miguel de la Madrid. Aún no se vislumbraba transparentemente la visión de un bloque regional de América del Norte pero tampoco era una idea totalmente ajena, dado el contexto del programa de Europa para establecer su Mercado Único para 1992 y de los acuerdos de libre comercio de EU con Canadá e Israel (Rozo, 1989). En este marco de apertura y globalización los rezagos existentes y los mecanismos tradicionales de

regulación y control financiero aparecían como barreras para que México lograra superar la crisis de la deuda y alcanzara su completa inserción al mercado global de capitales. El perfil consolidado de una estructura de crédito a través de la expansión de los mercados financieros era prácticamente un requisito del nuevo modelo. De tal urgencia y necesidad deriva la transformación legal e institucional.

En diciembre de 1989 fueron aprobadas las primeras enmiendas legales para alcanzar estos propósitos: la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito; la Ley General de Instituciones de Seguros; la Ley Federal de Instituciones de Fianzas; la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito y las leyes del Mercado de Valores y General de Sociedades de Inversión.

El establecimiento de un sistema más eficiente y más competitivo internacionalmente fue el objetivo central de este paquete legislativo. La premisa fundamental detrás de estos propósitos es que en el nuevo contexto de globalización no se logran estos objetivos a través de una dispersión de estas actividades sino que se requiere de su concentración. Esta premisa se reconoce legalmente en la reforma constitucional de junio de 1990, en la que se modifican los Artículos 28 y 123 a fin de hacer posible el proceso de integración de las agrupaciones financieras sobre la base de una banca privatizada (Diario Oficial, 18 julio 1990).

La reforma constitucional "que permitió el restablecimiento del régimen mixto en la prestación del servicio de banca y crédito" (SHCP, 1990, p. 19) tuvo como propósito general introducir cambios substanciales al régimen de propiedad que normaba a la banca desde la nacionalización de 1982. Esto se logra por la aprobación de tres iniciativas legislativas que se convierten en ley en julio de 1990. Con dos de ellas, la Ley de Instituciones de Crédito y las modificaciones a la Ley del Mercado de Valores, se definía la institucionalidad que tendría el sistema de crédito al igual que las características de su organización y funcionamiento. Se formaliza e impulsa así la dicotomía financiera entre intermediarios bancarios y mercados de capital. El toque necesario para garantizar el carácter globalizador del esquema lo dan dos elementos centrales de la legislación: permitir la entrada de capital extranjero en la tenencia accionaria de las nuevas instituciones y autorizar a extranjeros la adquisición de bonos gubernamentales y acciones empresariales en casi cualquier sector de la economía. La participación extranjera también puede

realizarse por el establecimiento de sucursales de bancos extranjeros en territorio nacional, con la limitación que sus operaciones activas y pasivas pueden efectuarse exclusivamente con residentes fuera del país.

La Ley de Instituciones de Crédito orienta el sistema hacia la tendencia mundial al establecer la creación de una nueva banca de tipo universal. La reversión de las Sociedades Nacionales de Crédito de la banca nacionalizada a sociedades anónimas bajo propiedad privada daría lugar a esta nueva estructura. Esta ley al establecer la composición del capital que pueden tener los bancos abre el camino a la propiedad privada sea nacional o extranjera. Al transformar los Certificados de Aportación Patrimonial de la banca nacionalizada por acciones de propiedad privada la ley define tres series: la Serie A, que debe siempre constituir el 51 por ciento del capital, se reserva exclusivamente a personas físicas mexicanas, el gobierno federal, los bancos de desarrollo, las sociedades controladoras de grupos financieros y el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA). La Serie B, que puede oscilar entre el 19 y el 49 por ciento del capital, es reservada para los agentes anteriores más personas morales mexicanas con cláusula de exclusión a extranjeros e inversionistas institucionales. La Serie C, que puede representar hasta el 30 por ciento del capital y deberá ser aprobada por la Secretaria de Hacienda y Crédito Público, podrá ser adquirida por todos los anteriores más personas morales mexicanas tengan o no participación extranjera y personas físicas o morales extranjeras (SHCP, 1990, p. 21).

Las modificaciones a la Ley del Mercado de Valores adaptan el marco jurídico a la existencia de agrupaciones financieras y adecua las normas de tenencia de acciones para permitir "inversión extranjera, hasta en un 30 por ciento en total y hasta en un 10 por ciento de tenencia individual" (SHCP, 1990, p. 25). Un detalle que llama la atención es que estas modificaciones legales se hacen en el marco de la Cláusula Calvo que prohíbe invocar la protección de gobiernos extranjeros (IME, 1990, p. 20).

Singularmente relevante dentro de estas modificaciones legales es la tercera iniciativa; esto es la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras. Esta iniciativa permite la creación de empresas tenedoras de acciones que agrupan a intermediarios bancarios y no bancarios, con lo cual se formaliza la tendencia mundial hacia una banca de tipo universal o como apunta el Instituto Mexicano de Estrategias, se crea un mecanismo de

"corporativización financiera" (IME, 1990, p. 19). La Ley permite tres posibles modalidades de agrupación dependiendo de la institución que la encabeza; que pueden ser: una sociedad controladora, un banco o una casa de bolsa. En la primera opción, la más amplia, se permite la integración como un sólo grupo financiero a bancos múltiples, arrendadoras financieras, afianzadoras, empresas de factoraje, casas de bolsa, almacenes de depósito, aseguradoras, casas de cambio, operadoras de sociedades de inversión y otras que autorice la SHCP, como inmobiliarias o empresas de servicio. Las otras dos opciones excluyen la posibilidad de participación de instituciones de crédito. El propósito de esta Ley fue el orientar el tránsito, que de facto ocurría, de la estructura de banca múltiple existente desde la década de los setenta hacia una estructura de banca universal más en consonancia con la tendencia internacional de finales de los ochenta. Se establece por esta ley el ordenamiento para el funcionamiento de los grupos financieros y los medios para proteger los intereses de quienes celebren operaciones con ellos. El propósito último de esta forma de organización es la explotación de economías de escala como medio para reducir costos y mejorar la rentabilidad que permitiría enfrentar la competencia internacional.<sup>3</sup>

Un elemento central de la legislación es el concerniente a favorecer la competencia, como una vía para favorecer la democratización del capital. La ley establece limitaciones en la tenencia accionaria individual en la expectativa de lograr una mejor distribución del capital social al pulverizar la propiedad de las acciones de capital. El límite es de 5 por ciento del capital pagado para personas físicas o morales pero podrá alcanzar el 10 por ciento con autorización expresa de la SHCP. Los inversionistas institucionales no pueden exceder, individualmente, el 15 por ciento del capital. De esta limitación se exceptúa al Gobierno Federal, a la banca de desarrollo, al FOBAPROA, a las sociedades controladoras de grupos financieros y a los accionistas o instituciones que participen en fusiones bancarias. Igualmente se limita la inversión de instituciones de crédito en empresas industriales, comerciales o de servicios a fin de evitar concentración o exceso de riesgos.

Este marco legal que definió la estructura del nuevo sistema se complementó con el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo (PRONAFIDE, 1990-1994) en el cual quedaron consignadas las modificaciones jurídicas necesarias para agilizar la desreglamentación y liberalización del sistema financiero y los organismos que lo

---

<sup>3</sup> Esta forma de organización parecería tender al concepto japonés de *Kareitsu* en el que un grupo industrial tiene una relación especial con un banco principal lo cual permite sobreponerse a problemas de información a fin de reducir costos.

componen. Igualmente definió este programa las acciones y los cursos de política a seguir.

Un nuevo y vigoroso impulso al proceso de internacionalización financiera ocurrió en 1993 al actualizar y renovar el marco jurídico y operativo que normaría la función de los intermediarios bancarios y de la Bolsa Mexicana de Valores. Impulsar una mayor eficiencia de la banca privatizada y abatir los costos de los servicios fue el objetivo. Para ello se autorizó la creación y operación de 19 instituciones de banca múltiple de las cuales 11 operarían con una cobertura regional, 6 serían de carácter subregional y las dos restantes atenderán la totalidad del territorio nacional (PND, Informe de Ejecución, 1994). La nueva Ley del Mercado de Valores de diciembre de 1993 define una nueva arquitectura del mercado de valores para hacer más eficiente el mecanismo de formación de precios y mejorar las condiciones de liquidez, profundidad y transparencia del mercado. Esto se hizo necesario por el incremento de operaciones que tuvo el mercado a partir del extraordinario flujo de inversión de cartera que se inició en 1989. Ello obligó al desarrollo de una infraestructura de operaciones más eficiente.

Finalmente en enero de 1994 se otorga independencia legal al Banco de México lo cual culmina una serie de reformas que se vienen haciendo a su Ley Orgánica desde 1989 cuya finalidad es la de otorgar mayor autonomía al Instituto Central.

Estos cambios en la legislación contribuyen a que México se ajuste a la tendencia impuesta por el funcionamiento globalizado de los mercados. Los cambios han estado orientados a lograr una transformación estructural del sector en una perspectiva de desreglamentación y liberalización financiera que se enmarca perfectamente en la estrategia de apertura regional que buscaba Estados Unidos para América Latina desde la década de los ochenta y la cual se sintetiza actualmente en el denominado Consenso de Washington. El compromiso de México para moverse en tal dirección se selló con el llamado "Espíritu de Houston" que se definió en la reunión de noviembre de 1988 entre los presidentes electos Bush y Salinas de Gortari en aquella ciudad. En una perspectiva más amplia estos cambios se enmarcan en la dinámica de internacionalización financiera que se ha venido imponiendo a un nivel mundial desde el 15 de agosto de 1971 en que se abandona la estructura de tipos de cambio fijos por una de cambios flexibles a fin de acomodar la creciente movilidad transnacional del capital de cartera (Rozo, 1987; Rozo y Vera, 1989).

#### 4.1 Las reformas iniciales

Las transformaciones desde 1989 no hubieran sido posibles sin un cúmulo de reformas previas que al modificar la estructura de la intermediación financiera crearon un ambiente propicio para que en México se adaptara el sistema financiero a los requerimientos impuestos por la dicotomía financiera que demanda la globalización.

La transformación estructural y modernizadora del sistema financiero mexicano se inició en los años setenta por medio de tres líneas de acción básicas. Una es el apoyo legal que en 1973 se da para fomentar la salida de los bancos mexicanos al exterior. Una segunda línea es la de la conversión, en 1974, de la banca especializada, que había sido organizada por la Ley bancaria de 1941, en banca múltiple (Cardero, Quijano y Manzo, 1983). Se amplía y da más libertad de acción a la estructura especializada de la banca comercial al promover la diversificación ofrecida por los bancos de depósito, los bancos hipotecarios y las instituciones de ahorro. El propósito fue la promoción de una banca que permitiera la fusión de diversas instituciones de crédito para que realizaran operaciones conjuntas que hasta entonces tenían que ser realizadas separadamente. La tercera línea de acción fue la del establecimiento de mercados de activos financieros a partir de la Bolsa de Valores. Con la Ley del Mercado de Valores de 1975 se actualizó la estructura de este mercado y simultáneamente se creó un marco jurídico para el funcionamiento de la bolsa bajo una adecuada regulación que asegurara liquidez, facilitara diversidad y proporcionara seguridad. Ello da inicio a la etapa de institucionalización de la Bolsa Mexicana de Valores por la creación de organismos de coadyuvancia a este funcionamiento como la Comisión Nacional de Valores. Se dio así el paso definitivo para la creación de un mercado de capitales nacional al dejar de ser la Bolsa una institución auxiliar del crédito.

En 1977 se complementan estas iniciativas al autorizar la diversificación de los instrumentos de depósitos con la creación de cuentas bancarias con fechas predeterminadas de retiro y al permitir que las tasa de interés ya no se mantuvieron completamente fijas aunque el Banco de México mantuvo la facultad de determinar el rendimiento máximo de estos instrumentos. Adicionalmente se da la creación, en 1978, de los Certificados de la Tesorería (CETES) como un mecanismo que permite la emisión directa de deuda pública interna. En ese mismo año se da el paso de promover el surgimiento de un centro financiero

internacional en México para lo cual se autorizan las operaciones de depósito y de préstamo con no residentes en el país.

Los mercados de capital y de dinero encontraron su primer impulso en la creación de un mercado de deuda pública. Se liberó a los bancos de las transferencias obligatorias de crédito al gobierno como un paso ineludible para lograr la liberalización del sistema bancario al descargarlo de su tarea de proveedor de crédito al gobierno. Este paso fue considerado como fundamental para la salud macroeconómica y la mejor asignación de recursos al igual que lo fue para encausar el afianzamiento de mercados financieros y por ende la dicotomía estructural. No desaparece, sin embargo, el papel que juega el estado pero lo hace por medios indirectos. En el mercado de dinero la tasa de rendimiento de los CETES llegó a ser la más representativa. Esto hace igualmente imperiosa la evolución hacia tasas de interés más libremente determinadas, y en la medida que el sistema se internacionaliza, más en conformidad con la ley de un precio único.

Hasta mediados de la década de los setenta las tasas pasivas como las activas estaban bajo rígido control oficial con reglas definidas para la asignación del crédito. La mayor competencia que se indujo con los cambios estructurales para la creación del mercado de deuda obligó a una mayor competencia en la determinación de las tasas de interés. El primer paso en esta dirección se da en 1974 cuando se inicio su adecuación en concordancia con el incremento en precios. A este fin se instrumento una tasa representativa de las condiciones del mercado por medio de un promedio ponderado de las tasas de depósito. La función de esta tasa, conocida como el costo porcentual promedio (CPP), fue la de servir de indicador del costo del fondeo y del crédito lo cual permitió avanzar en la desregulación financiera para imponer en su lugar las decisiones del mercado de crédito.<sup>4</sup>No obstante, hay que esperar hasta 1988 para que se dé una liberación total de las tasas pasivas como resultado de la propia expansión del mercado de dinero pero igualmente por la necesidad de dar una respuesta de política monetaria en la lucha anti-inflacionaria.

Otras decisiones que complementaron este ambiente de desregulación fueron: 1) la abolición final del sistema de créditos forzosos a tasas preferenciales para ciertas actividades prioritarias y 2) la substitución del requisito de reserva, que había llegado hasta

---

<sup>4</sup>Se mantuvieron bajo control, sin embargo, algunas tasas de interés para apoyar la política de desarrollo sectorial en la agricultura y la vivienda fundamentalmente.



el 90 por ciento del valor de los depósitos, por un coeficiente de liquidez de sólo el treinta por ciento de dicho valor. Estos cambios fueron enfocados al logro de dos objetivos: otorgar rendimientos atractivos al ahorrador y promover tasas de interés reales. De no lograr estos objetivos, se presentarían condiciones adversas al desarrollo pues tasas de interés elevadas ocasionarían un problema tanto al gobierno como a las empresas al hacer difícil la expansión del crédito interno. En esta forma, "a partir de 1989 el sector bancario, operó con tasas de interés de fluctuación libre, ya que no se tenía que girar alrededor del CPP, pudiendo ofrecer los bancos tasas más competitivas con base a su productividad. La tasa líder continuó siendo la de los CETES a 28 días, pero nada más como parámetro de comparación. Casi se eliminaron los cajones de inversión bancarios y los topes para la emisión de aceptaciones bancarias" (Ortega, p. 46).

La nacionalización de la banca en septiembre de 1982, es otro episodio que juega un papel central en estas transformaciones estructurales. Paradójicamente, esta acción del Estado Mexicano contribuyó radicalmente a asentar el nuevo patrón financiero del país. Si bien, esta medida inicialmente ocasionó la ruptura de los grupos económicos que controlaban los bancos también ocasionó que se acelerara el paso para consolidar la dicotomía entre intermediarios bancarios y mercados de activos financieros.

Como respuesta a la crisis de la deuda la nacionalización de la banca ofreció la oportunidad para impulsar el crecimiento de la intermediación financiera no bancaria como un medio para encontrar nuevas formas de financiamiento que tan urgentemente el país necesitaba para hacer frente a la crisis. Al ser las casas de bolsa las instituciones financieras menos desarrolladas del sistema financiero la política de cambio estructural fue orientada a su fortalecimiento. El primer paso fue su desvinculación de las Sociedades Nacionales de Crédito para lo cual se estableció que estas Sociedades sólo podían operar en el mercado de valores en forma indirecta a través de las casas de bolsa.<sup>5</sup> Los cambios más sobresalientes que las favorecieron fueron: reducción del encaje legal del 50 al 10%, desvinculación de las reservas respecto a la emisión primaria y la prohibición de que las SNC participaran patrimonialmente en las casas de bolsa. Se impulsó así el establecimiento de sociedades de inversión.

En este nuevo contexto estructural y en las condiciones inflacionarias que

---

<sup>5</sup>No debe minimizarse el hecho que en la creación y asignación de las casas de bolsa se les dio prioridad a los exdueños de los bancos expropiados.

caracterizaron a los años subsecuentes a la nacionalización el entorno de inestabilidad de precios se constituyó en el impulso principal a la innovación financiera al demandar el sistema instrumentos financieros con un alto grado de liquidez y de corto plazo. La regulación y la burocratización se han adelantado como factores que incapacitaron a los bancos a responder en forma ágil e inmediata a los retos que imponía la crisis por la que atravesaba la economía mexicana. Estas características sí las pudieron tener los intermediarios no bancarios al estar bajo una regulación más favorable lo cual les permitió responder más ágilmente a la crisis.

En respuesta los bancos demandaron modificaciones a la regulación existente para poder competir frente a los no bancos. En 1985 se otorgó, en consecuencia, mayor capacidad de competencia a los bancos al ser autorizados para emitir bonos bancarios y obligaciones subordinadas y al ser facultados para asumir obligaciones por cuenta de terceros, otorgar aceptaciones o avales a título de crédito y recibir depósitos en administración de títulos y valores. Estas modificaciones comprueban la naturaleza irreversible de la dicotomía en la que se sustenta el sistema financiero moderno. Los bancos no dejan de existir sólo sus capacidades se amplían para que puedan operar también como intermediarios bursátiles. Aún en estas condiciones de desventaja la banca nacionalizada logró superar deficiencias estructurales heredadas, como lo apuntó en su momento la Asociación Mexicana de Bancos: "El balance es positivo en términos generales: mejoraron los índices de capitalización, rentabilidad, eficiencia y productividad y se diversificó ampliamente el catálogo de productos y servicios. No obstante, permanecieron casi constantes la infraestructura física, los recursos crediticios y el capital humano." (AMB, 1991, p. 8). Más importante aún fue la capacidad que tuvo la banca nacionalizada para solventar el problema de cartera vencida.

La dinámica de transformación del sistema financiero nacional fue interrumpida temporalmente por el crac bursátil de 1987 que se inició el 6 de octubre desde el punto más alto del IP y C. Para el 7 de enero de 1988 el índice tocó fondo al llegar a 86,607 puntos con lo cual en tres meses la bolsa se desinfló 76.8%. La caída de la bolsa de valores de New York fue un factor determinante de este retroceso pero los errores propios cometidos en la dirección del mercado de valores mexicano no fueron menos relevantes. El acelerado crecimiento de la actividad bursátil frente a una actividad económica declinante perfila los

visos del carácter especulativo que había asumido el mercado secundario de capital.<sup>6</sup> La situación en México sólo reflejaba una imagen y semejanza de lo que ocurría a nivel global. El desplome bursátil y la inercia inflacionaria en la que ello ocurría, con un crecimiento de los precios cercano al 6% mensual, dieron origen a la fuerte fuga de capitales que culminó con la devaluación de 1987. Según Pedro Aspe estos factores fueron los que colocaron al país en el camino de la hiperinflación (p.27) y que obligaron a la concertación política del PSE, como se verá más adelante.

Los cambios legislativos y estructurales del sistema financiero han hecho que México se ajuste a la tendencia impuesta por la globalización en el funcionamiento del capital. Los cambios han estado orientados a lograr una transformación estructural del sector en una perspectiva que enfatiza el funcionamiento bursatilizado de la economía tal como lo requiere la dinámica de internacionalización financiera que se ha venido imponiendo a nivel mundial desde inicios de la década de los años setenta a partir del derrumbe de los acuerdos cambiarios de Bretton Woods. Con la aparición de la crisis de la deuda externa de los países en desarrollo que inauguró México con la solicitud de moratoria en agosto de 1992, el proceso se acentúa y acelera. El asentamiento de la dicotomía financiera constituye el mecanismo para eliminar la amenaza de un desastre financiero internacional ocasionado por la quiebra de algunos de los principales bancos del sistema ante la incapacidad de pago de un amplio grupo de países en desarrollo. La nueva estructura facilita los fondos que se requieren al tiempo que diluye los riesgos que toman los intermediarios y maximiza sus ganancias.

## **5. Internacionalización financiera y dicotomía**

### **5.1 Los indicadores bancarios**

La transformación del sector financiero mexicano de un sistema sustentado en actividades de depósitos, como lo son los que realiza la banca tradicional a otro que

---

<sup>6</sup> Es instructivo observar el llamado de atención que al respecto hace Córdoba Montoya al aceptar el comportamiento especulativo al que puede llevar el mercado de valores "Un involucramiento indiscriminado de la clase media en este mercado puede ser inconveniente (nexos, p. 40). Sostiene que el peso de la inversión no institucional amplía las variaciones de precios lo cual puede inducir fugas de capital por un clima de insatisfacción público. En consecuencia la solución debe ser una autoridad fuerte ante el crecimiento financiero no bancario.

progresivamente se sustente más en actividades no bancarios no significa la desaparición de los bancos. Como instituciones continúan existiendo pero la naturaleza de sus operaciones no es la misma. Lo que significa es una mayor sofisticación del proceso de intermediación financiera al pasar del mecanismo depósito-préstamo al del proceso de intermediación financiera de la bursatilización. La actividad de convertir depósitos de corto plazo en préstamos de largo plazo es así sustituida por la emisión de instrumentos financieros.

El fenómeno en México se manifiesta, entonces, por los cambios que ocurren en la operación de los bancos como en la operación de instituciones financieras no bancarias. Al examinar el proceso se verán primeramente indicadores de la banca para luego presentar la evidencia no bancaria.

El declive de la captación tradicional dentro de la captación total de los intermediarios bancarios es una primera manifestación del fenómeno. Ello se puede apreciar por medio de varios indicadores:

1) En primera instancia están las modificaciones en la estructura de captación de los depósitos. En el cuadro 2 y la gráfica 3 se aprecian las tendencias en la captación directa de pasivos por parte de la banca. La curva muestra la proporción de la captación bancaria con relación a los pasivos bancarios totales como una razón que disminuye constantemente entre 1982 y 1992 al pasar del 72.6% al 54.4%. Desde entonces, la tendencia se revierte ligeramente para llegar al 58.2% en 1996. Ello ejemplifica la reducción del espacio de la actividad tradicional bancaria de captar recursos de corto plazo para convertirlos en préstamos de largo plazo, lo cual aduce a modificaciones importantes en el nivel como en la dinámica de la captación de pasivos por parte del sistema bancario.

En la gráfica 4 se aprecian otros dos indicadores de esta tendencia: la proporción que tienen las carteras de crédito y de valores de los bancos respecto de los activos totales. Estas tendencias confirman el fenómeno postulado al mostrar que la proporción de la cartera de valores con relación al activo total incremento en forma más o menos constante entre 1984 y 1991, pasando del 3.7 al 28.6% aunque luego se reduce a un promedio anual de 19.6% entre 1992 y 1996. Por su parte, la proporción de la cartera crediticia a activos totales creció de 43.7% en 1982 a 63.4% en 1987, para luego caer hasta el 55.4% en 1996. No obstante los altibajos estas modificaciones apuntan al creciente alcance de los valores financieros sobre el crédito bancario como actividad normal de los intermediarios

bancarios, aunque se aprecia que el proceso tuvo su clímax a principio de los noventa para luego sufrir un relativo estancamiento entre 1992 y 1994. Este es un hecho contradictorio, al ser estos los años de mayor influjo de capitales internacionales.

**Cuadro 2. Banca mexicana: Indicadores de bursatilización de la banca mexicana**

Saldos nominales en millones de pesos

Años	P A S I V O S					A C T I V O					
	Totales	Capta n/1	T.C%	Capta r/2	Captan/tot	Totales	Ccredit/3	Cvalores/4	Ccred/Actot	Cvalor/Actot	Cval/Ccred
1982	3.378	2.452		2.452	72,6	3.474	1.518	188	43,7	5,4	12,4
1983	6.159	4.084	66,6	2.259	66,3	6.350	2.952	240	46,5	3,8	8,1
1984	9.971	6.924	69,5	2.406	69,4	10.259	5.192	377	50,6	3,7	7,3
1985	15.496	10.115	46,1	2.179	65,3	15.977	9.118	4.104	57,1	25,7	45,0
1986	32.342	20.334	101,0	2.097	62,9	33.438	19.584	7.225	58,6	21,6	36,9
1987	76.283	50.225	147,0	1.999	65,8	78.763	50.326	14.425	63,9	18,3	28,7
1988	100.322	67.013	33,4	1.758	66,8	107.895	58.218	26.721	54,0	24,8	45,9
1989	151.068	100.899	50,6	2.212	66,8	161.484	91.656	33.573	56,8	20,8	36,6
1990	251.583	157.498	56,1	2.671	62,6	267.232	143.454	57.210	53,7	21,4	39,9
1991	385.307	235.668	49,6	3.610	61,2	390.307	211.964	111.715	54,3	28,6	52,7
1992	463.193	252.118	7,0	3.845	54,4	415.132	247.367	75.691	59,6	18,2	30,6
1993	477.093	293.967	16,6	4.239	61,6	510.805	295.054	93.243	57,8	18,3	31,6
1994	684.764	379.227	29,0	5.468	55,4	724.273	405.758	153.122	56,0	21,1	37,7

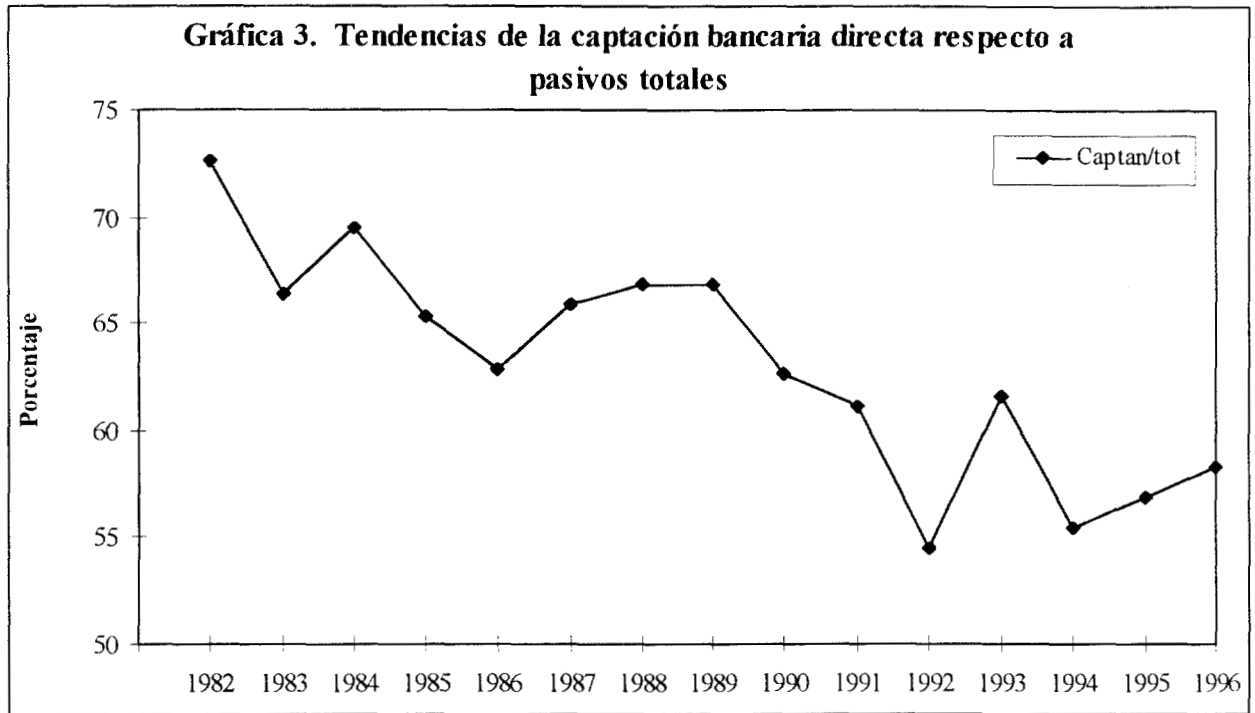
1. Capación directa; 2. Capatación directa real 1982=100; 3. Cartera de crédito vigente; 4. Cartera de valores operativa+institucional

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores, BOLETIN ESTADISTICO DE BANCA MULTIPLE. 1982-1992: Boletín Histórico, Mayo 1994; 1993-1996: Junio, 1997.

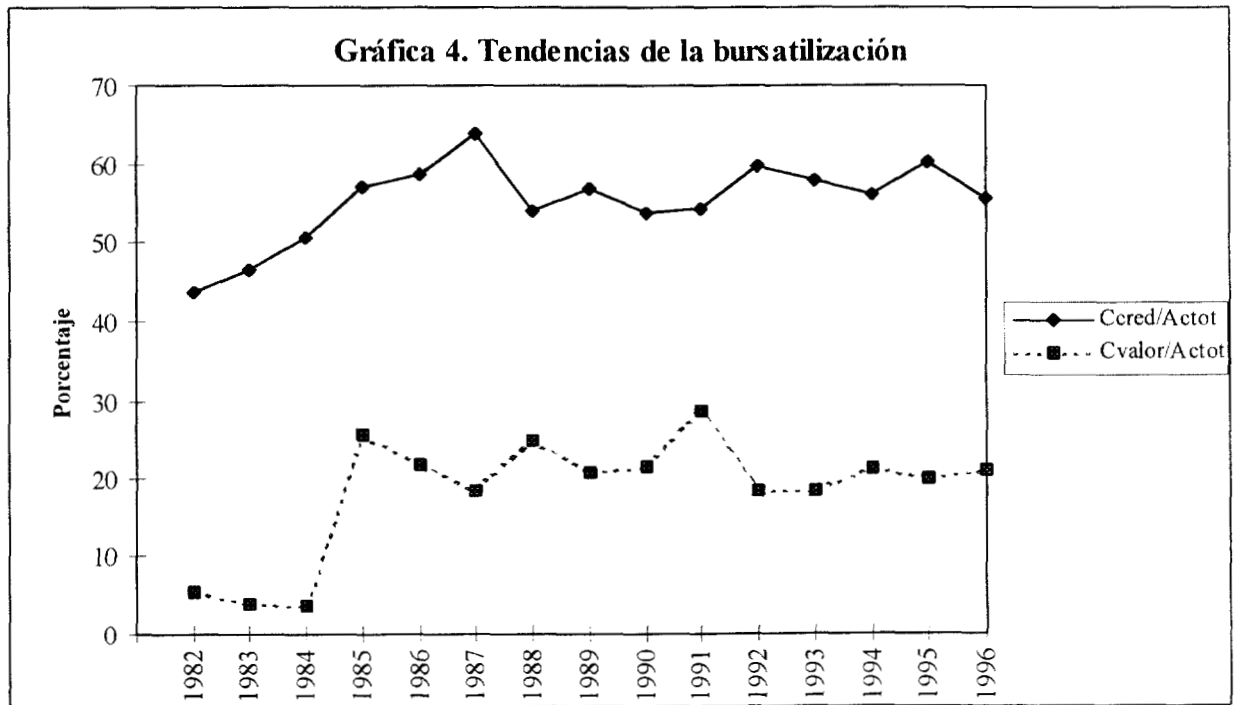
2) Un indicador adicional de la intensificación de la bursatilización del sistema bancario se manifiesta en el crecimiento de los depósitos por cuenta de terceros. En el periodo 1980-1987, según la AMB, esta actividad tuvo un crecimiento de 309.8 por ciento (1991, p. 16-17). Entre 1988 y 1996 la fortaleza de esta actividad fue menos espectacular, aunque su crecimiento de 158%, según cálculos con datos la CNBV (cuadro 3), no es nada despreciable.

3) Las fuentes de rentabilidad de la actividad bancaria son formas alternativas para medir el fenómeno de su bursatilización. Comúnmente, la rentabilidad financiera se mide por medio del margen de utilidad o por la relación entre el margen financiero y el ingreso financiero. Si bien estos indicadores muestran la capacidad de los bancos para obtener ganancias en realidad ellos no son buenos indicadores de la dicotomía planteada ya que incluyen ganancias obtenidas por actividades tradicionales de depósito-préstamo como por

los no tradicionales.



Fuente: Cuadro 2.



Fuente: Cuadro 2.

Para medir la diferencia en rentabilidad entre unas y otras se requiere de indicadores de ingresos devengados por fuentes diferentes a los intereses cobrados por el otorgamiento de préstamos, tales como comisiones, honorarios o intereses devengados por valores. En el cuadro 3 y la gráfica 5 se presentan algunos de estos indicadores. En primer lugar se postula la relación entre el ingreso no tradicional y el ingreso financiero. La orientación de esta tendencia de 1984 a 1996 es de continuo crecimiento al pasar del 5 al 49.6 por ciento del total. Se deduce de esta información que los bancos han devengado una parte cada vez mayor de sus ganancias de actividades no tradicionales. La mayor importancia de estas actividades se confirma al examinar las tendencias de los intereses devengados por tipo de cartera con relación al ingreso financiero. Así, mientras la proporción de intereses devengados por la cartera de créditos muestra movimientos cíclicos muy fuertes la proporción obtenida por la cartera de valores muestra un crecimiento continuo e ininterrumpido, desde 1987 hasta 1996 al pasar del 4.7% al 44.2%.

4) Un último indicador de esta dicotomía lo sitúo en la estructura operativa de los bancos. En México se observa una reducción drástica en el número de instituciones bancarias. Según datos de la CNBV, cuadro 4, se tiene una reducción del 60% en el número de instituciones al pasar de 48 bancos en 1982 a 19 en 1987-1989. De 1990 a 1996 la cantidad de bancos ha crecido hasta 41 de los cuales 23 son nacionales y 18 filiales del exterior. La reducción fuerte que se da entre 1982 y 1987 es parte del proceso de reestructuración a que llevo la nacionalización de la banca. El número de sucursales, sin embargo, permaneció relativamente estable hasta 1992. En 1993 se dio una reducción del 15%, pero a partir de entonces hasta 1996 se ha visto un crecimiento del 66 por ciento. El salto mayor ocurre en 1996 cuando se instalaron 1495 de las 2501 sucursales adicionales, esto es el 59.8 por ciento del total. Estas dos tendencias recientes de crecimiento en el número de bancos y de sucursales requieren ser contrastadas con la que presenta el total de cuentas bancarias. Inicialmente se da un crecimiento de 14.29% entre 1982 y 1987 cuando alcanzan su máximo con 36.5 millones de cuentas, pero es la distribución del tipo de cuentas el hecho significativo. Así, las de cheques permanecieron estables al pasar del 6 al 7% del total, mientras que las de inversión crecieron del 15 al 28% del total. Estos crecimientos se dieron a costa de las cuentas de ahorro que se redujeron del 79 al 66% del total. Parece evidente que el proceso inflacionario del periodo indujo a buscar mejores alternativas para mantener

el valor real de los depositantes al igual que una mayor eficiencia de los bancos al reducir sus costos. Este último objetivo puede ser observado al considerar que al crecimiento de cuentas no correspondió el número de empleados por sucursal, el cual apenas se incrementó al pasar de 34 a 35.8.

**Cuadro 3. Banca mexicana: fuentes de la rentabilidad bancaria**

Saldos corrientes en millones de pesos

Año	Y Fin	Y Trad	Y no tradi	Ynotra/Yfin	i Ccred	iCred/Yfin	i por Cval	iCval/Yfin	Mar util	Marfin/Yfin	Oper ter
1982	804,1	754,0	50,1	6,2%	97,3	12,1%	674,2		1,9	12,9	
1983	1837,2	1735,1	102,1	5,6%	168,4	9,2%	779,1		1,6	9,3	
1984	3014,2	2863,3	150,9	5,0%	300,3	10,0%	149,0	4,9%	2,2	11,1	
1985	4997,4	4678,5	318,9	6,4%	548,1	11,0%	242,7	4,9%	2,3	10,3	
1986	11558,6	10898,0	660,6	5,7%	1134,2	9,8%	2087,8	18,1%	2,7	9,1	
1987	29582,2	27587,0	1995,2	6,7%	2806,5	9,5%	1397,6	4,7%	3,3	8,1	
1988	39410,2	35960,9	3449,3	8,8%	31578,4	80,1%	4024,9	10,2%	4,9	13,5	52966,0
1989	36601,0	32609,5	3991,5	10,9%	9168,1	25,0%	3358,8	9,2%	5,8	20,3	150217,0
1990	62533,9	56824,0	5709,9	9,1%	14376,6	23,0%	5755,7	9,2%	4,9	20,3	105770,7
1991	72139,5	65124,6	7014,9	9,7%	21219,5	29,4%	11438,7	15,9%	5,5	25,1	32449,6
1992	73980,3	55230,1	9763,2	13,2%	50957,7	68,9%	14267,7	19,3%	7,2	30,9	52490,1
1993	92987,1	70514,3	22472,8	24,2%	65948,3	70,9%	15223,3	16,4%	7,4	31,7	59973,1
1994	104077,5	78861,3	25216,2	24,2%	74082,1	71,2%	19484,0	18,7%	2,8	30,1	71651,9

Ccred = cartera de crédito; Cval = cartera de valores; oper ter = operaciones de banca de inversión por cuenta de terceros

Y tradicionales = interés por Ccred + comisiones por Ccred

Y no tradicionales = Y por servicios + otras comisiones y premios pagados + otros Y de operación + recuperaciones + otros costos

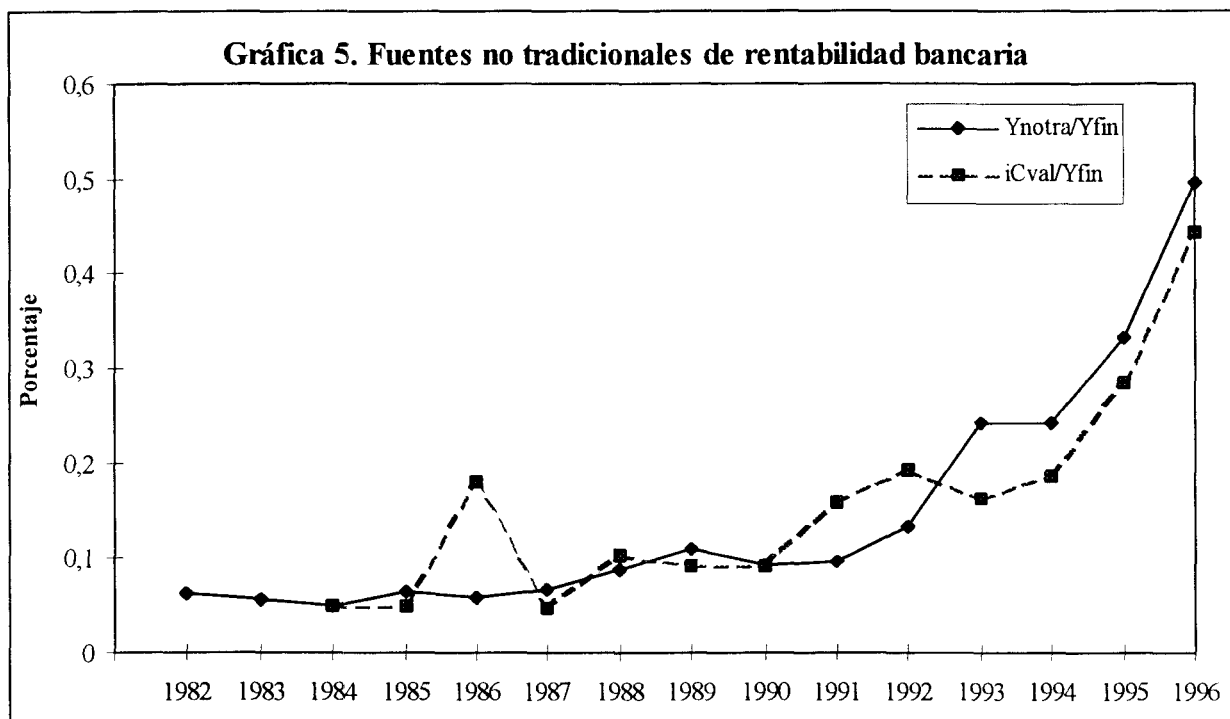
Margen fin = Y fin - costo fin

Mar de util = Utilidad neta/ Ingreso total

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores, BOLETIN ESTADISTICO DE BANCA MULTIPLE. varios números.

De 1988 a 1993 ocurre un elocuente reacomodo de cuentas al darse una cancelación del 69.4% de las cuentas totales que pasan de 36,531,006 a finales de 1987 a 11,180,649 a finales de 1993. Esta caída, que implicó la desaparición de 25,350,363 cuentas bancarias en seis años, significó la desaparición del 79.9% de las cuentas de ahorro y una misma del 86.3% de las cuentas de inversión que se reducen hasta el 19% del total, mientras que los cheques crecen hasta el 34%. En los tres años finales desaparecieron dos millones más de cuentas de ahorro a la par que las de cheques crecieron hasta el 51% del total y las de inversión recuperaron espacio hasta constituir el 29% del total. El hecho sobresaliente es que son las cuentas de cheques las únicas que se incrementan constantemente con un aumento del 111.70% entre 1982 y 1996.





Fuente: Cuadro 3.

**Cuadro 4: Estructura del sistema bancario mexicano**

Años	No. bancos	No. sucursales	Total	C U E N T A S				Empleo	E/S		
				Cheques	%	Ahorro	%			Inversión	%
1982	48	4.453	31.962.053	2.037.562	6	25.122.209	79	4.802.282	15	151.430	34.0
1983	31	4.486	34.243.385	2.208.949	6	25.749.851	75	6.284.585	18	159.567	35,6
1984	28	4.489	34.630.481	2.438.739	7	25.873.313	75	6.318.429	18	162.355	36,2
1985	26	4.455	35.340.354	2.292.535	6	26.381.144	75	6.666.675	19	153.881	34,5
1986	21	4.435	35.959.194	2.253.465	6	25.097.152	70	8.608.577	24	154.666	34,9
1987	19	4.476	36.531.006	2.482.027	7	23.930.656	66	10.118.323	28	160.075	35,8
1988	19	4.498	31.391.725	2.614.672	8	22.930.388	73	5.846.665	19	159.066	35,4
1989	19	4.511	27.333.656	2.592.740	9	20.009.840	73	4.731.076	17	160.667	35,6
1990	20	4.482	23.281.794	2.911.302	13	17.093.488	73	3.277.004	14	166.654	37,2
1991	20	4.493	21.590.501	3.510.089	16	15.538.294	72	2.542.118	12	166.035	37,0
1992	20	4.447	13.177.052	3.785.347	29	6.929.211	53	2.462.494	19	166.263	37,4
1993	20	3.763	11.180.649	3.756.262	34	5.155.242	46	2.269.145	20	131.235	34,9
1994	23	4.335	11.485.645	4.313.628	38	4.786.263	42	2.385.754	21	126.738	29,2

E/S: empleados por sucursal

FUENTE: Comisión Nacional Bancaria y de Valores. 1982-1992: Banca Múltiple, Dic 1982-Dic 1993, mayo 1994. 1993-1996: Boletín Estadístico de Banca Múltiple, diciembre 1996.

Estos son los resultados a esperar cuando el sistema financiero experimenta la dicotomía apuntada. Los bancos pierden espacio por una reducción de sus actividades de

inversión y de ahorro que ahora pasan a formar parte de la actividad no bancaria. Los intermediarios bancarios, no obstante, intentan recuperar mercado al hacer crecer la actividad propia de su oficio, esto es la toma de depósitos de corto plazo por medio de cuentas de cheques y de nuevas actividades de inversión y al mejorar su productividad reduciendo sus costos, por lo cual la relación empleados por sucursal se reduce de 37.2 en 1990 a 20.9 en 1996.

## **5.2 Los indicadores no bancarios**

La aparición de instituciones financieras no bancarias o el fortalecimiento de algunas de ellas que ya existían es prácticamente un prerequisite de la dicotomía financiera. Cabe recordar, sin embargo, que la esencia del fenómeno se encuentra en las nuevas formas de hacer negocios en la industria financiera y no en las instituciones. Como se vio en el inciso anterior la banca continua pero su función y formas de operación se han transformado. Las formas del crédito se han alterado favoreciendo la emisión de un sinnúmero de títulos comerciales a costa de los préstamos tradicionales. Este paso que aparenta un alto grado de empirismo tiene un gran fondo conceptual. La esencia de esta transformación esta en la naturaleza misma del dinero y la de otros activos líquidos que hacen cada vez más difusa la diferencia entre uno y otro. En este contexto un primer elemento a considerar es la transformación que experimenta el dinero o más bien las formas que asume el dinero. En el cuadro 5 se puede captar la esencia de esta transformación en México. En 1950 el dinero eran los componentes de M1 al constituir el 86.11 por ciento de los agregados monetarios. Se empezaban a perfilar los instrumentos de corto plazo bancarios pero apenas constituían menos del 14 por ciento del total. No había duda en estas condiciones a que se denominaba dinero. Paulatinamente esta solides de los billetes, las monedas y las cuentas de cheques como el instrumento monetario par excellence se fue diluyendo hasta alcanzar su más mínima expresión en 1990 con tan sólo el 17 por ciento. En 40 años se ha dado un vuelco total en estas proporciones para acomodar a los instrumentos financieros que han ido tomando el lugar de la moneda constante y sonante. Como se aprecia en el cuadro, en un principio fueron los instrumentos bancarios de corto

plazo los que asumieron el papel. Ello ocurre entre 1965 y 1985 en que estos instrumentos constituyeron, en promedio, el 60 por ciento de los agregados monetarios pero con la aparición de los instrumentos no bancarios de corto plazo y los bancarios y no bancarios de largo plazo esta situación se modifica substancialmente en los siguientes 10 años. En particular, los instrumentos no bancarios llegan a ser algo más de la cuarta parte (28.6 %) del total para 1993.

<b>Cuadro 5. ESTRUCTURA DE LOS AGREGADOR MONETARIOS</b>										
	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1992	1993	1994
M1=billetes y monedas	62,88	48,43	33,73	35,33	35,17	22,61	17,23	27,2	25,33	21,19
c.cheque MN										
c.cheque ME										
M2=M1+inst. banc. corto plazo	37,11	51,56	66,26	64,66	53,89	60,53	44,53	42,4	37,06	39,8
con venc. hasta 1 año										
MN										
ME										
aceptaciones bancarias										
MN										
ME										
M3=M2+inst. no banc. a corto plazo	0	0	0	0	2,78	6,9	25,4	11	15,82	18,62
Cetes										
Tesobonos										
Pagafes										
Bondes										
Papel comercial										
M4=M3+inst. a largo plazo+FICORCA	0	0	0	0	8,14	9,92	12,94	19,2	21,77	20,37
Inst.banc.a larg. plazo	0	0	0	0		1,82	3,9	6,6	9,01	10,95
Venc. mayor a 1 año										
MN										
ME										
Inst. no banc.a larg.plazo	0	0	0	0		3,56	6,15	11,4	10,02	5,5
Petrobonos										
Ajustabonos										
Bonos de indemniza. banc.										
Bonos de renova. urb.										
Udibonos										
Oblig. quirografarias										
Oblig. hipotecarias										
Pagarés de emp. priv.										
Ficorca	0	0	0	0		4,54	2,89	0	0	0
MN										
ME										
Fondos SAR	0	0	0	0		0	0	1,2	2,73	3,92

FUENTE: Indicadores Económicos, BANCO DE MEXICO.

La mayor participación de instituciones financieras no bancarias en la actividad

financiera es obviamente un indicador de la fuerza con la que se proyecta la dicotomía financiero. Estas organizaciones han encontrado su lugar en México con la aparición de fondos de fomento, empresas de factoraje, almacenadoras y arrendadoras financieras pero en particular con las sociedades de inversión. Además, existe el nuevo papel que juegan las instituciones de seguros. En el cuadro 6 se presentan los recursos totales con que cuentan este tipo de instituciones.

**Cuadro 6. recursos del sistema financiero bancario y no bancario.**

	1980	1982	1985	1989	1990 %		1994 %	
					RECURSOS	TOTALES		
<b>INTERMEDIARIOS DE DEPOSITO</b>								
Banca Comercial	1433	3973	16330	155854	238251	61,5	1171386	69,1
Banca de Desarrollo	845	3589	14262	109305	103773	26,8	365192	21,5
Subtotal	2278	7562	30592	265159	342024	88,25	1536578	90,66
<b>INTERMEDIARIOS NO DEPOSITO</b>								
Instituciones de Seguros	64,84	173,28	1009,79	11107	14752	3,79	36590	2,16
Fondos de Fomento Económico			1532,34	13445	14408	3,70	54317	3,20
Empresas de Factoraje Financiero					7129	1,83	22109	1,30
Arrendadoras Financieras				3717	9245	2,37	42644	2,52
Almacenes Generales de Depósito					0	0,00	2565	0,15
Subtotal					45534	11,69	158225	9,34
<b>TOTAL</b>					<b>387558</b>	<b>100,0</b>	<b>1694803</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Banco de México, INDICADORES ECONÓMICOS, varios números.

**Cuadro 7. Fuente del crédito privado.**

AÑO		1990	1991	1992	1993	1994
<b>FUENTES PRIVADAS</b>	<b>TOTAL</b>	<b>210260</b>	<b>315965,5</b>	<b>451613,1</b>	<b>566658,8</b>	<b>785977,9</b>
<b>INSTITUCIONES DE DEPÓSITO (BANCOS)</b>		<b>78,34</b>	<b>78,62</b>	<b>78,88</b>	<b>79,41</b>	<b>79,87</b>
<b>ORG.FINANCIERAS NO BANCARIAS</b>		<b>21,66</b>	<b>21,38</b>	<b>21,12</b>	<b>20,59</b>	<b>20,13</b>
Inversión en valores		3,94	3,40	3,13	3,45	3,38
Cartera de créditos		12,12	13,06	13,49	12,95	12,74
<b>A. ALMACENADORAS</b>		<b>0,00</b>	<b>0,49</b>	<b>0,44</b>	<b>0,39</b>	<b>0,33</b>
Inversión en valores		0,00	0,02	0,03	0,02	0,01
Cartera de créditos		0,	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>B. ARRENDADORAS1</b>		<b>4,40</b>	<b>5,45</b>	<b>5,79</b>	<b>5,68</b>	<b>5,43</b>
Inversión en valores		0,14	0,09	0,15	0,17	0,16
Cartera de créditos		3,89	4,93	5,19	5,02	4,83
<b>C. ASEGURADORAS2</b>		<b>7,02</b>	<b>6,19</b>	<b>5,65</b>	<b>5,36</b>	<b>4,66</b>
Inversión en valores		3,46	2,96	2,75	2,75	2,21
Cartera de créditos		0,26	0,28	0,24	0,22	0,25
<b>D. FACTORAJE3</b>		<b>3,39</b>	<b>3,29</b>	<b>3,71</b>	<b>3,30</b>	<b>2,81</b>
Inversión en valores		0,15	0,13	0,09	0,05	0,08
Cartera de créditos		3,03	3,00	3,41	3,02	2,52
<b>E. FONDOS DE FOMENTO ECONÓMICO</b>		<b>6,85</b>	<b>5,95</b>	<b>5,53</b>	<b>5,85</b>	<b>6,91</b>
Inversión en valores		0,19	0,19	0,11	0,47	0,91
Cartera de créditos		4,93	4,86	4,65	4,68	5,14

Fuente: Banxico, INDICADORES ECONÓMICOS

Se ve en este cuadro que para 1990 este conjunto de instituciones habían crecido a cerca del 12 por ciento de los recursos totales del sistema. La participación de las instituciones de seguros y los fondos de fomento económico es la más significativa aunque posteriormente se reduce.

**Cuadro 8. Ahorro financiero por sector de origen**

	1975	1977	1980	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Total (Millones de pesos corrientes)	223,0	311,9	872,5	8685,0	13005,0	28612,0	80377,0	140190,0	220319,0	320775,0	351642,0	413289,0	644743,0	693550,0
<b>Captación Bancaria</b>	100,00	99,42	94,01	78,11	75,71	70,15	61,48	48,24	45,13	44,89	51,19	55,14	42,00	53,35
Instrumentos bancarios a CPI	48,29	36,42	29,95	76,57	73,49	67,73	58,96	46,45	42,56	41,28	45,23	47,68	33,79	41,84
Con venc. hasta 1 año				74,20	69,02	58,38	52,89	20,97	25,34	38,44	42,84	44,01	30,54	38,79
Aceptaciones bancarias				2,37	4,48	9,35	6,07	25,48	13,40	2,85	2,38	3,67	3,24	3,05
Instrumentos bancarios a LP2	52,06	63,00	64,06	1,54	2,21	2,42	2,52	1,79	2,57	3,61	5,96	7,46	8,22	11,51
Con venc. mayor de 1 año				1,54	2,21	2,42	1,28	1,79	2,57	3,61	5,96	7,46	8,22	11,51
<b>Captación no Bancaria<sup>3</sup></b>		0,58	5,99	21,89	24,29	29,85	38,52	51,76	54,87	55,11	48,81	44,86	58,00	46,65
A. Valores no gubernamentales				11,69	12,73	15,53	19,64	26,54	28,96	29,14	26,51	25,31	23,57	25,37
Instrumentos no bancarios a corto plazo				8,34	8,41	10,30	15,38	24,85	26,09	23,46	13,96	12,46	14,43	19,58
Papel Comercial				0,12	0,18	0,24	0,20	0,50	1,86	1,80	0,88	0,64	0,55	0,59
Instrumentos no bancarios de largo plazo				3,35	4,32	5,23	4,26	1,68	2,87	5,69	12,54	12,84	9,14	5,78
Obligaciones Quirografarias				0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Obligaciones Hipotecarias				0,10	0,10	0,12	0,09	0,06	0,08	0,10	0,28	0,30	0,17	0,19
Bonos de Indemnización Bancaria				1,02	0,50	0,26	0,07	0,06	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Bonos de Renovación Urbana				0,00	0,00	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00
Ficorca				3,11	5,52	6,91	6,48	5,14	3,49	2,67	1,33	0,00	0,00	0,00
Pagarés de Empresas Privadas				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,64	2,24	2,27	2,17
Fondos del SAR				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,33	2,49	4,13
B. Valores gubernamentales				10,20	11,56	14,32	18,87	25,22	25,91	25,96	22,31	19,55	34,43	21,28
Cetes				8,23	8,23	9,77	13,66	13,32	8,49	9,94	8,54	8,42	11,04	2,78
Tesobonos				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,09	0,04	0,28	0,25	0,70	15,79
Pagafés				0,00	0,00	0,29	1,08	2,30	0,35	0,16	0,02	0,00	0,00	0,00
Bonos				0,00	0,00	0,00	0,45	8,73	15,30	11,52	4,23	3,15	17,64	0,44
Petrobonos				1,97	3,33	4,26	3,69	0,87	0,37	0,30	0,00	0,00	0,00	0,00
Ajustabonos				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,32	4,01	9,23	7,73	5,04	2,28

FUENTE: BANXICO: Indicadores Económicos. Varios años.

NOTAS: Para 1977-1983: 1. Comprende: Depósitos de ahorro, depósitos retirables en días preestablecidos, depósitos a plazo fijo de un mes, certificados de depósito bancario a plazo de un mes.

2. Comprende: depósitos a plazo de 3, 6, 12, 18 y 24 meses; certificados de depósito bancario de 3, 6 y 12 meses, bonos hipotecarios especiales, pagarés, certificados financieros, títulos de capitalización, depósitos a plazo del programa especial, depósitos a plazo de 11 y 12 años.

3. Comprende: CETES, papel comercial, aceptaciones bancarias, petrobonos, bonos de indemnización bancaria, obligaciones quirografarias; en poder de sectores no bancarios.

Una visión alternativa y de más largo plazo es la que se tiene al examinar la captación del ahorro financiero por sector de origen como aparece en el Cuadro 8. El elemento que resalta a primera vista es que hasta 1975 todo el ahorro era captado por el sistema bancario. Desde entonces la captación no bancaria creció en forma acelerada hasta llegar al 55 por ciento del total en 1990. En los dos años siguientes sufre una merma para luego alcanzar su máximo nivel en 1993 con el 58 por ciento del total. Estas tendencias en la captación del ahorro financiero no dejan la menor duda sobre la importancia de la

dicotomía financiera en la economía mexicana al mostrar como los instrumentos no bancarios han desplazado a los bancarios desde su aparición a mediados de la década de los setenta. En la captación bancaria hay un desarrollo que merece mención. Ello es el rompimiento de la tendencia de dominación de los instrumentos de largo plazo que llegó a tener su máximo nivel en 1978 con el 69.54 por ciento del total. En 1984, sin embargo, esta tendencia prácticamente desaparece para que se consolide una captación de corto plazo que se fortalece con el crecimiento de la captación no bancaria. Por su parte, en esta opción de ahorro hay que destacar que la división entre valores gubernamentales y no gubernamentales es más o menos igual aunque el uso de estos últimos es ligeramente superior con 22.27 por ciento promedio anual entre 1984 y 1994 frente a 20.87 por ciento para los valores gubernamentales. De estos son los CETES el instrumento más favorecido aunque su proporción ha variado ampliamente al llegar su máximo nivel a 13.66 por ciento de la captación total en 1987 y su mínimo a 2.78 por ciento en 1994.

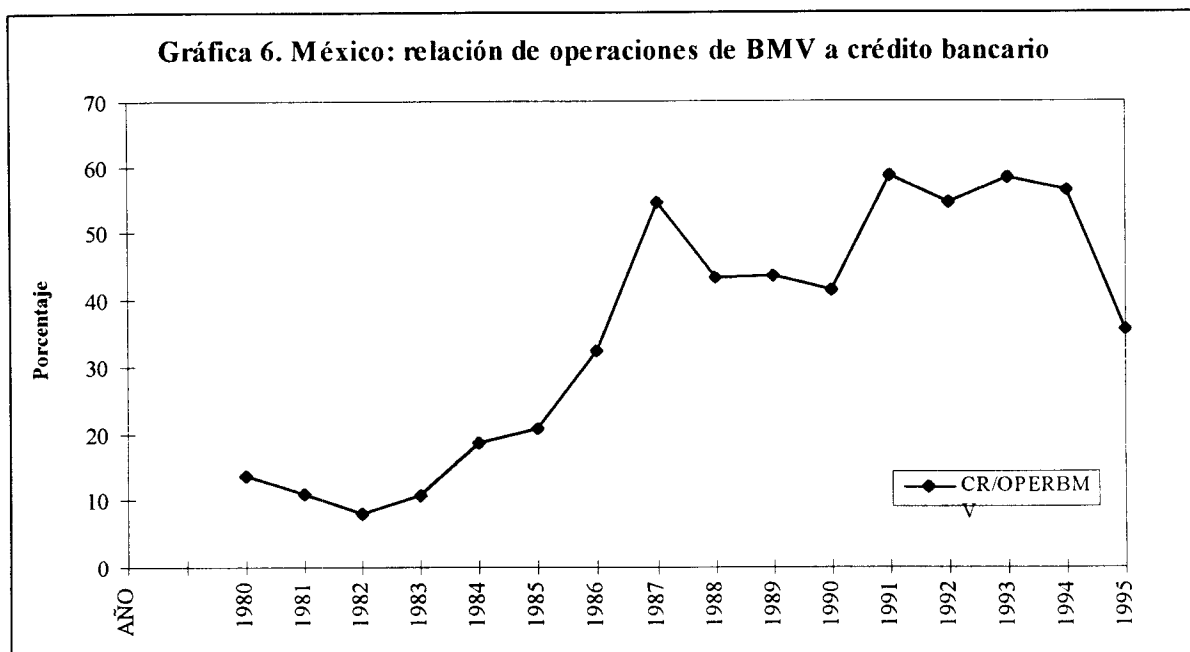
### **5.3 El mercado de valores**

Un elemento central de la nueva estructura financiera mexicana no bancaria es la bolsa de valores.<sup>7</sup> En el nuevo contexto además de facilitar capital a las empresas y de ser un medio para la captación de inversión extranjera la Bolsa asume igualmente la función de ser un instrumento para la desintermediación del sistema bancario en su conversión a intermediador bursátil. Esta última función, que es la que interesa puntualizar, se observa por la relación entre las operaciones de este mercado y el crédito otorgado por la banca comercial.

En 1980 las operaciones totales de la Bolsa alcanzaban apenas un volumen equivalente a 14 por ciento del crédito bancario comercial (gráfica 6) con cuyo nivel de actividad el índice de precios y cotizaciones (IPC) llegaba a 1.4 puntos. Es a partir de 1985 en que la Bolsa inicia un crecimiento a pasos gigantes, como se observa en la gráfica 7. Para 1987 las operaciones de la BMV alcanzan un nivel récord al llegar a un monto cercano al 55 por ciento del crédito bancario con lo cual el índice se colocó en 105.7 puntos.

---

<sup>7</sup>No obstante que sus orígenes datan del siglo pasado su importancia real se inicia a mediados de la década de los setenta (Caro, et al. 1995).



Fuente: Cuadro 9.

**Cuadro 9. Valor de las operaciones en la BMV**  
 Mercado de capitales, 1980-1996  
 Millones de pesos

AÑO	RENTA VARIABLE OPERADO \$	RENTA FIJA OPERADO \$	TOTAL OPERADO \$	CRÉDITO BANCARIO	CR/OPERBMV	BMV/PIB
1980	75	26	101	744	13.52	2.25
1981	102	17	120	1094	10.94	1.95
1982	44	114	158	1981	7.97	1.61
1983	135	219	353	3322	10.63	1.98
1984	371	678	1.049	5675	18.49	3.56
1985	1.131	9.227	10.358	9934	20.72	4.34
1986	3.701	3.094	6.795	21040	32.29	8.58
1987	23.025	5.723	28.748	52527	54.73	14.87
1988	17.545	9.875	27.420	63346	43.29	6.59
1989	35.779	8.456	44.235	101736	43.48	8.06
1990	54.601	13.099	67.700	163631	41.36	9.16
1991	119.603	24.616	144.219	245560	58.73	15.19
1992	156.466	35.313	191.779	351306	54.59	17.04
1993	200.225	54.557	254.782	437383	58.25	20.28
1994	298.646	50.378	349.024	617359	56.54	24.58

FUENTE: BMV, ANUARIO BURSATIL, varios años.

Para 1991 con un valor equivalente al 59 por ciento del crédito bancario la BMV alcanza su máximo nivel comparativamente al crédito bancario con lo cual el IPC llega a 1431.5. En sólo una década el IPC creció en más de 350 veces. En los siguientes tres años la BMV continua un crecimiento acelerado de su IPC hasta alcanzar los 2,602.6 puntos. No

obstante este auge de la bolsa el valor de sus operaciones se estanca relativo al crédito bancario para desplomarse luego de la devaluación de diciembre de 1994. La crisis cambiaria de diciembre de 1994 tuvo un impacto extraño sobre la BMV. Inicialmente sufrió un desplome que llevo el IPC a su nivel más bajo de 1832.8 puntos en marzo de 1995 para posteriormente recobrar fortaleza y terminar el año a un nivel de IPC (2778.5 puntos) superior al de diciembre de 1994.

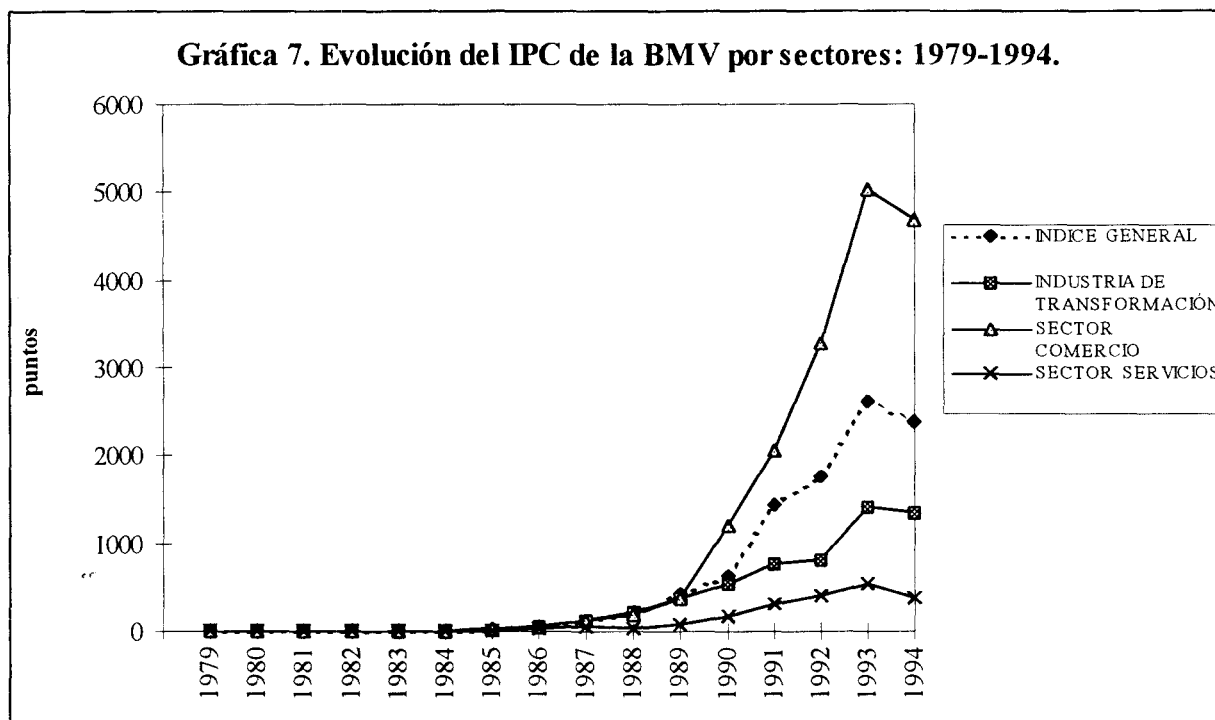
Hasta 1991 la evolución de la BMV encaja perfectamente en el comportamiento que se debería de esperar de la dinámica de dicotomización pero no así la evolución de los tres años subsecuentes en que el crecimiento del valor de las operaciones en Bolsa se estanca respecto del crédito bancario. Este estancamiento es aún más inesperado si se considera que estos son los años de mayor entrada de inversión extranjera de cartera al país y que buena parte de ella entro al mercado accionario, como se observa en el cuadro 13.

Otro indicador que destaca el crecimiento de la actividad bursátil es el de operaciones de la BMV respecto al PIB. En 1982 estas operaciones equivalían a sólo el 1.95 por ciento del PIB, una década después equivalían al 15.16 por ciento y para 1994 llegaron al nivel proporcional más alto de 24.58 por ciento. Ello significa que en menos de tres lustros las operaciones de la BMV alcanzaron un nivel equivalente a una cuarta parte del PIB nacional. Estos datos reflejan que el monto de los recursos en el mercado de valores se ha incrementado más que proporcional al crecimiento del crédito bancario y del PIB nominales durante la última década. De hecho, de 1981 a 1994 el crecimiento de las operaciones de la BMV se dio a una tasa promedio anual de 77 por ciento, aunque en realidad su mayor dinamismo se dio de 1981 a 1987 con una tasa de 108 promedio anual que se redujo a 47 por ciento de 1988 a 1994. Este extraordinario crecimiento del mercado accionario es debido principalmente a la participación de los instrumentos de renta variable que en promedio anual constituyeron el 64 por ciento de los instrumentos operados a lo largo de este periodo.

La importancia que ha tenido el mercado accionario no deja duda al examinar la evolución que presenta el índice de precios y cotizaciones (IPC) desde las reformas legales de 1989. El nivel de 211.5 puntos con que cerro en 1988 el índice general evolucionó hasta los 3361 puntos al cierre de 1996, lo cual significa un crecimiento de 1,489% en este lapso de 8 años, que se traduce en un crecimiento anual promedio de 186%. En la gráfica 8 se



aprecia este acelerado crecimiento como también se aprecian las diferencias sectoriales. El IPC sectorial del comercio crece muy por encima del general, en tanto que el de los sectores manufacturero y de servicios lo hacen por debajo. Este es un hecho de gran significado al ser indicativo de las expectativas de crecimiento de los sectores de la economía y, por lo tanto, de las preferencias de los inversionistas.



Fuente: Banxico, INDICADORES ECONOMICOS.

#### 5.4 Los agentes institucionales

Un factor fundamental de la fuerza que ha tomado la dicotomía financiera es el paso de inversionistas individuales a inversionistas institucionales. El mayor peso que han adquirido estos inversionistas en otros países se refleja igualmente en México. Este es el papel que vienen jugando las llamadas sociedades de inversión que de 1988 a 1994 prácticamente se duplicaron al pasar de 115 a 229 con activos que crecieron tres veces al pasar de 25,475 MP a 77,273 MP e ingresos totales que crecieron casi 7 veces al aumentar

de 534,603 MP a 3,692,806 MP<sup>8</sup>. Los fondos de deuda son los más importantes con cerca del 90 por ciento de la captación de los cuales dos terceras partes son fondos para personas físicas una tercera parte son empresariales y apenas unos cuantos son de cobertura, es decir sociedades de inversión de capital. Esta es una división de gran importancia al mostrar que en México estos fondos juegan un papel pasivo de creación de ganancias en el mercado secundario mientras que las sociedades de inversión de renta fija y variable han crecido permanentemente. Los fondos que asumen un papel activo de capital de riesgo para impulsar la creación de nuevas empresas no lo ha hecho. Estas han fluctuado entre las dos que iniciaron en 1988 y las 5 que había en 1994 con un máximo de 6 en 1991. Por el contrario las sociedades de inversión de renta fija crecieron de 55 a 105 entre 1988 y 1994.

## **6. La asimetría de la interdependencia.**

Los indicadores presentados apuntan a la evolución que ha experimentado el sistema financiero mexicano hacia su bursatilización. Se ha dado un proceso de transformación estructural de un patrón de intermediación bancaria a otro más dependiente en mercados bursátiles. Esta evolución ha impulsado paulatinamente la mayor participación de los intermediarios financieros no bancarios, como las casas de bolsa, las compañías de seguros, las compañías arrendadoras y de factoraje, las sociedades de inversión, pero principalmente ha impulsado la transformación de las instituciones bancarias al reducir su actividad central de depósitos e incrementar la de operación de valores. Con ello se ha modificado el objetivo de maximización de las ganancias por su actividad tradicional de depósito-préstamo al objetivo de maximización de cuotas y comisiones por la actividad de intermediación de fondos. Con este paso se acopla la estructura nacional a la tendencia internacional. Al dar más peso y mayor poder de decisión a estos agentes financieros se favorece la sofisticación del sistema sobre la base de los mercados más que sobre la de los intermediarios bancarios. La actividad financiera nacional se reconstituye así sobre la dicotomía que ocurre a nivel internacional, en que la intermediación bancaria tradicional va

---

<sup>8</sup> Datos de BMV, *Anuario Financiero*. Varios números.

cediendo espacio a la intermediación bursátil.<sup>9</sup> El mayor papel que desempeñan los mercados financieros es un hecho que se viene arraigando paulatinamente y que se manifiesta en la explosividad del mercado de valores. Los bancos mexicanos han dejado de cumplir, exclusivamente, con su papel tradicional de otorgamiento de créditos y captación de depósitos orientándose a otras actividades financiero-comerciales y de inversión al igual que a la emisión y negociación de valores. El sistema bancario mexicano ha dejado de ser así un medio para la asignación eficiente de fondos de inversión. Esta función recae ahora en el prestamista original al ser éste quien decide cual es la más alta tasa de rendimiento ajustada al riesgo a la que está dispuesto a invertir sus fondos. El banco es sólo un intermediario que recibe una comisión por sus servicios. Aparece aquí, por lo tanto, un problema de información asimétrica y de la función que empiezan a jugar los productos derivados para "enmascarar el riesgo real asumido en hacer una inversión y en incrementar la dificultad de estimar el rendimiento final de los fondos proporcionados" como atinadamente lo apunta Kregel (1998, p. 4), y se hace claro en la primera parte de este trabajo.

Esta bursatilización del sistema financiero que ha experimentado la economía constituye un paso más pero muy definitivo en la paulatina integración de la economía mexicana a la internacional con el consecuente efecto de profundizar su proceso de internacionalización. Se ha impuesto, en consecuencia, una creciente interdependencia de la economía nacional en factores externos. Pero este efecto no es unidireccional. La OECD argumenta que "La crisis financiera mexicana ha afectado el mercado alrededor del globo, proporcionando así otra evidencia de la fuerte interdependencia de los mercados financieros a nivel mundial" (FMT 60, Feb. 95, p. 9). Ciertamente hay bidireccionalidad pero esta no es simétrica. No se tiene un mercado nacional que reacciona pero que no hace reaccionar al internacional. No es tampoco de vigencia reciente si recordamos las repercusiones que sobre el sistema internacional tuvo la crisis de la deuda externa a inicios de la década de los ochenta. No se argumentan lazos de simetría total en la interdependencia global pero sí debe considerarse apropiado hablar de un grado de interdependencia asimétrica entre una economía pequeña y abierta, como la mexicana, y el resto de sistema económico internacional.

---

<sup>9</sup>Para la experiencia de esta transformación en los EU véase: Edwards 1996, Edwards y Miskin, 1995.

El argumento que se sustenta de aquí en adelante es el que esta interdependencia asimétrica se refleja en las características del proceso de desarrollo nacional y en la política económica que lo ha orientado. Estos efectos son una función del grado de integración y de globalización que alcance la economía nacional lo cual a su vez determina la autonomía con la que se puede instrumentar una política económica para lograr objetivos nacionales de estabilidad, de pleno empleo o de crecimiento. Es apropiado, entonces, examinar el éxito de la política económica instrumentada para lograr la reconversión industrial que permitiría al país pasar de un modelo de sustitución de importaciones a uno de promoción de exportaciones en el contexto de esta nueva forma de funcionamiento del sistema financiero y del nuevo papel que paulatinamente se perfila para la estructura bancaria. El objetivo constituye el identificar hasta que punto se puede afirmar que la internacionalización del sistema financiero mexicano ha inducido a la economía mexicana, a ser competitivo y eficiente en el uso de sus recursos cuando se parte de aceptar que la dicotomía financiera entre bancos y mercados impone restricciones estructurales a la eficiencia asignativa de los fondos disponibles.

## **7. La eficiencia de la política económica**

En las partes 1 y 2 se presentaron los argumentos teóricos sobre los efectos de estas transformaciones hacia la dicotomía financiera en la eficacia de la política económica. En los siguientes incisos examinaré la aplicación de algunas de esas a la evolución de la economía mexicana. Un punto de partida es la política de apertura comercial que induce a requerimientos financieros. Este es el fenómeno de la retroalimentación exportadora, cuyo argumento central es que una economía con un mercado perfecto de capitales debe disfrutar de un nivel de crédito ilimitado, lo cual a su vez debe provocar un auge exportador que a su vez impulsa el crecimiento de la economía.

Un segundo aspecto de las implicaciones de política es el de la eficiencia del mercado cambiario. La existencia de mercados perfectos de capital no implica la

desaparición de las monedas nacionales.<sup>10</sup> La persistencia de las monedas nacionales en condiciones de movilidad del capital significa que los flujos de capital deben transitar a través del mercado cambiario. La estructura y el funcionamiento de este mercado como vimos se ve afectado por la dinámica de integración y de dicotomización del sistema financiero.

### **7.1 La retroalimentación exportadora**

A finales de la década de los sesenta se hizo patente el agotamiento del modelo substitutivo de importaciones (Villareal, 1988). A la persistencia de sus principales contradicciones contribuyen factores de naturaleza endógena pero otros tuvieron una naturaleza exógena. Entre los primeros se ubican la excesiva capitalización que se dio en el sector industrial, lo cual indujo a una débil absorción de mano de obra frente a una población que crecía rápidamente, la excesiva diversificación en la producción de bienes manufacturados que eliminó probabilidades de especialización y más grave aún fue la concentración del ingreso que se propició, con lo cual se debilitó la posibilidad de crear una demanda masiva por las manufacturas que se producían. Adicionalmente, aparecieron incentivos para la fuga de capitales que hicieron insuficiente la capacidad de ahorro interno.

Externamente el modelo se vio seriamente afectado por la ola inflacionaria que se desató en los Estados Unidos contaminando al resto del mundo a mediados de la década de los setenta y por las políticas monetaria y fiscal de los países industriales que se instrumentaron para enfrentar el crecimiento de los precios. Adicionalmente se dio una participación de las empresas transnacionales que no favoreció el libre funcionamiento del mercado (Ramírez de la O 1980; Tavares) como otros factores exógenos al modelo que han sido apuntados como influencias negativas. Entre ellos destacan tres: El reducido tamaño de los mercados nacionales que llevó a plantear la necesidad de esquemas de integración regional; la incapacidad de crear encadenamientos hacia adelante y atrás (Hirschman, 1968) y el manejo de la política de protección que inhibió la especialización, produjo capacidad ociosa y creó distorsiones en los mercados cambiarios al sobrevaluar las monedas.

---

<sup>10</sup> La excepción parece ser la Unión Europea en su objetivo de unificar las monedas nacionales en una sola: el Euro, a partir del primero de enero de 1999. Ello ocurrirá no obstante los obstáculos que se vienen encontrando en el camino y que harán que sólo 11 de los 15 países inicien el proceso (Véase Rozo, 1998).

El efecto conjunto de estos factores fue la aparición de desequilibrios que hicieron inevitable el agotamiento del modelo. La incapacidad de un desarrollo tecnológico autónomo que creó una dependencia de las importaciones y la tendencia negativa de los términos del intercambio que afectó la estructura interna de precios, contribuyeron a un desequilibrio persistente de la balanza comercial y de la cuenta corriente la cual impuso una incapacidad de los gobiernos para funcionar con un presupuesto equilibrado. (Looney, 1978). Ello impuso requerimientos de financiamiento externo como se aprecia en el Cuadro 10 y la gráfica 8.

Ante el agotamiento que sufrió el modelo en México, como en otros países, el estado asumió la tarea de imprimir a la economía nacional un sesgo exportador a fin de resolver los desequilibrios que impedían la continuación del proceso de industrialización adoptado desde los años cuarenta. Existió a inicios de la década de los sesenta un consenso en la cúpula gobernante acerca de la urgencia de implantar una estrategia de promoción de exportaciones que superara las deficiencias estructurales que había creado en el aparato productivo la estrategia substitutiva de importaciones.

En este objetivo se encontraba el germen de un intento implícito de recurrir a la lección que empezaba a presentar la experiencia de los países del sur-este asiático con un modelo de desarrollo industrial orientado al exterior.<sup>11</sup> El logro de este objetivo de transformación estructural hacia un modelo abierto capaz de financiar el desarrollo industrial ha sido el común denominador de las distintas administraciones desde la gestión de Luis Echeverría a inicios de los años setenta. Las estrategias de política económica no han sido las mismas aunque el modelo promocional de exportaciones es el objetivo común. Hago la distinción entre dos estrategias diferentes en las preferencias sexenales. Una es la que se practica de 1970 a 1982, que denomino estrategia pasiva y la otra la que opera de 1983 en adelante a la que califico como estrategia activa. Es a partir de esta periodización que se realiza el análisis siguiente.

El rompimiento con la estrategia pasiva en 1983 ocurre por el fracaso financiero a que llevó dicha estrategia. La bancarrota crediticia que enfrentó el país en 1982 hacía imperativo el éxito de una política comercial que rehiciera la capacidad de pago del país para enfrentar las obligaciones en que se había incurrido con los acreedores internacionales.

---

<sup>11</sup>La naturaleza dirigista de estas experiencias fue minimizada por los defensores del modelo aperturista y sólo vino a ser ampliamente conocida en las postrimerías de la década de los ochenta (Fanzylider). Marcos Giacomán llegó a la conclusión de que dicho modelo no era exportable (1988).

La quiebra de pagos que significó la moratoria solicitada en 1982 señaló las insuficiencias de la estrategia de política económica pasiva ante las exigencias de pago que imponía el sistema bancario internacional.

**Cuadro 10. México: Evolución de la balanza comercial 1949-1994.**

Millones de dólares

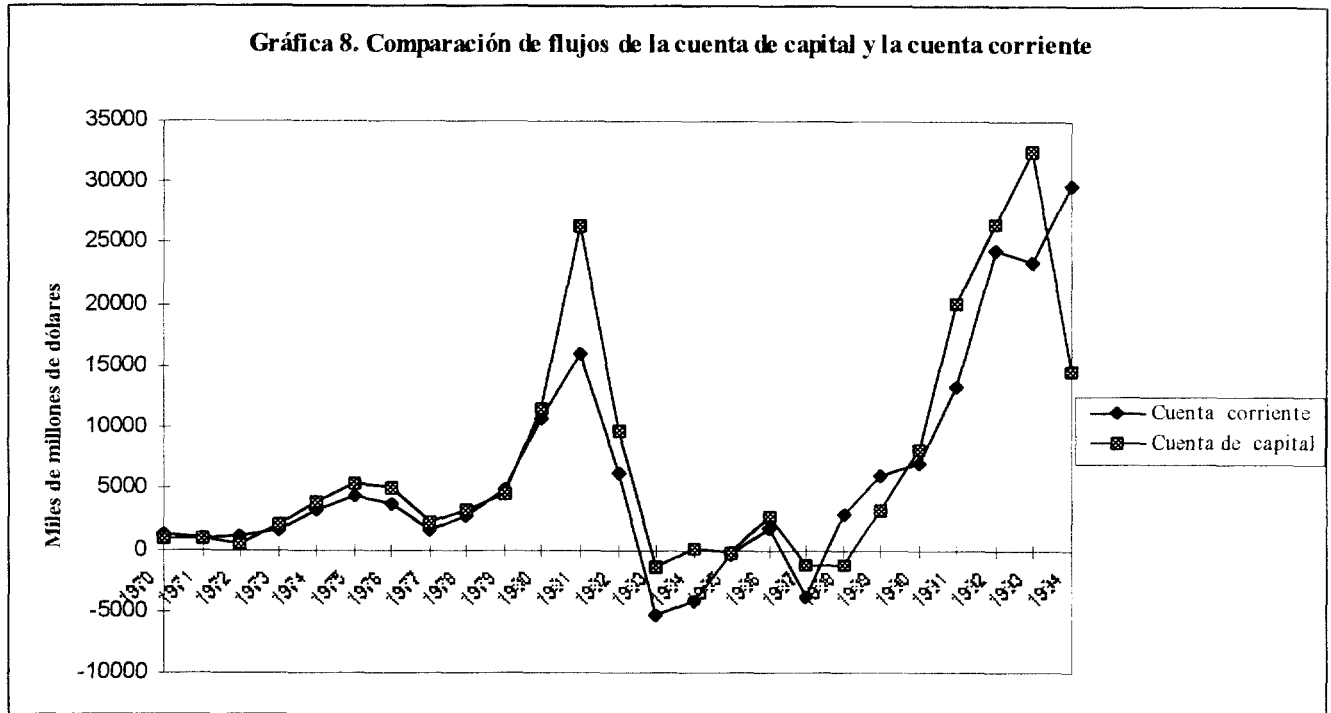
Años	Exportaciones*			t.c.	IM*	Balanza Comercial	x/im**	Cuenta corriente	
	Totales	Petroleras	No petroleras						Manufacturas
1949	701				514	187	1,36	-22	
1952	625			41	807	-182	0,79	-213,0	
1955	739			57	884	-145	0,84	1,7	
1956	807			60	1072	-265	0,75	-183,1	
1957	706			65	1155	-449	0,61	-359,9	
1958	709			77	18,46	1129	-420	0,63	-385,5
1959	723			79	2,60	1006	-283	0,72	-232,1
1960	739			121	53,16	1186	-447	0,62	-419,7
1961	780			151	24,79	1139	-359	0,68	-343,7
1962	889			132	-12,58	1143	-254	0,78	-249,6
1963	928			184	39,39	1240	-312	0,75	-226,1
1964	1004			201	9,24	1493	-489	0,67	-444,7
1965	1101			191	-4,98	1560	-459	0,71	-442,9
1966	1170			252	31,94	1602	-432	0,73	-477,8
1967	1103			280	11,11	1737	-634	0,64	-603,0
1968	1165			281	0,36	1917	-752	0,61	-775,4
1969	1341			368	30,96	1989	-648	0,67	-708,4
1970	1290	38	1281	410	11,41	2328	-1038	0,55	-1187,9
1971	1365	31	1363	547	33,41	2256	-891	0,61	-928,9
1972	1666	21	1665	677	23,77	2762	-1096	0,60	-1005,7
1973	2072	25	2071	959	41,65	3892	-1820	0,53	-1528,8
1974	2853	123	2850	1435	49,64	6149	-3296	0,46	-3226,0
1975	3062	460	2858	1188	-17,21	6700	-3638	0,46	-4442,6
1976	3655	563	3093	1708	43,77	6300	-2645	0,58	-3683,3
1977	4650	1037	3612	2083	21,96	5704	-1054	0,82	-1596,4
1978	6063	863	4200	2485	19,30	7915	-1852	0,77	-2693,0
1979	8817	3975	4843	2726	9,70	11980	-3163	0,74	-4870,5
1980	15512	10441	5070	3030	11,15	18897	-3385	0,82	-10739,7
1981	20102	14573	5529	3360	10,89	23948	-3846	0,84	-16052,1
1982	21229	16477	4752	3018	-10,18	14437	6792	1,47	-6221,0
1983	22312	16017	6295	4583	51,86	8551	13761	2,61	5418,4
1984	24196	16601	7594	5595	22,08	11254	12942	2,15	4238,5
1985	21664	14776	6887	4978	-11,03	13212	8452	1,64	404,5
1986	16031	6307	9724	7116	42,95	11432	4599	1,40	-1770,5
1987	20656	8630	12026	9907	39,22	12222	8434	1,69	3820,2
1988	20565	6711	13854	11523	16,31	18898	1667	1,09	-2922,1
1989	22842	7876	14966	12607	9,41	25438	-2596	0,90	-6085,3
1990	26950	10104	16847	13955	10,69	31090	-4140	0,87	-7113,9
1991	27120	8166	18954	16035	14,91	38194	-11074	0,71	-13282,8
1992	27531	8306	19227	16711	4,22	48138	-20607	0,57	-24438,5
1993	30033	7418	22614	19832	18,68	48924	-18891	0,61	-23399,2
1994	34613	7445	27168	24133	21,69	58880	-24267	0,59	-29662,0

No incluye maquiladoras

\*\*Coeficiente de autosuficiencia exportadora

Fuente: CUENTAS NACIONALES, INEGI, 1949; INDICADORES ECONÓMICOS, Banco de México, 1952-1996.

NAFINSA: Statistics of the Mexican Economy, México, D.F. 1966.



El fracaso estratégico de dicha política económica derivó del hecho que, en la práctica, la política económica había estado orientada más hacia una continuación del modelo de sustitución de importaciones que hacia uno de promoción de exportaciones. Ello deriva de las características concretas que asumió la política cambiaria entre 1970 y 1982.

La necesidad de orientar la economía mexicana hacia el exterior ha sido argumentada como el factor clave para lograr un cambio estructural a fin de hacer más dinámico el desarrollo nacional al hacerlo integral y equilibrado en respuesta a las fuerzas de la competencia internacional. Esta orientación establece niveles más altos de eficacia en el uso de los recursos físicos y financieros que inducen, por tanto a un más rápido crecimiento económico. Este planteamiento es, sin embargo, difícilmente sustentable frente a la paradoja del crecimiento previamente apuntada. Ello significa que el planteamiento convencional de una mayor eficiencia en la asignación de recursos que se deriva de la apertura de la economía no puede ser válido, al menos para el caso mexicano.

En su lugar, proponemos como hipótesis, que la orientación hacia la apertura demuestra las imposiciones de la internacionalización del capital para obligar a un cambio en la estructura de los países en desarrollo que sea funcional a la globalización financiera.



Estas reformas se hicieron más apremiantes por la necesidad de cumplir con las obligaciones del endeudamiento externo que los países en desarrollo tenían pendientes con la banca internacional. Un argumento no marginal que se desprende de esta hipótesis es que, la crisis de la deuda en la década de los ochenta constituye el factor catalizador para la globalización financiera. Se alienta así la dicotomía financiera tanto en México como a nivel global, para fortalecer la internacionalización del capital financiero.

## 7.2 La estrategia pasiva

La base de la estrategia de política económica que se puso en práctica entre 1970 y 1982 fue el uso de estímulos fiscales y financieros a los que se hacían acreedoras las empresas que orientaron su actividad hacia la exportación. Los instrumentos centrales de esta promoción fueron: 1) los Certificados de Devolución de Impuestos (CEDIS) y 2) los subsidios financieros implícitos que resultaban de los diferenciales entre las tasas activas de la banca comercial y las tasas preferenciales a las cuales el FOMEX otorgaba los créditos para la producción de exportables.<sup>12</sup>

El impulso a las actividades de exportación mostró beneficios en la segunda parte de la década de los años setenta al crecer éstas, como proporción del PIB, hasta el 4.4 por ciento para 1977. La modificación en la política cambiaria en 1976 debe considerarse como un factor determinante de este logro. Sin embargo, para 1981 el nivel se había reducido nuevamente al 3.8 por ciento originalmente logrado en 1970. Esta política fue así incapaz de revertir el desequilibrio externo por la alta dependencia de las importaciones. De hecho entre 1971-1975 este desequilibrio se agravó si se considera la relación X/IM que se presenta en el cuadro 10. En este periodo este cociente se reduce de 0.61 a 0.46 lo cual muestra una menor capacidad de las exportaciones para cubrir el flujo de importaciones. Posteriormente, de 1976 a 1981 esta relación mejora pero sin llegar a la unidad, lo cual evidencia la incapacidad de lograr un equilibrio en la balanza comercial, a pesar del éxito que se tuvo para hacer de México un país petrolero.

---

<sup>12</sup>No sobra apuntar que las facilidades impositivas otorgadas, por medio de los Cedis, para promover la exportación mexicana llegaban, cuando se iniciaron en 1971, con 20 años de retraso frente a la experiencia de Taiwan, que fue el primer país en formular y poner en práctica estos incentivos para sustentar el modelo exportador. Las disposiciones legales para el otorgamiento de los Cedis cubrió ampliamente a los sectores de automóviles y partes automotrices, la química básica, la maquinaria no eléctrica y otras industrias manufactureras.

El planteamiento que Ayala et al (1979) hacen para el periodo 1970-1976 lo considero como válido hasta 1982 sin negar que pueda ser válido hasta el presente. Argumentan ellos que "El desequilibrio externo tiene, como la inflación, una necesaria raíz estructural. Insistamos en que el proceso de acumulación y de reproducción de capital en México exige como mediación imprescindible la dependencia respecto al exterior: sin la importación de bienes de capital que repongan y aumenten la base productiva y sin la compra externa de un sinnúmero de materias primas, una gran proporción del producto industrial anual sería imposible" (p. 68).

La base del fracaso de la política de subsidios indirectos se puede encontrar en dos factores fundamentales: 1) La política cambiaria que se instrumentó durante el periodo mantuvo una sobrevaluación permanente del tipo de cambio y 2) el proteccionismo practicado llevó a permitir una industria ineficaz. En éstas condiciones los subsidios apenas hacen el papel de contrapeso del efecto negativo causado por la sobrevaluación del tipo de cambio, por lo cual nunca llegaron a ser un auténtico apoyo al propósito exportador.

Teóricamente se puede argumentar que cuando el tipo de cambio efectivo para las exportaciones,  $TCE_x$ , es menor que el tipo de cambio efectivo para las importaciones,  $TCE_m$ , el TCE contribuye a fortalecer un proceso de sustitución de importaciones dado que los incentivos otorgados están sesgados en una dirección anti-exportadora. De igual manera se postula que la estrategia es técnicamente promocional de exportaciones cuando el  $TCE_x$  es igual al  $TCE_m$ , es decir, cuando hay neutralidad en el esquema de incentivos. La neutralidad de los estímulos se pierde cuando se permite que el  $TCE_x$  sea mayor que el  $TCE_m$ , con lo cual la estrategia se convierte en ultra-promocional de exportaciones (Bhagwati, 1988; Johnson, 1968).

La evidencia empírica empuja a aceptar la hipótesis de que la política cambiaria entre 1970 y 1982 respondió a la opción en que  $TCE_x$  fue menor a  $TCE_m$ . (Solís, 1985; Dávila Flores, 1985; Marquez Ayala, 1979; Varela, 1983; Manrique Campos, 1979; Mancilla, 1982; Ruiz Nápoles, 1987). En consecuencia, la estrategia de política económica adoptada durante el periodo no tuvo el éxito en lograr establecer una plataforma mexicana de exportaciones que financiara su desarrollo.

La política de protección sustentada fuertemente en permisos de importación que llegaron a cubrir el 90% del valor importado en 1976 fue, en realidad, contraproduktiva en el propósito de desarrollo basado en la exportación. El alto nivel de protección y el haberlo mantenido intacto durante tanto tiempo muestra que el intento exportador no se concibió como la tarea de transformar las condiciones de la producción a fin de obligar a mejoras en la productividad o como medio de inyectar mayor competitividad a la industria nacional. Un mercado cerrado que garantizaba amplios márgenes de rentabilidad a las empresas hacia innecesario que los productores nacionales tuvieran que salir a enfrentar la competencia de los mercados y mucho menos que tuvieran que mejorar sus niveles internos de productividad.

La ausencia de decisiones económicas básicas para producir los cambios estructurales necesarios para imponer la orientación abierta y exportadora es innegable. En la administración Echeverrista las causas deben encontrarse en el contexto socio-político por el que atravesaba el país luego de los violentos episodios ocurridos en 1968 y 1970. La vulnerabilidad política del propio presidente hizo que la elite gobernante optara por mantener la continuidad económica que había garantizado la estabilidad de precios. La administración de López Portillo recurrió al expediente de la explotación petrolera, promovido por el gobierno de los Estados Unidos para contrarrestar el peso de la OPEP. La estabilidad nominal del precio de la moneda nacional, que desde 1953 había permanecido sin alteraciones, se convierte en un objetivo de la política económica en lugar de ser un instrumento de ella. Mantener el tipo de cambio sin alteraciones a su nivel de 12.50 pesos por dólar se convirtió en un símbolo de la estabilidad de precios que se consideró apropiado mantener para preservar el llamado periodo estabilizador. Se pensaba que en tanto el tipo de cambio no tuviera modificaciones, se garantizaba un comportamiento constante de los precios relativos, por lo que se desecha su uso para buscar el equilibrio en la balanza comercial.

El expediente al que se recurrió para evitar las decisiones económicas necesarias y poder así mantener el status quo existente fue el de la entrada de capitales extranjeros por medio de la inversión extranjera directa y del expediente del endeudamiento externo. De cerca de 4 mil millones de dólares que el país adeudaba en 1970 se pasó a 26.1 mil millones

en 1976, para luego crecer hasta 81.8 mil millones al final de la administración de López Portillo en 1982. (Gurría Treviño, 1988, p. 117).

En una lógica económica estrictamente neoclásica defender el argumento que para la administración de Luis Echeverría el endeudamiento externo fue la alternativa económica más eficiente no es difícil. Esta opción constituía, en aquel momento, la vía menos costosa de financiamiento al desarrollo a consecuencia de las condiciones imperantes en los mercados internacionales. La recesión en los países industriales propiciada por la política anti-inflacionaria y por la quiebra del modelo cambiario de Bretton Woods en 1971 obligó a un reciclaje poco ortodoxo de los excedentes de capital acumulados por la OPEP a consecuencia del incremento en los precios del petróleo de 2.8 a 10.6 dpb entre 1972 y 1975. Se produjo así un exceso de capital en los mercados financieros que indujo a valores negativos de tasas de interés. El 5.25% de la tasa prima nominal del mercado de Nueva York en 1973 era en términos reales -0.6 %.

Las tasas reales negativas de interés internacionales, la recesión en los países industriales, los ventajosos términos en que se otorgó el crédito a los países en desarrollo amparados en los compromisos entre los bancos comerciales y sus gobiernos para respaldar estos créditos (Dooley, 1994) hicieron menos costoso para la elite gobernante mexicana recurrir al endeudamiento externo que instrumentar las políticas económicas de cambio estructural que el país requería para ser encausado en el modelo exportador. El dilema del endeudamiento mexicano, y de la deuda externa en general, se desenlazó posteriormente al final de la década, cuando las condiciones de los mercados internacionales se modificaron drásticamente por el cambio en la orientación de la política monetaria de los países desarrollados a fin de frenar definitivamente la inflación. (Rozo, 1983; Gurría Treviño, 1988; Sjaastad, 1986; Tello Macias y Ruiz Durán, 1990; Griffith Jones, 1988; BID, 1984; Lietaer, 1987; Navarrete, 1987; Makin, 1984; Loxley, 1986; Fernández Santisteban, 1984).

La orientación de la política antinflacionaria que dio prioridad al control de los agregados monetarios más que a la administración de la tasa de interés hizo que el costo del capital creciera aceleradamente. Se pasa de una tasa prima nominal de 5.25 en 1973 a otra de 15.27 por ciento en 1980 pero que en diciembre de ese año alcanza el máximo nivel de

21.5 por ciento. En términos reales el cambio no es menos dramático, al pasar de una tasa negativa de 0.6 en 1973 a una positiva de 12.3 por ciento en diciembre de 1980.<sup>13</sup>

El recurso del endeudamiento para no realizar los cambios estructurales necesarios fue viable aún después de la administración Echeverrística debido a la decisión de explotar intensivamente el recurso petrolero que tomó la administración de López Portillo ante el alto precio que este producto llegó a tener en los mercados internacionales. El desplome de este precio de 29 a 16 dpb en 1981 se conjugó con las altas tasas de interés para restar cualquier probabilidad de éxito a la estrategia pasiva de promoción de exportaciones, con lo cual el exorbitante endeudamiento puso al país al borde de la bancarrota. Pero, también, este endeudamiento, y los flujos de capital que propició, allanó el camino para lograr modificaciones sustanciales de reforma del sistema financiero. La administración Echeverría las inició al impulsar la transformación de la banca especializada en banca universal y refuncionalizar la Bolsa Mexicana de Valores. La administración López Portillista lo hizo al crear los CETES que vinieron a consolidar las bases de la dicotomía bancos-mercados. La nacionalización de la banca (Tello, 1982), y el control de cambios (Comercio Exterior, 1982) fueron los últimos pasos previos a la solicitud de moratoria de la deuda externa en octubre de 1982. La crisis de la deuda externa es, desde esta perspectiva, el catalizador que aceleró el paso en la transformación financiera internacional. Los intermediarios bancarios cedieron el paso a los mercados de capital a fin de minimizar los costos y socializar los riesgos. Ello da lugar a proponer que la crisis de la deuda debe ser considerada como el principal detonador de la globalización financiera de finales de siglo.

La crisis de endeudamiento al hacer imperativo el éxito de una política exportadora a fin de allegarse de los recursos financieros para cubrir las obligaciones con el exterior señala las insuficiencias de la estrategia hasta 1982. La política de apertura de ésta etapa inicial del modelo exportador falló, en dos frentes. Uno fue el de la rigidez cambiaria al considerar al tipo de cambio como un objetivo más que como un instrumento de política. El segundo se dio en la negativa a dismantelar un aparato productivo ineficaz derivado de la estructura de protección existente. Estas fallas apuntan al hecho que en el fondo la estrategia de política orientaba a la economía hacia un modelo substitutivo de importaciones más que hacia uno promotor de exportaciones dado que el TCEX era menor

---

<sup>13</sup>Datos de ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT, February 1985, table B-66.

que el TCEM. Esto significa que los incentivos para promover las exportaciones no funcionaron, por el contrario contribuyeron a incentivar las importaciones. Mientras las exportaciones no petroleras sumaron 26,347 MD en el periodo 1976-1981 las importaciones llegaron a 74,744, es decir tres veces más. El endeudamiento con el que se cubrió el déficit allanó el camino de la transformación financiera que se aceleró por la crisis de endeudamiento.

### **7.3 Una política exportadora activa**

La administración de Miguel de la Madrid se vio obligada a replantear la estrategia de política del modelo exportador. Las condiciones de crisis de pagos hicieron mandatorio el éxito del modelo exportador a fin de disponer de las divisas necesarias para cumplir las obligaciones del servicio de la deuda externa. Se enfocó la opción exportadora desde una perspectiva alternativa en la cual la actividad de producir para exportar se concibió como un medio 1) para enfrentar la crisis de divisas; 2) para impulsar los cambios estructurales que requería la economía nacional y 3) para prevenir un deterioro irreversible de la planta productiva.

Esta elección de enfoque significó concebir una política macroeconómica de articulación entre la industria y el comercio exterior como el instrumento para lograr el ajuste estructural que el país requería desde hacía una década.

Los ejes instrumentales de esta articulación fueron el tipo de cambio, la racionalización de la protección y el financiamiento a la exportación. Se concebía así una política de promoción de las exportaciones que fuera "eficiente hacia adentro y competitiva hacia afuera". (Jiménez Ramos, 1987, p. 67). La base de esta estrategia sería "un tipo de cambio realista", el cual haría competitivas las exportaciones y restaría competitividad a las importaciones. Ten Kate argumenta que "por primera vez en la historia de la política comercial mexicana se reconoció el papel que el tipo de cambio debe jugar en esta materia" (1990, p. 52).

Como complemento de un tipo de cambio realista se plantea un esquema de racionalización de la protección para lograr una apertura total al exterior, cuya tarea sería inducir los cambios en precios relativos que orientaran a un nuevo esquema de ventaja

relativa. El canal para lograrlo sería el alineamiento de los precios nacionales a los internacionales. Se ponía en operación la ley del precio único con lo cual los precios internos estarían determinados por los precios internacionales.

El efecto estabilizador sobre los precios nacionales sería un beneficio central de la apertura. En el centro de esta dinámica estaba la presión de la competencia como resultado de asumir una posición abierta de la economía y un compromiso de penetrar en mercados extranjeros. El objetivo final era relacionar más estrechamente la estructura de producción nacional con los requerimientos del mercado externo. El vínculo entre una y otra actividad serían los precios relativos internos que se tendrían que ajustar a los precios internacionales, como lo postula cualquier libro de texto.

El efecto positivo esperado de la liberalización de la economía se tendría por la más eficiente asignación de los recursos materiales y financieros nacionales como consecuencia de la neutralidad con la que operarían los incentivos para promover la especialización productiva sobre la base de nuevas ventajas comparativas y economías de escala. Estos beneficios derivan de la simetría de los incentivos entre el mercado interno y el externo lo cual promueve el monto y la distribución de la inversión y conlleva, por tanto, al crecimiento en el producto y en el nivel de empleo. Se argumenta, entonces, que la nueva asignación de los recursos en una economía abierta conduce a una mejor utilización de la capacidad instalada; por lo tanto, a una mayor productividad de los factores y a una más completa utilización de economías de escala. El impulso al cambio tecnológico y un proceso más dinámico de aprendizaje son también resultados que coadyuvan al cambio estructural planteado (Phillips Olmedo, 1987 y 1988; Hernández Cervantes, 1988).

En el fondo de esta opción subyace el proyecto del Fondo Monetario Internacional (FMI) de inducir transformaciones que dieran estabilidad al sistema financiero internacional y una rápida solución a la crisis de la deuda por medio de un crecimiento capaz de captar divisas (Córdoba Montoya, 1986; Edwards, S. 1990) El país se comprometió con este esquema a la firma del Acuerdo de Facilidad Ampliada que abrió la puerta a las reestructuraciones de corto plazo de la deuda externa (Gutiérrez, 1988).

### 7.3.1 El éxito exportador

Como estrategia de promoción de exportaciones no petroleras el cambio de política en 1983 dio los frutos deseados. En el sexenio de De la Madrid se pasa de 6,295 a 13,854 MD mientras que en el de Salinas de Gortari se llega a la cantidad de 27,168 MD en 1994. En conjunto, ello significa un crecimiento de 450%. Más satisfactorio puede ser el crecimiento que tuvo la exportación manufacturera al hacerlo en 525% en estos doce años, aunque fue en los primeros 6 años que más creció con una tasa promedio anual de 26.9% frente a una de 13.2% en los seis últimos. Es decir, en el sexenio Salinista el ritmo de crecimiento exportador no petrolero se redujo en un 50% respecto al sexenio anterior, razón por la cual la relación exportación-PIB sólo creció del 13.8% al 15.2% entre 1988 y 1993. En los primeros dos años de la administración Zedillo la exportación se acelera nuevamente al aumentar las no petroleras en 74.5 por ciento y las manufactureras en 79 por ciento. Este crecimiento promedio anual de 37.2 y 39.5 por ciento respectivamente es aún mayor que el que se tuvo en el sexenio de De la Madrid.

La tendencia creciente del nivel de exportación se mantuvo no obstante la pérdida en ingresos de exportación ocasionada por el desplome de los precios del petróleo en 1981. En la década de los años setenta las exportaciones habían crecido a tasas superiores al 20 por ciento promedio anual como consecuencia del papel que asumieron las exportaciones de petróleo, las cuales pasan del 0.5 al 10.2 por ciento del PIB entre 1970 y 1981 y del 2.9 al 77.5 por ciento de las exportaciones totales entre 1970 y 1982. La composición relativa de las exportaciones entre petroleras y no petroleras cambió con la política promocional de exportaciones al pasar las primeras del 78 por ciento del total en 1982 al 32 por ciento en 1988 y al 19 por ciento en 1994. El arrastre negativo del crecimiento exportador lo impuso la exportación de petróleo más por la caída de sus precios que por la disminución del volumen exportado. El valor anual de estas exportaciones se redujo en 50% al pasar de 14,776MD en 1985 a 7,876 MD en 1989. Hay que apuntar que el precio promedio del petróleo en estos años fue de 16.24 dpb luego de haber sido de 27.31 dpb en 1985. Aunque en 1990 esta venta superó los 10 MMD su tendencia fue a la baja hasta 1994 con un significativo repunte en los dos últimos años. Naturalmente, esta recomposición de las proporciones de exportaciones petroleras y no petroleras podría ser considerada como un



simple resultado de los movimientos en precios relativos ocurridos por el desplome de los precios del petróleo, sin embargo hacer esta consideración no es totalmente correcta. Un examen más detallado de la composición de las exportaciones no petroleras permite afirmar que no es el caso. La razón es una mejor actuación del sector exportador no petrolero que de 1976 a 1996 ha incrementado su valor en 15 veces al crecer de 3,093 MD a 47,425 MD.

Dos elementos adicionales son dignos de observación: 1) la importancia relativa que asumen las manufacturas dentro de las exportaciones no petroleras al crecer del 55 por ciento del total en 1976 al 91 por ciento en 1996 y 2) el papel preponderante que asume el sector privado en las exportaciones no petroleras al ser responsable por el 85 por ciento de estas en 1994 luego de sólo serlo por el 76 por ciento en 1981.

La tarea de liberalizar al sector exportador contribuyó a este logro. Para 1985 esta labor estaba prácticamente concluida con el 94 por ciento de las fracciones de la Tarifa de Impuesto General de Exportaciones totalmente desgravado. Permanecieron sujetas a arancel el 4.5 por ciento de las fracciones y totalmente prohibidas a la exportación, por prioridades de abasto nacional, sólo el 1.5 por ciento de ellas.

### **7.3.2 El fracaso importador**

El papel de las importaciones fue igualmente reconsiderado para impulsar la competitividad empresarial como lo ha sido a lo largo del proceso de industrialización<sup>14</sup>. Se planteo dismantelar las barreras proteccionistas tras las cuales la industria había nacido, crecido y hecha ineficaz. Un elemento central de esta política fue la adhesión de México al GATT en 1986 (Malpica de la Madrid 1988 y Salinas de Gortari 1990). La política comercial se conceptualizó como un instrumento que si bien permitiera proporcionar una adecuada protección efectiva a la industria nacional también debería facilitar una mejor asignación de los recursos productivos y una eliminación del sesgo anti-exportador. Se inicia en 1983 con un proceso gradual de apertura, pero las reformas de Julio de 1995 fueron los determinantes. Esta reforma eliminó los permisos previos a la importación para cerca de 3600 fracciones, con lo cual sólo 908 fracciones de cerca de 8000 permanecieron

---

<sup>14</sup> Uno de los objetivos centrales, pero nunca alcanzado del modelo ISI fue reducir substancialmente la propensión a la importación (Ramírez de la O, 1980).

controladas (Ten Kate, 1990, p, 49; Ten Kate y De Mateo, 1989). Se acaba así con el instrumento no arancelario más comúnmente usado en México, como se aprecia en el cuadro 11. De hecho, el permiso se substituyó por un arancel que se pudiera ir reduciendo paulatinamente, con lo cual, según Ten Kate, se lograría un "régimen de control de las importaciones más transparente y menos discrecional" (p 49). Se define así una nueva estructura arancelaria y se modifican los precios oficiales. Este proceso se consolida con el "Programa de Desgrabación Arancelaria" de abril de 1986 por el cual los gravámenes generales se rebajan de 0-50 por ciento a 0-30 por ciento.

La apuesta que se hacía en aquel momento se sustentaba en la hipótesis de que la liberalización comercial para la entrada de bienes intermedios y de capital induce a un aumento de las exportaciones como resultado de la mejoría que ocurre en la posición competitiva de los productores nacionales. Subyace en ésta orientación la idea de que el objetivo último de la política comercial es fortalecer la capacidad exportadora nacional por lo cual se diseñan medidas que alimenten directamente el logro de este objetivo. Para ello, reaparece en abril de 1985 el sistema de devolución de impuestos de importación a los exportadores a fin de facilitar la entrada de insumos no producidos en el país. Más importante aún es el inicio, en mayo de 1985, del "Programa de Importación Temporal para Producir Artículos de Exportación" (PITEX) cuya finalidad es resolver los cuellos de botella a la producción de exportables que se derivan de una oferta deficitaria de insumos ó de la baja calidad de los mismos producidos internamente (Salinas Chávez, 1990; Acevedo Garat, 1987). Se abre así la línea de importaciones temporales para apoyar la exportación de bienes terminados lo cual da pie a la posibilidad de exportar artículos con mayor valor agregado. Este programa se diseña para sustentar toda la cadena exportadora por lo que se incluye a los exportadores indirectos. El mecanismo específico que coadyuva a dicho propósito es el de la "Carta de Crédito Doméstica" por medio de la cual los exportadores directos avalan a sus proveedores para que sean sujetos de crédito para la importación temporal de insumos.

Para octubre de 1987 se consideró prácticamente concluido el programa de liberalización de importaciones. Cerca del 96 por ciento de las fracciones de la Tarifa de Impuesto General de Importaciones que representaban el 72.5 por ciento del valor de bienes importados fueron exentas de permiso previo.

**Cuadro 11. Estructura de la protección**

	Porcentaje de Importaciones sujetas a permiso <sup>1</sup>	Porcentaje de importaciones sujetas a precio de referencial	Tarifa promedio <sup>2</sup>	Tarifa promedio ponderada <sup>2</sup>	Dispersión tarifaria <sup>2</sup>	Número de tarifas <sup>2</sup>
1956	17,7					
1960	3,8					
1965	60					
1970	68					
1976	90,4					
1979	70					
1980	60					
1981	85					
1982	100		27	16,4	24,8	16
1983	100	4,4	23,8	8,2	23,5	13
1984	83,5	4,7	23,8	8,6	22,5	10
1985	37,5	9,7	25,5	13,3	18,8	10
1986	30,9	7,2	22,6	13,1	14,1	11
1987	27,5	0,5	10	5,6	6,9	5
1988	19,7	0	10,4	6,1	7,1	5
1989			13,1	9,8	4,3	5
1990a			13,1	10,5	4,5	5
1991a			13,1	11	4,5	5
1992b	10					

Fuentes: 1) United States International Trade Comision "Review of trade and investment liberalization measures by México and prospects for future United States-Mexican relations, Publication 2275, Washington, 1990. Zabludovsky, Jaime. "Trade liberalization and macroeconomic adjustment" en D.S Brothers y A.E. Wick (eds) Mexico's search for a new development strategy, Westview Press, Boulder, Colo, 1990, p. 173-197.  
a) GEA, Sector externo en GEA Económico, 12 abril 1992, p. 22-25.

Al mismo tiempo los aranceles se habían recortado a un rango promedio del 10%, lo que daba una tarifa ponderada del 59% con una dispersión del 6.9%. Además, el número de niveles arancelarios se había reducido de 16 a 5 (cuadro 11).

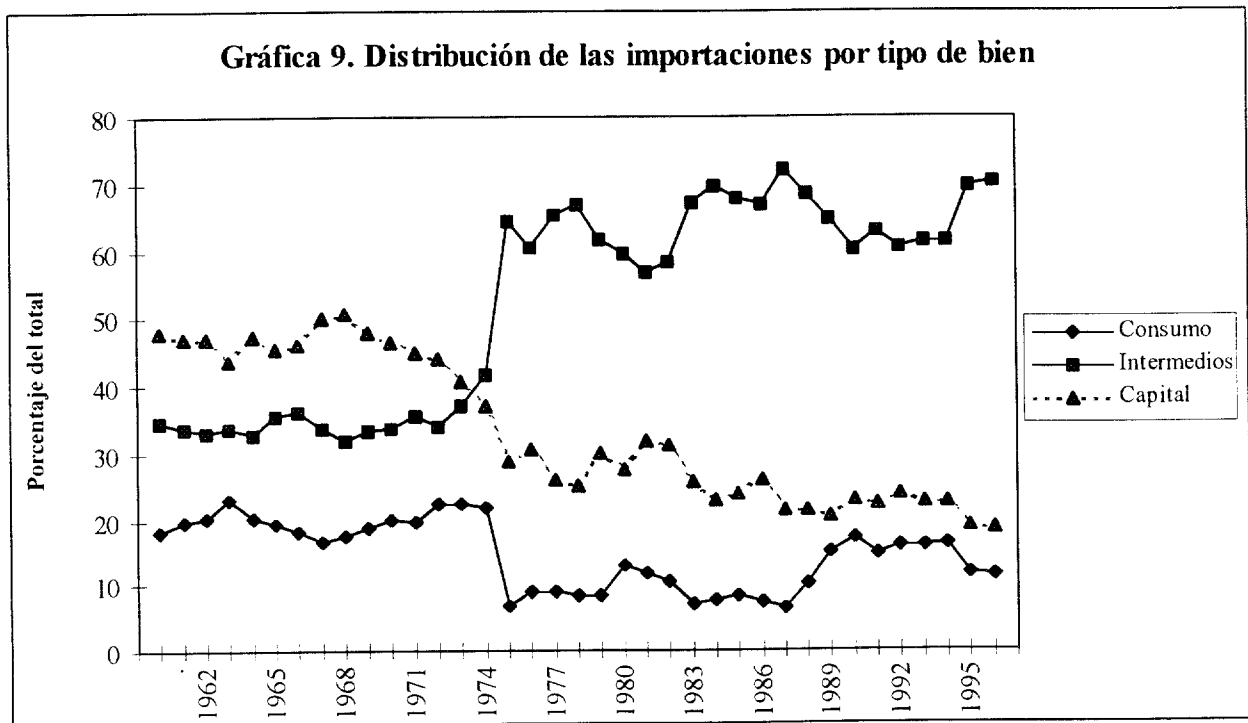
La apertura dada por el desmantelamiento de la estructura proteccionista evolucionó en tal forma que las importaciones no experimentaron un crecimiento sustancial entre 1984 y 1987 luego del desplome de 1982 y 1983. De hecho, estos niveles fueron en promedio anual, 30 por ciento inferiores que las del periodo 1979-1981 (cuadro 10). La causa está en que la política cambiaria realista se tradujo en una subvaluación de la paridad. Las devaluaciones desde 1982 subvaluaban el peso con lo cual se ofreció un grado de protección cambiaria que compensó el desmantelamiento de la protección arancelaria y no arancelaria.<sup>15</sup> A partir de 1988, sin embargo, la importación de mercancías tiene una rápida aceleración que hace que éstas crezcan de 11,432MD a finales de 1997 a 58,880MD en

<sup>15</sup>Zabludovsky (1990, p. 180) critica a la administración de De la Madrid por no haber eliminado esta contradicción.

1994, lo cual constituye un crecimiento cercano al 500%. Nuevamente, el manejo de la política cambiaria es corresponsable de este resultado, pues el uso de la paridad como ancla anti-inflacionaria indujo a una sobrevaluación que contribuyó al desequilibrio.

El comportamiento de las importaciones (expresado en el gráfico 9 y el cuadro 12) hace que en 1982 el panorama se transforme radicalmente al tornarse positiva la balanza comercial. El déficit se convirtió en superávit con su nivel más elevado en 1983 al llegar a 13,761 MD. Sin embargo, la tendencia subsecuente de este superávit es a la baja, de lo cual resulta que para 1989 los excedentes comerciales desaparezcán dando lugar, nuevamente, a un déficit de 26 MMD que crece hasta llegar a 24.2 MMD en 1994.

En los dos últimos años, este déficit ha desaparecido nuevamente, pero sin que el excedente en la balanza comercial sea significativo. Este comportamiento se reproduce igualmente en el contexto más amplio de la cuenta corriente. El saldo en dicha cuenta ha sido positivo sólo cuatro veces entre 1976 y 1996, como lo muestra el cuadro 13.



Fuente: Cuadro 12.

El éxito exportador se ve así minimizado por la mayor actividad importadora que resulta del objetivo de controlar la inflación como se postula en el PSE. Al objetivo de largo plazo de cambio estructural de la política comercial se le adicionaron objetivos de corto plazo al darle un mayor papel en la lucha anti-inflacionaria. Se argumentó que una mayor liberalización comercial ejercería mayor disciplina sobre los precios internos y que la eliminación total de barreras al comercio alentaría en forma permanente al sector exportador. El PSE modificó la política comercial para impulsar estos propósitos por medio de 1) la profundización del proceso de sustitución de permisos previos de importación por aranceles; 2) la reducción del arancel máximo a las importaciones de 40 a 20 por ciento y 3) la eliminación de la sobretasa del 5 por ciento del impuesto general de importación. Más importante fue la decisión de liberar las importaciones de bienes de consumo que hasta entonces habían permanecido controladas.

La importación de bienes de consumo se percibía como una opción necesaria, para contrarrestar las fuerzas inerciales que actuaban sobre productores y consumidores. El objetivo era influir sobre las expectativas. Para lo cual se tomaron las siguientes medidas: 1) autorizar la importación masiva de bienes de consumo popular; 2) eximir de permiso previo a las importaciones de bienes de consumo y 3) ampliar las cuotas de importación de bienes de consumo final similares a los bienes producidos internamente. Esta opción de política económica significó un retroceso en el objetivo de cambio estructural al modificar sensiblemente la distribución de las importaciones.

Esta apertura dio como resultado que las importaciones prácticamente se duplicaran entre 1987 y 1989, lo cual terminó con el superávit de la balanza comercial. Con la misma rapidez con que se redujeron las importaciones entre 1982 y 1983 se incrementaron entre 1988 y 1989, sólo que la distribución por tipo de bienes se inclinó significativamente en favor de los bienes de consumo, especialmente los de consumo duradero. En 1988 correspondía a los bienes intermedios el 68.5 por ciento del total mientras que a los bienes de consumo correspondía el 10.2 por ciento. Este monto constituyó un incremento del 150 por ciento en la importación de bienes de consumo respecto de 1987 al pasar de 767,6 millones a 1,921,5 millones de dólares. Además, son los bienes de consumo manufacturados los que alientan ésta dinámica importadora al crecer 155.9 por ciento cuando pasan de 724.9 a 1,854.9 millones de dólares (Comercio Exterior, 1989, p. 361).

La fuerza de este auge importador se mantuvo hasta 1994 en que las importaciones de bienes de consumo alcanzaron el 16.4% del total luego de ser solo el 7.2% en 1983, aunque el máximo en términos relativos se tuvo en 1990 con el 17% del total importado. En 1995-1996 el nivel de estas importaciones fluctúa alrededor del 11%. El mayor influjo de bienes de consumo se da a costa de las importaciones de bienes intermedios que a lo largo de la década habían aumentado su participación dentro del total hasta llegar al 72.2% en 1987. A partir de 1988 se contrajeron hasta alcanzar su nivel más bajo, de 60.3% en 1992. En 1995-1996 vuelve a crecer hasta alcanzar los niveles de mediados de los ochenta. El crecimiento en la importación de bienes de consumo (BC) también ocurrió a costa de la importación de bienes de capital.

**Cuadro 12. Importaciones por tipo de bien (FOB)**

(Millones de dólares y porcentaje)

Año	Bienes	Consumo	Bienes Intermedios	Bienes	Capital	Total	
1960	212	17.88	408	34.40	570	48.06	1186
1961	222	19.49	381	33.45	536	47.06	1139
1962	229	20.03	378	33.07	536	46.89	1143
1963	283	22.82	416	33.55	541	43.63	1240
1964	300	20.09	487	32.62	706	47.29	1493
1965	299	19.17	551	35.32	710	45.51	1560
1966	287	17.88	576	35.89	742	46.23	1605
1967	286	16.36	586	33.52	876	50.11	1748
1968	344	17.55	622	31.73	994	50.71	1960
1969	390	18.77	692	33.30	996	47.93	2078
1970	463	19.90	781	33.56	1083	46.54	2327
1971	438	19.43	796	35.31	1015	45.03	2254
1972	608	22.37	918	33.77	1192	43.86	2718
1973	850	22.29	1414	37.08	1548	40.60	3813
1974	1314	21.69	2507	41.39	2236	36.92	6057
1975	446	6.79	4231	64.40	1893	28.81	6570
1976	563	8.94	3806	60.41	1930	30.63	6300
1977	503	8.82	3719	65.20	1482	25.98	5704
1978	651	8.22	5285	66.76	1982	25.03	7917
1979	1002	8.36	7404	61.80	3574	29.83	11980
1980	2448	12.95	11275	59.67	5173	27.37	18897
1981	2808	11.73	13566	56.65	7574	31.63	23948
1982	1516	10.50	8418	58.31	4502	31.18	14437
1983	613	7.17	5740	67.13	2197	25.69	8551
1984	848	7.54	7833	69.60	2573	22.86	11254
1985	1081	8.18	8966	67.86	3165	23.96	13212
1986	846	7.40	7632	66.76	2954	25.84	11432
1987	767	6.28	8825	72.20	2631	21.52	12223
1988	1921	10.17	12951	68.53	4027	21.31	18898
1989	3498	14.94	15142	64.68	4767	20.36	23410
1990	5058	16.97	17919	60.13	6820	22.89	29798
1991	5639	14.77	24074	63.05	8471	22.18	38184
1992	7574	15.73	29054	60.36	11510	23.91	48138
1993	7842	16.03	30025	61.37	11056	22.60	48926
1994	9510	16.15	36048	61.22	13322	22.63	58880

Fuentes: 1970-1975: Nafinsa, LA ECONOMÍA MEXICANA EN CIFRAS, 1982.

1976-1996: Banco de México, INDICADORES ECONOMICOS, varios números.

**Cuadro 13. México: Evolución de la cuenta de capital**

(Millones de dólares)

Año	PIB	C corri	Total	Cuenta de capital			IED	IED acum	Inversión extranjera de cartera			Err/omis	Var res	
				Pasivos L.PI	Pasivos C. PI	Pasivos totales			Deuda	Total	M. accion			M din nac
1970		-1187,9	848,6			324,2	-2,3	184,6					396,1	102,1
1971		-928,9	895,7			450,6	-28,9	173,0					193,5	200,0
1972		-1005,7	432,5			546,0	37,8	156,1					798,7	264,0
1973		-1528,8	2051,2			1370,0	69,9	221,7					-400,2	122,3
1974		-3226,0	3822,5			2499,3	29,1	290,9					-559,6	36,9
1975		-4442,6	5458,9			3477,5	456,1	204,1					-851,2	165,1
1976		-3683,3	5070,0	5619,8		5417,9	4215,5	211,8					-2390,6	1004,0
1977		-1596,4	2276,0	6446,1		6232,3	3872,5	327,0					-22,5	657,1
1978		-2693,0	3254,1	8565,9		8343,3	4063,2	385,1					-127,0	431,1
1979		-4870,5	4533,3	10885,9		10415,0	3146,7	782,2					686,2	418,9
1980		-10739,7	11442,2	10443,2	2243,6	12686,8	10531,8	2155,0					98,0	1018,5
1981		-16052,1	26356,9	18942,6	11710,5	30616,6	27780,9	2835,8					-9030,3	1012,2
1982		-6221,0	9752,7	16639,6	-5930,9	10576,9	8919,6	1657,5					-6831,8	-3184,8
1983		5418,4	-1416,4	7111,7	-5062,8	2269,6	1809,1	460,5					-884,0	-3100,8
1984		4238,5	38,9	3913,2	-1972,0	2058,2	1667,2	391,1					-924,3	3200,9
1985		404,5	-316,4	1812,0	-751,9	1060,1	-923,5	1983,6					-2511,5	-2328,4
1986		-1770,5	2715,5	2752,8	-203,7	2549,1	148,3	2400,7					-342,2	985,0
1987		3820,2	-1188,8	4442,2	-833,3	3608,9	974,3	2634,6					3469,0	6924,4
1988	173,5	-2922,1	-1163,1	407,3	183,7	591,0	-2289,0	2880,0					-2648,3	-7127,0
1989	206,9	-6085,3	3175,9	4393,3	-47,1	4346,2	677,3	3175,5		493,3	493,3		3305,0	271,5
1990	244,5	-7113,9	8163,6	12742,1	4121,1	16863,2	12235,4	2633,2		1994,5	1994,5		2183,2	3414,3
1991	287,2	-13282,8	20179,0	18047,5	3602,2	21649,7	9348,2	4761,5		30905,5	12742,5	6332,0	1241,0	7821,5
1992	329,3	-24438,5	26572,6	22403,6	-1413,2	21020,7	3697,9	4392,8		35298,3	18041,0	4783,1	8146,9	5111,1
1993	367,7	-23399,2	32482,3	33331,7	1629,9	36084,8	13966,7	4388,8		39687,1	28919,3	10716,6	7405,7	10797,0
1994	377,1	-29662,0	14584,2	19154,7	1099,5	20254,2	7140,3	10972,5		50659,6	8182,2	4083,7	-2225,3	6323,8
													-3313,6	-18389,3

Fuente: Elaborado con datos de Banco de México, INDICADORES ECONOMICOS e INDICADORES ECONÓMICOS, serie histórica Nov. 1991 (1970-1984) y Feb. 1993 Cuadro IV-1 (1985-91)

Entre 1987-1989 se consolidó la pérdida de importancia que los bienes de capital venían experimentando durante la década pasada al pasar de 31.6 por ciento en 1981 al 20.4 por ciento en 1989. Como se aprecia en el cuadro 12, esta no es una caída sólo en términos relativos, ya que en términos absolutos estas importaciones se reducen de 7,574 MD a 4,767 MD en el mismo periodo con el nivel más bajo de 2,197 MD en 1983. A partir de 1990 los bienes de capital incrementan su participación ligeramente como resultado de un incremento sustancial en términos absolutos al pasar de 6.8 MMD en 1990 a 13.3 MD en 1994. Pero es con la Administración Zedillo que por primera vez la importación de este tipo de bienes representa menos del 20% del total importado.

## 8. Exportación y autosuficiencia financiera

Las tendencias observadas son paradójicas en una economía que como la mexicana tiene un sector reducido de producción de bienes de capital simultáneamente a que invierte

una parte mínima de su producto en investigación y desarrollo tecnológico. Lograr el cambio estructural que se pretende y hacer más eficiente la economía por medio de una reducción en la importación de bienes de capital y un incremento en la importación de bienes de consumo no parece ser la política óptima. Se podría confirmar esta contradicción apuntando al hecho que los industriales nacionales han dejado de serlo para convertirse en comerciantes de bienes de importación. Según CANACINTRA en 1988 existían en el país 1,183 empresas de bienes de capital, dos años más tarde se habían reducido a 900, además que de 1982 a 1988 un 30% de las empresas ya habían desaparecido (1988). González Marín concluye que "los gobiernos de Miguel de la Madrid y de Carlos Salinas de Gortari en vez de favorecer a esta industria la han liquidado" (1996, p.93).

Una explicación teórica de este comportamiento puede ser que en el logro del objetivo exportador se pasó, en realidad, de una estrategia implícita de sustitución de importaciones a otra que clasificamos, siguiendo a Bhagwati, como ultra promocional de exportaciones. Dicha estrategia no fue estrictamente libre de incentivos, es decir, no fue una estrategia neutral. De hecho, se han dado substantivos incentivos en favor de la exportación al propiciar que la tasa de cambio efectiva para las exportaciones sea mayor que la correspondiente a las importaciones lo cual se atestigua con los grados de subvaluación que caracterizan al tipo de cambio en este segundo periodo.

Esta es una característica de la paridad mexicana sin consideración del año base en que se calcula el índice de valuación, como lo demuestra claramente Morales Castañeda (1996). En la medida que la sobrevaluación se redujo igualmente se desaceleró la dinámica exportadora, como lo atestiguan las diferencias en tasas de crecimiento de las exportaciones de los sexenios de De la Madrid y de Salinas de Gortari. Esta política llevó así a lo que H. G. Johnson denominó un crecimiento "pro-ultra sesgado hacia el comercio". El dilema es que en esta perspectiva "la demanda por bienes producidos internamente cae, y el país tiende en términos absolutos a una menor autosuficiencia" (Johnson, 1968, p. 284). Naturalmente esta caída de la demanda por bienes producidos internamente tiene que ser satisfecha por medio de importaciones, lo cual ya se ha hecho evidente. Los gérmenes de esta tendencia se pueden apreciar igualmente en el consumo privado del mercado interno como en la formación bruta de capital. En el cuadro 14 emerge esta tendencia cuando el consumo de origen nacional en el mercado interno cae tanto en bienes duraderos como en



bienes y servicios no duraderos al pasar del 98.5 por ciento al 94.9 por ciento entre 1988 y 1994 en el primero y del 91.7 por ciento al 88.1 por ciento en el segundo. La contraparte es el crecimiento del consumo de origen importado que en términos globales pasa del 1.5 por ciento al 5.1 por ciento. Más marcada es, sin embargo, esta tendencia en la formación bruta de capital, como se aprecia en el cuadro 15. Aquí la construcción como la producción de maquinaria y equipo ceden tal espacio a la importación de estos bienes que de representar el 14% del total en 1988 pasan a representar el 25.9% en 1994. Un incremento de 82% en 7 años no es un fenómeno insignificante. Estas tendencias necesariamente implican un retroceso en el proceso de industrialización y naturalmente un estancamiento en el objetivo de lograr el cambio estructural por medio de la exportación.

**Cuadro 14. Gasto de consumo privado en mercado interior**

Años	Origen nacional			Origen importado		
	Total	B. dura	By S no dura	Total	B. dura	By S no dura
1988	98,5	6,9	91,7	1,5	0,5	1,0
1989	97,8	7,0	90,8	2,2	0,5	1,7
1990	97,1	7,3	89,8	2,9	0,7	2,2
1991	96,5	7,4	89,1	3,5	0,9	2,6
1992	95,6	7,5	88,1	4,4	1,2	3,2
1993	95,7	6,8	88,9	4,3	1,1	3,2
1994	94,9	6,7	88,1	5,1	1,5	3,6

Fuente: INEGI, SCNM, Tomo II, 1996.

Esta interpretación es de considerable relevancia para entender las implicaciones de la apertura sobre la actividad real pero más lo pueden ser para explicar las implicaciones del creciente déficit sobre las demandas de financiamiento. La dependencia comercial del exterior pareciera haberse revertido a partir de 1982, dado el superávit que aparece en la balanza comercial, pero en realidad lo que ocurrió fue una mayor dependencia del sistema financiero internacional a causa de dos factores: 1) la mayor necesidad de divisas para cumplir con los compromisos crecientes del endeudamiento y de su servicio y 2) las opciones de política de los países industriales para liberar a la gran banca de la amenaza de insolvencia de los deudores. Estas condiciones llevaron a profundizar la dicotomía financiera tanto a nivel internacional como al nivel nacional.

Años	Construcción			Maquinaria y equipo nacional			Maq y equipo
	Total	Residen	No residen	Total	E. transp	Maq y equip	importado
1988	60,6	29,8	30,9	25,3	10,9	14,4	14,1
1989	58,6	29,8	28,8	26,5	12,6	14,0	14,9
1990	56,1	27,5	28,8	25,9	12,9	13,0	18,0
1991	52,9	26,6	26,3	26,9	14,7	12,2	20,2
1992	50,7	24,7	26,0	25,2	14,1	11,1	24,1
1993	53,7	26,7	27,0	23,2	12,3	10,8	23,1
1994	53,2	25,6	27,6	21,0	10,7	10,3	25,9

Fuente: INEGI, SCNM, tomo II, cuadro 137, 1996.

## 9. La naturaleza de los flujos de capital y la reinserción financiera

El regreso a la condición de una balanza comercial deficitaria en 1989 simplemente regresó al país al desequilibrio comercial externo permanente experimentado desde inicios de la década de los cincuenta. Generalmente este desequilibrio ha sido negativo y caracterizado por su crecimiento, como se puede apreciar en la columna 8 del cuadro 10. Únicamente, entre 1982 y 1988 y nuevamente en 1995-1996 se ha experimentado un excedente comercial externo. Al nivel más amplio de la cuenta corriente, columna 10 del cuadro 13, esta tendencia negativa es aún más pronunciada y permanente, ya que sólo entre 1983 y 1985 es positiva. Este desequilibrio sistemático entre ingresos y egresos en las cuentas con el exterior ha impuesto al país un requerimiento permanente de flujos externos de capital.

Estos flujos, generalmente han sido superiores a los que el país requería para cubrir sus obligaciones con el exterior. Como se aprecia en la gráfica 8 únicamente en 1988, 1989, y 1994 han sido las entradas en la cuenta de capitales inferiores, en términos absolutos, a las salidas de la cuenta corriente.

En 1989 asentó la exigencia de nuevos requerimientos de financiamiento. Al desaparecer el excedente comercial con el cual se enfrentaba, aunque parcialmente, el pago de la deuda se hizo urgente llegar a un acuerdo más definitivo con los acreedores, principalmente la banca internacional, para una reestructuración de estas obligaciones. Igualmente, fue necesario encontrar nuevos canales para allegarse de los recursos financieros que el financiamiento del desarrollo imponía. El marco del Plan Brady facilitó

saldar el primer escollo al lograr la administración de Salinas de Gortari un arreglo con los acreedores que desactivo la bomba de tiempo en que se había convertido la deuda mexicana (Bailey y Cohen, 1987). A ello contribuyo una quita de principal de 35% y el cambio de una tasa de mercado a una fija de 6.25%, además de obtener una aportación de nuevos recursos financieros equivalentes al 25% de la deuda no comprometida en las dos opciones anteriores (SHCP, 1989; Aspe, 1990). Las reformas al sistema financiero nacional desde 1989, explicadas anteriormente, han constituido el elemento crucial para resolver el segundo escollo. Ellas facilitaron el camino de regreso a los mercados internacionales de capital.

Las formas de este financiamiento han sido tradicionalmente el endeudamiento externo y la inversión extranjera. Congruente con el planteamiento aquí postulado en años recientes un hecho a destacar es que el tipo particular de instrumentos en cada una de estas categorías se ha modificado. En el endeudamiento los préstamos bancarios han dejado de ser el instrumento preferencial para ceder su lugar a los fondos de inversión y los papeles comerciales como instrumentos de corto plazo y a los bonos internacionales como pasivos de largo plazo. La participación de México en el mercado internacional de bonos pasó del 1.3% al 2.2% entre 1991 y 1994 mientras que el crédito bancario bajó del 0.5 al 0.3 entre 1991 y 1993 aunque luego creció hasta el 0.9% en 1994.

Por su parte, en el flujo de inversión extranjera, la inversión directa ha dejado de ser el instrumento único ante la importancia asumida por la inversión de cartera desde 1989. La entrada de inversión extranjera durante el sexenio salinista es considerada como uno de sus más grandes logros. De 1989 a 1994 ingresaron al país 97,108.2 MD, como se deduce del cuadro 13. Este monto es 7 veces superior al que ingreso en el sexenio de Miguel de la Madrid (1983-1988) que sólo totalizo 13,455 MD y casi cuatro veces el total históricamente acumulado hasta 1988 que llegaba entonces a 24,087 MD. En los seis años de Administración Salinista prácticamente se cuadruplicó la inversión extranjera existente en el país. Ciertamente hay que aceptar este hecho como un logro de primer nivel, pero no sólo por su volumen, sino por el cambio que tuvo en la composición. Los flujos de inversión de cartera y la emisión de activos en el exterior han substituido a los prestamos sindicados de una década previa.

La apertura de los mercados mexicanos a la inversión de cartera; esto es, la apertura al capital de corto plazo, como se puede ver en el cuadro 13, creció aceleradamente entre 1989 y 1993 pero pierde empuje en 1994 y 1995. Para 1997 han alcanzado una vitalidad superior a la que originalmente tuvieron en 1993.

La proporción entre inversión directa e indirecta en que se distribuye este flujo de inversión se modificó sustancialmente. El 28 por ciento del total, como promedio anual del periodo sexenal, entró como inversión directa con el propósito específico de coadyuvar a la producción de bienes y servicios y a la creación de empleos. Este bajo promedio es el resultado de una tendencia hacia la reducción en la importancia relativa de la inversión directa al pasar del 100 al 13 por ciento entre 1989 y 1993, con un incremento a 49 por ciento en 1994. La inversión de cartera crece de cero en 1988 a 51 por ciento en 1994 aunque alcanzó a ser el 87 por ciento del total en 1993.

Esta entrada masiva de capital contribuyó a que el ahorro externo llegara a ser equivalente al 7 por ciento del PIB a mediados de los noventa, lo cual fue un hecho inédito para el país por su magnitud, pero más significativa, por la forma en que crece el capital de cartera. Este cambio expresa el asentamiento de la dicotomía financiera que ocurre a nivel internacional con lo cual se manifiesta la paradoja que aparece en el comportamiento del ahorro interno y el ahorro externo de dejar de ser el segundo un complemento del primero para constituirse en un suplemento.

El paso definitivo hacia la globalización financiera se dio en 1989 cuando se permitió inversión extranjera en la BMV.<sup>16</sup> Por medio de fideicomisos que permiten la inversión extranjera a través de fondos neutros los extranjeros pueden adquirir acciones que previamente se reservaban a mexicanos. La entrada al mercado de renta variable se posibilitó por medio de Recibos de Depósito Americanos (ADR), inversiones neutras, acciones de libre subscripción y fondos de inversión cotizados en el extranjero (BMV, Resumen Bursátil, vol. 3, No. 11). La emisión de ADRs, esto es, los instrumentos para la adquisición “por parte de inversionistas extranjeros, de recibos negociables emitidos y administrados por un banco de inversión o comercial extranjero y que amparan acciones de una emisora mexicana” (Caro Razu, et al, 1995, p. 305), marca una nueva pauta en la globalización al crear una dependencia estrecha de la BMV con la de Nueva York, dado

---

<sup>16</sup>El sustento legal de este paso se tiene en la expedición del Reglamento de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera del 16 de mayo de 1989.

que los movimientos en el valor de las acciones de empresas mexicanas como Telmex, Cemex, etc. en aquel mercado repercuten inmediatamente en México. Este ha sido un fenómeno global promovido por el auge en la emisión de ADRs en los mercados internacionales que incentivó el reordenamiento jurídico del mercado de valores de Estados Unidos, por medio de la regla 144A y el reglamento S para aceptar operaciones de valores extranjeros.<sup>17</sup> En el cuadro 15A se aprecia el rápido crecimiento que se dio de estos instrumentos entre 1990 y 1994. En montos totales llegó a 51.3 MMD para 1993 aunque en 1994 se redujo apreciablemente. Igual tendencia tienen los ADRs que llegaron a sumar 32.1 MMD en 1993 pero se redujeron a 21.1 MMD en 1994. En 1997 se operaban ADRs de 42 empresas mexicanas en la Bolsa de Valores de New York.

Varios fueron los factores que hicieron posible estos flujos. En el orden internacional destacan dos que afectaban a los principales mercados de los países industriales. Uno son los excedentes de capital que han facilitado los fondos de inversión y el otro la caída generalizada de las tasas de interés nacionales e internacionales. Por ejemplo, la tasa de oferta interbancaria de Londres para depósitos en dólares a tres meses paso de 9.28 por ciento en 1989 a 3.29 por ciento en 1993 (FMI, 1997, p. s94) mientras que la tasa de letras del Tesoro de los Estados Unidos paso de 8.11 por ciento a 3.02 por ciento en el mismo lapso de tiempo (FMI, 1997, p. s102). El retorno de estas tasas a niveles más altos en 1994 y 1995 es, por el contrario, uno de los factores determinantes para la reducción de las entradas de capital a los mercados emergentes.

En el orden nacional hay que resaltar varios factores que se conjugaron para incentivar la entrada de capitales. Ellos han sido como resultado de la crisis de la deuda o de la política económica que se instrumento para resolver la crisis. Entre los primeros destaca el grado de subvaluación de las acciones mexicanas que ofrecían la compra de activos a precio de ganga. La rapidez con que crece el índice de precios y cotizaciones desde 1988 justifica esta afirmación. Del entorno macroeconómico causado por la política económica destacan varios elementos. Uno es el grado de subvaluación del tipo de cambio que permitió la flotación controlada hasta 1988 y el papel de ancla antinflacionaria que se le otorgó a la paridad a partir de 1989. Un atractivo crucial para los flujos fueron las tasas

---

<sup>17</sup>La regla 144A autoriza la operación de valores en carteras no menores a 100 millones de dólares de emisiones no afiliadas por medio de compradores institucionales calificados (Qualified Institutional Buyers). El reglamento 5 permite que los valores comprados bajo la regla 144A puedan venderse en mercados de valores extraterritoriales designados (Designated Offshore Securities Markets).

de interés nacionales más altas que las tasas internacionales como resultado de una política monetaria explícita para atraer capital. A este flujo en las expectativas contribuyó igualmente la política de privatización de bancos y empresas paraestatales al igual que la confianza que da una mayor acumulación de reservas internacionales.

La mayor estabilidad de precios que resultó de la política antinflacionaria y de la reducción del gasto público fue otro factor de consideración. La inflación de 160 por ciento de 1987 dio visos de que el país caía en un proceso hiperinflacionario que espantaría al capital, nacional como internacional, por lo tanto, la tendencia hacia abajo que se experimentó en el crecimiento de los precios a partir del Pacto de Solidaridad Económica sentó nuevas expectativas de mayor estabilidad, como veremos más adelante a este éxito también contribuye la dinámica que permite la dicotomía financiera.

## **10. Desequilibrio externo y tipo de cambio**

El manejo de la política cambiaria constituye uno de los grandes dilemas de la economía mexicana, como ya se ha podido apreciar. El problema no es exclusivamente de naturaleza técnica o de la complejidad teórica con que esta opción de política económica ha sido tratada en los últimos años. Es también un problema de naturaleza política, de poder económico y del aferrarse a preservar un cajón financiero de inmensa rentabilidad.

La vecindad con los Estados Unidos, con cerca de tres mil kilómetros de frontera mutua, adiciona grados de dificultad a esta tarea de estabilidad cambiaria por que facilita los flujos, legales o ilegales, pero también por que impide o dificulta la aplicación de medidas restrictivas que en algún momento se han hecho necesarias. En el cuadro 16 se refleja el manejo nominal del tipo de cambio desde 1950. Este manejo muestra la existencia de dos grandes periodos en la dinámica cambiaria. Uno es de 1954 a 1975 en que la paridad permaneció fija y otra que comprende los últimos 20 años en que la paridad ha sufrido una constante pérdida de su valor aunque a diferentes ritmos a lo largo del periodo.

Con la devaluación de 1976 se intentó corregir el dilema conceptual entre objetivo e instrumento con que funcionó la política cambiaria. Hasta entonces y bajo el cobijo de los acuerdos de Bretton Woods la paridad fija significó estabilidad monetaria y de precios por

lo cual su permanencia se convirtió en un fin de la política económica por lo que su uso con fines de equilibrio externo fue excluido.

**Cuadro 16. Evolución del tipo de cambio**  
(pesos por dólar)

Año	TC nominal promedio	Tasa creci	TC nom fin perio	Tasa creci	TC interno*	Tasa creci	TCR peso2 1970=100	TCR peso3 1980=100
1949	0,00865							
1950	0,00865		0,00865					
1951	0,00865	0,0	0,00865	0,0				
1952	0,00865	0,0	0,00865	0,0				
1953	0,00865	0,0	0,00865	0,0				
1954	0,01134	31,1	0,01249	44,4				
1955	0,01249	10,1	0,01249	0,0				
1956	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1957	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1958	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1959	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1960	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1961	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1962	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1963	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1964	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1965	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1966	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1967	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1968	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1969	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1970	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1971	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1972	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1973	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1974	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1975	0,01249	0,0	0,01249	0,0				
1976	0,01544	23,6	0,01995	59,7	0,020			
1977	0,02257	46,2	0,02274	14,0	0,023	13,9		
1978	0,02276	0,8	0,02272	-0,1	0,023	0,0		
1979	0,02280	0,2	0,02280	0,3	0,023	0,4		
1980	0,02295	0,7	0,02326	2,0	0,024	3,7	107,8	100
1981	0,02451	6,8	0,02623	12,8	0,026	10,9	90,8	81,9
1982	0,05717	133,3	0,14850	466,2	0,096	267,1	124,2	119,6
1983	0,15030	162,9	0,16135	8,7	0,144	49,1	135,2	196,1
1984	0,18519	23,2	0,20997	30,1	0,192	33,7	110,9	191,6
1985	0,31027	67,5	0,47750	127,4	0,368	91,8	106,8	186,0
1986	0,63787	105,6	0,91500	91,6	0,915	148,5	155,9	279,6
1987	1,40580	120,4	2,22500	143,2	2,210	141,5	169,4	323,2
1988	2,27260	61,7	2,28100	2,5	2,281	3,2	139,2	263,8
1989	2,45910	8,2	2,64100	15,8	2,350	3,0	128,9	223,6
1990	2,81120	14,3	2,94500	11,5	2,940	25,1	129,6	214,3
1991	3,01700	7,3	3,07100	4,3	3,071	4,5	118,2	197,5
1992	3,09000	2,4	3,11500	1,4	3,112	1,3	111,3	179,9
1993	3,11500	0,8	3,10500	-0,3	3,106	-0,2	104,5	180,5
1994	3,37400	8,3	5,32500	71,5	5,325	71,4	111,3	198,8

\* Aplicable para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana y para liquidar Tesobonos y coberturas cambiarias de corto plazo.  
Fuente: INDICADORES ECONOMICOS, Banxico.

Se permitió así que el superávit comercial de 187 MD de 1949 se convirtiera en un déficit de 3,638 MD para 1975 con lo cual el coeficiente de autosuficiencia exportadora se

reduce en cerca del 70 por ciento al pasar de 1.36 a 0.46 (Véase cuadro 10). Este resultado responde a la evolución del tipo de cambio real pues a pesar de la paridad nominal fija el déficit comercial experimento permanentes altas y bajas algunas de gran magnitud como las de 1955-1957 y 1972-1975.

Luego de la realineación de 1976 se dio un manejo más instrumental del tipo de cambio al aceptar una devaluación del 29 por ciento en los siguientes cinco años. Esta política devaluatoria no impidió que el déficit comercial continuara creciendo a un promedio anual de 68 por ciento entre 1977 y 1979. La insuficiencia de esta política cambiaria implicó un manejo de la paridad más acorde con la vieja concepción de que ésta es un objetivo de política más que de instrumento de la misma. Este es el significado de movimientos mínimos en el valor nominal del tipo de cambio a partir de 1977, especialmente considerando que entre 1978 y 1980 la paridad permaneció relativamente fija. Dada la dinámica inflacionaria no es de sorprender que en estos últimos años se estableció nuevamente una paridad real que no solamente sobrevaluó el tipo de cambio sino cuyo nivel de sobrevaluación se incremento paulatinamente entre 1976 y 1981. Según Mancilla esta sobrevaluación llegó al 52.9 en enero de 1982. (1982, p. 238).

Se manifiesta así el sesgo anti-exportador del tipo de cambio en este periodo el cual se erigió como el principal factor neutralizador de los subsidios implícitos a la exportación que debía de promoverlas. Al considerar al tipo de cambio como un objetivo de política económica más que como un instrumento de apoyo al comercio exterior se permitió y se mantuvo un grado de sobrevaluación que favorecía las importaciones a costa de las exportaciones. Esta característica de la política cambiaria hizo que los subsidios fiscales y financieros con los que se apoyo al comercio exterior apenas si compensaron la sobrevaluación del tipo de cambio. Optar por la devaluación en 1976 fue una necesidad ineludible ante la imposibilidad de sostener el déficit comercial pero la necesidad de ajuste ante los flujos de capital también hizo imperativa esta corrección de la paridad. La economía mexicana se ajusta así a las transformaciones del desacoplamiento financiero que el sistema internacional de tipos de cambio flexibles comenzó a promover desde 1971. Los cambios en paridad se repiten después de 1976 en sucesivas ocasiones hasta la terminación del sexenio de López Portillo pero sin que éstas decisiones cambiarias implicaran una modificación básica y fundamental en la concepción y en la instrumentación de la



estrategia pasiva de inserción global. Como se ha observado la sobrevaluación creció paulatinamente a la par que lo hizo el déficit comercial que aumento en 264 por ciento al pasar de 1,054 MD en 1977 a 3,846 MD en 1981. Ya sea por error o por omisión en el manejo cambiario el hecho a resaltar es que la política devaluatoria no fue funcional al objetivo de equilibrar las cuentas comerciales con el exterior, tal y como lo recetan los libros de texto.

El Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE) instrumentado por el gobierno de De la Madrid en diciembre de 1982 como un tratamiento de choque pretendió ser un paquete para enfrentar la crisis desatada por la deuda externa. El paquete impuso una política estabilizadora de corto plazo que al restablecer la estabilidad financiera y controlar la inflación sentaría las bases para poner en marcha un plan de cambio estructural de largo plazo por el fomento de la competitividad del aparato productivo, el incremento de la capacidad de ahorro nacional y el adelgazamiento del estado. Se buscó un nuevo dimensionamiento de la política cambiaria a fin de estimular las exportaciones y estabilizar el mercado de divisas al igual que reducir el gasto público como medios para controlar la inflación. La austeridad fiscal y la nueva paridad llevarían a resolver el déficit comercial externo. La función del tipo de cambio se modifica radicalmente al perder el carácter de objetivo de política y pasar a ser un instrumento de política. Se redimensiona la política cambiaria al otorgársele funciones para estabilizar el mercado de divisas y estimular las exportaciones. Estas funciones que realizaría un tipo de cambio realista implicaban la eliminación de los subsidios cambiarios que anteriormente alentaban la importación. En la nueva estrategia de política activa se opta por mantener un tipo de cambio subvaluado, el cual hace las veces de un impuesto implícito sobre las importaciones a la vez que promueve la actividad exportadora al hacer la producción nacional relativamente más competitiva.

Para lograr este objetivo se optó por mantener el sistema de doble paridad establecido por López Portillo el primero de septiembre de 1982. Se tuvo así una paridad libre, cuyo equilibrio se definió en 150 pesos por dólar, y otro controlado, a un nivel de 100 pesos por dólar utilizado para las transacciones comerciales y de servicios no factoriales. El objetivo cambiario de largo plazo propuesto estaba en la unificación de las dos paridades a fin de eliminar la especulación (Mancera, 1983). Se instrumenta una política de deslizamiento diferenciado para las dos paridades que permitiría alcanzar el objetivo de

unificación dado un deslizamiento más acelerado del cambio libre. Técnicamente implicó llevar a que el  $TCE_x$  fuera superior al  $TCE_m$  con lo cual se tenía formalmente un modelo de promoción de exportaciones. En realidad la economía funcionó sobre el tipo de cambio controlado, al considerar que el libre no era el relevante para la economía real. Este esquema muestra una prioridad de corto plazo pues con el tiempo la volatilidad de las expectativas, la preferencia a hacer pagos anticipados de duda externa privada y la sobrerregulación financiera se irían eliminando para dar más flexibilidad al sistema (Córdoba Montoya, 1981).

Este nuevo enfoque se caracteriza por una permanente pérdida nominal del valor del peso libre que acumulo una devaluación de 466 por ciento en 1982. De entonces a finales de 1994 el peso se devaluó en 2,164 por ciento al pasar la paridad nominal de 149 a 3,374 pesos por dólar. Fue esta dinámica la que facilito el mantenimiento de un "tipo de cambio realista" que, en realidad, significó un peso subvaluado para hacer posible el objetivo exportador. El grado de subvaluación experimentado creció hasta 1987 dado el acelerado ritmo de devaluación como consecuencia de la incapacidad para controlar la inflación. A partir de entonces el grado de subvaluación se perdió ante la reducción del ritmo devaluatorio. Un grado de subvaluación de 34 a 36 por ciento en 1986-1987 se convirtió en uno de 9 al 11 por ciento para 1990. Sin duda el objetivo exportador se logro, como ya lo he apuntado arriba, sin embargo el manejo cambiario no corrigió el desequilibrio comercial. Si bien en 1982 el déficit se transforma en superávit hay que aceptar que la imposición de permisos previos al 100 por ciento de las importaciones jugo un papel decisivo en este logro. El excedente de exportaciones logrado en 1983 no pudo mantenerse a pesar de las devaluaciones constantes que instrumentó la administración de De la Madrid como indican los datos anteriores. El menor ritmo de devaluación impuesto por el régimen de Salinas de Gortari tampoco pudo evitar que el déficit en el que se incurrió en 1989 pudiera ser controlado. Por el contrario, el control sobre el déficit externo se perdió totalmente al aceptar el papel del tipo de cambio como un ancla anti-inflacionaria.

Este manejo de la estrategia cambiaria, con objetivos de corto plazo pero con una visión de largo plazo para lograr el cambio estructural y fortalecer la capacidad exportadora nacional buscaba, según Córdoba Montoya, mantener la soberanía nacional sobre la moneda nacional. Esta postura es defendida al argumentar que "Por medio de este sistema

México fue capaz de evitar, en algunas ocasiones un impacto negativo y permanente sobre la economía real de movimientos especulativos y transitorios en el mercado de divisas" (1981, p. 38). Más correcta me parece la posición que sostienen González y Calzada al argumentar que la incapacidad del Estado para controlar la especulación cambiaria y financiera impidió lograr el objetivo de eficacia productiva y mayor crecimiento económico (1985).

En realidad el programa de política económica de De la Madrid estuvo diseñado para enfrentar en forma inmediata el problema de una deuda externa de 92,400 MD y su servicio que en 1982 llegaba al 62.2 por ciento del valor de las exportaciones. Es difícil sostener que la política cambiaria fue pensada como un medio para resolver el desequilibrio externo. La negativa del gobierno de incumplir las obligaciones con los bancos acreedores llevó a varias reestructuraciones de la deuda por que el servicio que se debía cubrir entre 1983 y 1985 era muy elevado a consecuencia del gran número de préstamos de corto plazo obtenidos entre 1981 y 1982 (Gutiérrez, 1988). Las negociaciones con los acreedores no cumplieron con la necesidad de estabilizar las finanzas y reducir las presiones del servicio lo cual no sólo llevó a un incumplimiento en el propósito de incrementar el ahorro interno sino que inicio una caída del mismo que aún no se resuelve, como ya se menciono anteriormente. Lo que la negociación si hizo fue facilitar nuevos fondos que permitieran cubrir el servicio de la deuda (Devlin, 1989). Se dio así un reciclaje de la deuda para que los bancos acreedores no cayeran en una situación de insolvencia pero sin llegar a una solución ni de la deuda ni de las presiones sobre el tipo de cambio. De hecho la política cambiaria realista de mantener la paridad subvaluada pudo ser uno de los factores centrales de la incapacidad para controlar la inflación por el gobierno de De la Madrid.<sup>18</sup> Por el contrario, Salinas al mantener más estable el tipo de cambio fue incapaz de evitar el desequilibrio comercial. No se puede, entonces, menos que aceptar el planteamiento de Lustig de que este fue un "ajuste caótico porque las políticas aplicadas fueron incongruentes" (1994, p. 44).

---

<sup>18</sup> Esta relación entre subvaluación del tipo de cambio real e inflación es demostrada por Kamin (1996) y Calvo, Reinhart y Vegh (1994).

## 11. La política cambiaria y los flujos de capital

La hipótesis aquí aceptada es que esta ineficacia de política de devaluación para lograr el equilibrio comercial deriva de la autonomía adquirida por el mercado cambiario frente a los flujos de bienes y servicios y su fortalecimiento como un espacio independiente de ganancias. En los términos de Omaha ello significa que este mercado se ha convertido en un cajón financiero por derecho propio.

En las condiciones de internacionalización financiera la tasa de cambio deja de responder a los diferenciales inflacionarios que plantea la hipótesis de la PPA para convertirse en una función de las corrientes de capital. El horizonte especulativo de corto plazo se convierte en el factor determinante del mercado cambiario. Es esta actividad la que impone, determina y define las fuentes de información que afectan el comportamiento de la tasa cambiaria. La preferencia de corto plazo aparece debido a que la especulación presenta una ventaja de costo, no obstante que esta preferencia se tiene que enfrentar con información incompleta y distinta a la que proyectan las variables fundamentales. Las variables decisivas, en estas condiciones, son el riesgo cambiario y el rendimiento esperado y el factor intermediador es el arbitraje o más bien el alto premio que demandan las tareas de arbitraje, con lo cual se desatiende el supuesto normal de capitalistas neutrales al riesgo que se asume en los modelos tradicionales. La existencia de este premio implica la existencia de factores de expectativas, tal como lo plantea Goodhard (No. 21). El riesgo cambiario y las ventajas de costos imprimen el carácter corto-plazista que ha venido adquiriendo la actividad cambiaria en la última década. La tasa de interés mantiene una relación con la cambiaria, al ser un factor que sirve para incentivar la entrada de capitales pero aceptando que es la tasa de interés no bancaria ( $i_{bu}$ ) la relevante. Una tasa de interés que ofrezca un mayor diferencial, vis a vis el extranjero invitará un mayor influjo de capitales. Esta forma para atraer flujos resulta ser, sin embargo, un factor negativo para las inversiones reales e irreversibles cuya perspectiva de maduración es necesariamente de largo plazo.

La preponderancia de la actividad financiera impone una relación entre tasas de interés de los mercados bursátiles y el tipo de cambio que favorece el flujo de capitales pero crea una estabilidad monetaria frágil al hacer que estas variables monetarias dependan de

las corrientes de capital y no de los factores fundamentales de la economía, como se supone debe ser (Clark, Bartolini, Bayoumi, Symansky, 1994). En México este hecho se puede constatar si se compara el volumen de operaciones cambiarias frente al volumen de operaciones comerciales. McCauly (1997) presenta información que coloca el volumen diario del mercado cambiario local mexicano en 2.1 MMD en abril de 1995 y 2.2 MMD en abril de 1996 según datos del Banco de México. Según estimaciones del Citibank el volumen global en marzo de 1996 fue de 1.2 MMD. Considerando que en 1996 se tuvieron ingresos externos totales por 115.5 MMD y egresos totales por 117.5 MMD parece correcto asumir un mercado cambiario que basado en fundamentales alcanzaría a los 118 MMD anuales lo cual implica un volumen diario de 472 MD.<sup>19</sup> Ello significa que en el mejor de los casos el mercado cambiario mexicano en 1996 fue 2.5 veces mayor que el que se requeriría basado en factores fundamentales y en el peor de los casos sería 4.6 veces. Se asume así la importancia que los flujos no comerciales tienen en esta actividad, pero quizás más importante, el papel que la especulación ha alcanzado en este mercado.

El tipo de cambio se hace más volátil a las expectativas que los agentes tienen sobre el riesgo y el rendimiento en horizontes temporales cada vez más cortos que en nada dependen de los flujos de mercancías. Una devaluación en estas circunstancias afecta la composición del portafolio porque modifica la tasa esperada de ganancia financiera. De ahí que se establezca una interdependencia entre la actividad especulativa y los precios de los activos financieros. Esta nueva perspectiva cuestiona la validez del argumento de que las expectativas sobre el tipo de cambio futuro incluye a los precios actuales. Aparece aquí un conflicto de información incompleta que cuestiona la validez de la hipótesis de mercados perfectos. En esta perspectiva, la devaluación espanta a los capitales pero no funciona, como el libro de texto tradicional postula, corrigiendo los desequilibrios comerciales.

En el caso mexicano la falta de congruencia entre los movimientos de la paridad y los del saldo comercial orientan a dar credibilidad a esta postura. El esquema tiende a repetirse en los noventa como se dio a final de los setenta y principios de los ochenta. En estos periodos México es receptor de una considerable entrada de capital, lo cual hace que el peso llegue a sobrevaluarse por la entrada de capitales y no por el déficit comercial. De

---

<sup>19</sup> Se asumen 250 días hábiles.

hecho, la relación causal es la opuesta a la versión ortodoxa: el déficit comercial resultó porque el peso se fue sobrevaluando progresivamente por el excesivo flujo de capitales.

## **12. La devaluación contractiva**

A estas incongruencias en la política cambiaria hay que agregarle el relativo éxito exportador sin un arrastre del crecimiento interno. Una explicación que encuentra apoyo en el caso mexicano es la del carácter contraccionario que tiene un proceso de liberalización sobre la base de una política de devaluación de la moneda. Esta es la esencia de los postulados de la “devaluación contractiva” que Krugman y Taylor (1978) reintrodujeron en el debate a finales de los setenta.<sup>20</sup> Este planteamiento difiere del modelo convencional en el cual la devaluación tiene un efecto expansivo del producto porque aumenta la producción de bienes comerciales. En oposición, el efecto contractivo de la devaluación aparece cuando ésta repercute negativamente sobre el producto.

Varios son los canales que han sido propuestos por los que la devaluación puede incidir negativamente en el producto. Los más relevantes para este trabajo son los que relacionan la devaluación o las expectativas de devaluación sobre la producción vía el crédito o el dinero. El volumen de crédito o del dinero constituye un canal del efecto contractivo porque la devaluación al inducir un incremento de los precios afecta negativamente el nivel de los depósitos, o de los fondos prestables y consecuentemente el nivel del crédito bancario con obvias repercusiones sobre la oferta agregada. Puede entenderse este mecanismo como una forma de operación del canal crediticio para la transmisión de la política monetaria que se examinó en la segunda parte. Sólo hay que recordar que el postulado central de dicho enfoque sostiene que los choques en los mercados de crédito repercuten sobre la economía real.

Un análisis precursor de este enfoque fue el introducido, a inicios de los setenta, por Dornbusch (1973). Su aportación al análisis de la devaluación parte de postular el efecto positivo de la devaluación sobre la cuenta corriente vía la reducción del valor real de los

saldos monetarios que ocurre ante un impacto devaluatorio. En esta perspectiva, la devaluación contrae el producto dado que la reducción de los saldos monetarios induce a una caída del gasto. El contra-argumento monetario a su modelo keynesiano se dio apuntando que este efecto negativo de la devaluación sobre el producto es poco importante, además puede resolverse fácilmente si la autoridad monetaria en lugar de dedicarse a estabilizar la tasa de interés se orienta a la estabilidad de algún agregado monetario.

Otra contribución relevante más reciente en este enfoque es la de Wijnberger (1986) al sostener que la oferta agregada se ve afectada por la devaluación vía el volumen real del crédito bancario. El efecto contractivo ocurre cuando la dinámica de indización transmite uno a uno el grado de devaluación a los precios y a los salarios nominales dejando los términos de intercambio y los salarios reales intactos. En estas condiciones un crecimiento de los precios de la misma magnitud que el grado de devaluación implica una reducción del volumen real del crédito bancario y de la base monetaria con efectos centrales sobre el producto. La reducción del crédito bancario presiona las condiciones de demanda con el efecto de elevar las tasas de interés lo cual se representa por un movimiento hacia arriba de la curva LM. Por supuesto, no hay movimiento en la demanda agregada dado que la relación entre el sector monetario y el real ocurre por medio de la tasa de interés. El efecto final es un nivel menor de producción con una tasa de interés más alta dando como resultado los impactos tradicionales que un aumento del interés tiene sobre la inversión pero además resulta en un aumento del costo del capital de trabajo. El resultado final se complica por el posible impulso inflacionario que se puede derivar de la devaluación inicial.

Un argumento adicional es el de Buffie al postular que la devaluación puede ser expansionaria si con ella se logra producir una disminución en el nivel de la tasa de interés lo cual incentivara la inversión productiva. La dificultad es que la tasa de interés esta, según Buffie, determinada por fuerzas de mercado ligadas directamente a la demanda y la oferta de los mercados financieros. La demanda de prestamos originada por los efectos de la devaluación sobre el interés tenderá a crecer dependiendo del grado de indización de los salarios nominales mientras que la oferta de prestamos esta condicionada por la

---

<sup>20</sup>La literatura sobre el tema y su modelación comienzan a tener importancia en los años ochenta no obstante que el tema lo había puesto sobre la mesa A. Hirschman en 1949. (Hirschman, 1949). Algunas aportaciones recientes son: Krugman y Taylor, 1978; Van Wijnbergen, 1986; Gylfason y Schmid, 1984; Shafiqul, 1984; Edwards y Van Wijnbergen, 1986; Buffie, 1984.

disponibilidad de bonos extranjeros, pero más precisamente aquellos denominados en dólares. En estas condiciones se postula que si la parte de los activos indizados en dólares que forma parte de la riqueza financiera es mayor que el grado de indización de los salarios la tasa de interés tenderá a la baja como consecuencia de la devaluación con un efecto positivo en estimular la producción. Cuando ésta condición no se cumple la devaluación será, entonces, contraccionaria. Este efecto de la devaluación a través de las tasas de interés también se encuentra en el modelo de Bruno (1979) quien considera que la devaluación al inducir una caída en la oferta de dinero incrementa el costo financiero del capital de trabajo.

En la perspectiva de la devaluación contractiva no se niega la posibilidad de que se puede lograr el objetivo de equilibrar la balanza comercial con un cambio en la paridad pero ello ocurre al costo de contraer la producción. Un punto neurálgico del debate actual se centra en si estos son efectos de corto plazo o si también se propagan en el largo plazo. La idea es que la devaluación nominal al llevar incrementos proporcionales en los precios implica que en el largo plazo el tipo de cambio real y la actividad real no se ven alterados (Lizondo y Montiel, 1989). El impacto de corto plazo ocurre porque el efecto en los precios es inmediato, pero toma tiempo para que ocurra lo mismo con los activos o con la oferta monetaria.

En el contexto de la globalización financiera estos posibles efectos de la devaluación frente a las opciones de política monetaria adquieren gran importancia. Por ejemplo, cuando la devaluación ocurre en el contexto de una política que mantiene el acervo nominal de dinero fijo el resultado es una reducción del acervo real de dinero con el consecuente efecto de incrementos en la tasa de interés que, por tanto, causa una reducción de la inversión provocando un efecto negativo en el producto. Igualmente si las autoridades optan por reducir el acervo monetario directamente se induce a una caída de la demanda por bienes no comerciables lo cual tiene un impacto negativo en los salarios reales, en la oferta de empleo y, consecuentemente, termina en una caída de la producción aunque se logre mejorar la balanza comercial por qué los efectos en la producción debilitan la demanda por importaciones. El canal por el que se dan estos efectos es, en realidad, una reducción en los saldos monetarios reales que al alterar la composición de la riqueza y la disponibilidad de crédito afecta los índices de acumulación.



La evidencia empírica de estos efectos de la devaluación se ha ido acumulando con resultados no todos positivos para demostrar la validez de este postulado como lo reseñan Lizondo y Montiel (1989). El caso de México ha llamado particular atención por lo que siempre se le incluye en los estudios multi-país (Edwards, 1989; Agenor, 1991; Morley, 1992; Kamin y Klau, 1997). En los últimos años, sin embargo, se han presentado algunos resultados específicos para la experiencia mexicana con resultados que tienden a confirmar la validez de esta hipótesis. Rogers y Wang (1995), Santaella y Vela (1996), Copelman y Werner (1997) y Kamin y Rogers (1997), Sawyer y Sprinkle (1987) coinciden en demostrar que la depreciación del tipo de cambio ha llevado a reducciones en el producto. Los resultados de Copelman y Werner son particularmente significativos porque aportan evidencia de la hipótesis contractiva en el contexto específico de la existencia del canal crediticio para la transmisión de la política monetaria. Su conclusión más relevante para el propósito presente es la afirmación de que “los cambios en las expectativas de la devaluación (que se traducen plenamente en cambios de la tasa de interés nominal) tienen efectos reales porque alteran la cantidad del crédito disponible en la economía” (p. 103). Además encuentran que “Los choques experimentados por el volumen de crédito otorgado al sector privado, o por la cantidad real de dinero, explican entre el 13 y 39% de la varianza de la actividad económica manifestada por el modelo” (p. 78).

Si bien estos son resultados robustos que apoyan el argumento contractivo de la devaluación considero oportuno presentar evidencia propia y específica para el caso mexicano. He escogido elaborar un modelo que permita incluir elementos adicionales relativos a variables pertinentes a los efectos de la globalización en los términos aquí expuestos. El modelo que aquí se usa es una adaptación del presentado por Kamin y Klau (1977) en su análisis multi-país para examinar la controversia de los efectos de corto y largo plazo.

En este modelo las reacciones contraccionarias en el producto están relacionadas con elementos internos y externos a la economía nacional. Los cambios previos en el crecimiento del producto, que aquí se representa con  $\beta_3$ , constituyen un factor clave del modelo que naturalmente tiene una relación directa y positiva con el nivel de producción presente. A mayor crecimiento pasado mayor será el crecimiento presente del producto. La tasa de cambio tiene importancia, tanto desde la perspectiva de corto como de largo plazo.

Generalmente se ha aceptado que el efecto contractivo puede estar presente pero que no tiene duración con lo cual se identifica con el comportamiento tipo curva J. Los cambios en la paridad que tienen efectos temporales sobre el producto pero que desaparecen en el largo plazo dejando el nivel del producto de equilibrio estático sin cambios. Este efecto se refleja en el coeficiente  $\beta_1$ . Los cambios de paridad que tienen un impacto de más largo plazo, se consideran por el coeficiente  $\beta_2$ . Estos efectos cambiarios como su temporalidad implican una relación inversa con el producto ya que la depreciación implica que el producto no crece. La ecuación (1) representa estos factores en un modelo simple:

$$\Delta \log Y = \alpha + \beta_1 \Delta \log TCR + \beta_2 \log TCR_{-1} + \beta_3 \Delta \log Y_{-1} \quad (1)$$

Los resultados de este modelo simple pueden estar reflejando factores vitales que actúan sobre el tipo de cambio y el producto pero que no están considerados en la especificación. Así, los resultados pudieron estar reflejando una correlación con variables que afectan la economía real pero que no han sido introducidos en el modelo con lo cual se tendría una correlación espuria. En el contexto de la globalización financiera en la que se está situando a la economía mexicana en este trabajo se requiere incluir variables adicionales que den cuenta del fenómeno al considerar factores internos y choques que provienen del exterior. El choque interno más importante a considerar es el causado por la política monetaria bajo el supuesto de una relación directa entre estas variables. En forma convencional se usa una variable como la tasa de interés real de corto plazo para lo cual utilizare la tasa de CETES a 28 días.<sup>21</sup> La inclusión de choques externos es crucial dado el proceso de apertura e internacionalización experimentado por México y en el que se ubica este análisis. Ello lleva a plantear dos influencias externas. Por un lado, hay que considerar el ambiente financiero internacional que propicia la globalización y cuyas expectativas inciden en el ambiente interno. Este efecto puede ser modelado por la tasa de interés real de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a tres meses (TIRUS) por el efecto que sus movimientos tienen en todo el sistema. Finalmente, se debe captar el choque que la

<sup>21</sup> Tres observaciones de Kamin y Klau (p. 7) son particularmente apropiadas para el caso mexicano. Una es que cuando la tasa de inflación es alta y variable la tasa de interés nominal puede ser una medida poco confiable de la restricción monetaria. La otra es que cuando se usa como objetivo de la política monetaria alguna medida de la tasa de interés, nominal o real, la oferta monetaria se hace endógena y, por tanto, tampoco es confiable como indicador de la política monetaria. También puede cuestionarse lo adecuado de usar la tasa de interés real cuando existen controles sobre la tasa nominal.

dinámica financiera internacional expresada por los flujos de capital tienen sobre el crecimiento del producto. Para captar este efecto se utiliza el cambio en el coeficiente de la relación entre la cuenta de capital y el PIB. Estas variables adicionales dan un modelo más sofisticado en el que se combinan factores endógenos y exógenos en los siguientes términos:

$$\Delta \log Y = \alpha + \beta_1 \Delta \log TCR + \beta_2 \log TCR_{-1} + \beta_3 \Delta \log Y_{-1} + \beta_4 CETES + \beta_5 TIRUS + \beta_6 CC/PIB \quad (1)$$

Los resultados obtenidos de un análisis de regresión de mínimos cuadrados para el período de 25 años que va de 1970 hasta 1994 proporciona los siguientes resultados:

$$\begin{aligned} \Delta Y = & 1.02 - 0.178 TCR - 0.091 TCR_{-1} - 0.048 Y_{-1} + 0.005 CETES + \\ & (-3.65) \quad (-2.53) \quad (-3.10) \quad (0.003) \\ & 0.003 TIRUS - 0.001 CC/PIB \\ & (2.33) \quad (-0.66) \end{aligned}$$

$$R^2 = 77.5$$

$$EER = 0.019$$

$$\text{Durbin Watson} = 2.18$$

$$\text{F-estadística} = 10.35$$

Estos resultados son robustos en confirmar el carácter contraccionario de la devaluación al igual que enfatizan el predominio de los factores internos sobre los externos. En conjunto están variables con un coeficiente de regresión de 77.5 y un bajo nivel de error (0.019) tienen un nivel explicativo adecuado del comportamiento del producto. En lo individual cuatro de las seis variables se comportan en la manera esperada. El tipo de cambio, en sus dos versiones de corto como de largo plazo, muestra la existencia de una relación inversa con el producto desde una posición estadísticamente significativa (valores de la estadística t en paréntesis). El efecto de corto plazo aparece como el más fuerte, tal

como podría esperarse. Igualmente significativos son el comportamiento rezagado del producto y el ambiente financiero internacional representado por el mercado financiero de los Estados Unidos (TIRUS) aunque este último aparece con muy poca fuerza. Por el contrario, la política monetaria nacional y los flujos de capital manifiestan no tener un efecto importante y directo sobre el comportamiento del producto. No puede despreciarse el hecho, sin embargo, que los flujos de capital presentan un signo negativo lo cual concuerda perfectamente con los postulados de este trabajo.

### **13. Desacoplamiento y eficiencia de los mercados.**

En la economía mexicana el desacoplamiento financiero toma forma definitiva en el sexenio Salinista aunque las condiciones que lo permiten han venido ordenándose paulatinamente desde la década de los años setenta. El enorme flujo de capital de portafolio que ingresó al país a partir de 1989 hay que relacionarlo con la consolidación de la dicotomía entre intermediarios bancarios y mercados de capital. Este flujo de capital al obligar a consolidar esta forma dicotómica de funcionamiento del sistema financiero mexicano impuso una mayor dependencia en el funcionamiento de los mercados financieros nacionales respecto del mercado internacional. Ello terminó por definir un funcionamiento de la economía que da prioridad a la actividad financiera sobre la productiva como los indicadores que presentare a continuación lo evidencian.

Un primer indicador de esta realidad se refleja en las tendencias del crecimiento global frente al de los sectores, especialmente el de servicios financieros. La tasa real promedio de crecimiento del PIB entre 1989 y 1994 es aceptable al situarse en 2.7 por ciento (base 1980). Más importante, sin embargo es el hecho que su tendencia es descendente al pasar de 4.4 por ciento en 1990 a 0.6 en 1993. Este comportamiento contrasta con el observado a nivel de los sectores. Mientras que el sector industrial crece a 3.16% promedio anual, el sector servicios lo hace al 2.87%. La producción industrial aparece así como la más dinámica al crecer por encima del crecimiento global. Sin embargo, cuando se desglosa la comparación sectorial, la dinámica es la opuesta. La producción manufacturera crece al 2.43% promedio anual por debajo del producto

industrial, mientras que los servicios financieros crecen el 5.27% promedio anual, muy por encima del promedio sectorial, aproximadamente el doble. Los servicios bancarios imputados, lo hacen aún más dinámicamente al crecer a 6.7% promedio anual. En consonancia, el PIB financiero muestra una clara y continua tendencia de crecimiento al pasar de una tasa de 1.6 por ciento en 1988 a una de 5.2 por ciento en 1994.

**Cuadro 17. Índice de volumen de la IFB**

Base 1980=100

Año	Enero	IFB/PIB
1988	72	19,3
1989	79,4	18,2
1990	83,1	18,6
1991	97,8	19,5
1992	105,3	20,8
1993	107	
1994	116,8	

Fuente: *Indicadores Económicos*, Banxico

**Cuadro 18 INDICE DE  
VOLUMEN DE LA  
PRODUCCION INDUSTRIAL**  
BASE 1980=100

Año	TOTAL MANUFAC	
1988	108,9	111,2
1989	115,6	119,0
1990	120,2	125,1
1991	124,6	129,9
1992	130,2	132,1
1993	130,3	131,4
1994	135,3	135,4

SERIE AJUSTADA POR CALENDARIO Y SEMANA SANTA.

FUENTE: Banco de México, INDICADORES ECONOMICOS Cuadro II-3.

La dinámica subyacente que da lugar a esta asimetría en las tendencias del crecimiento sectorial se manifiesta en la evolución de la inversión en los sectores real y monetario donde nuevamente se aprecia el mayor dinamismo del sector financiero. La inversión fija bruta, según el índice de volumen del cuadro 17, creció entre diciembre de 1988 y diciembre de 1994 en 43 por ciento, aproximadamente siete por ciento promedio anual. Igualmente, la producción industrial, según el índice de volumen que aparece en el cuadro 18, crece durante el sexenio en un 24 por ciento mientras en el sector manufacturero

el crecimiento es de un 21 por ciento, lo cual significa tasas anuales promedio de 4 y 3.5 por ciento respectivamente.

El comportamiento de la inversión bursátil es otra faceta de esta dinámica. En el valor de las acciones en circulación se aprecia este comportamiento durante el sexenio al pasar de 31,927 MNP a 641,461 MNP, datos del Cuadro 19. Este es un crecimiento absoluto de 2,091 por ciento con un crecimiento del índice de precios de 552 por ciento, lo cual da una tasa anual promedio de 92 por ciento. La diferenciada en el crecimiento del valor de las acciones de los subsectores muestra características igualmente particulares.

<b>Cuadro 19. VALOR DE ACCIONES EN CIRCULACION</b>			
(Millones de nuevos pesos)			
<b>Año</b>	<b>TOTAL</b>	<b>INDUSTRIA DE LA TRANS FORMACION</b>	<b>SECTOR SERVICIOS</b>
<b>1988</b>	31.927	12.846	3.841
<b>1989</b>	60.514	20.227	7.664
<b>1990</b>	96.472	31.575	13.633
<b>1991</b>	303.271	46.397	73.387
<b>1992</b>	433.313	50.333	145.527
<b>1993</b>	623.887	90.923	162.446
<b>1994</b>	641.461	115.664	132.347

FUENTE: Banco de México, INDICADORES ECONOMICOS, Cuadro I-53

Mientras las acciones en el subsector de transformación experimentaron un crecimiento cercano a 800 por ciento con un crecimiento del índice de precios de 376 o 62 por ciento promedio anual, las acciones del subsector servicios, que incluye al financiero, lo hicieron en casi 3,500 por ciento, con un de crecimiento del índice de precios de 805 por ciento equivalente a 144 por ciento promedio anual.

<b>Cuadro 20. INDICADORES DE OFERTA Y DEMANDA AGREGADAS</b>		
<b>Año</b>	<b>OFERTA INTERNA</b>	<b>GASTO INTERNO</b>
1988	118.6	107.7
1989	121.9	112.2
1990	129.7	121.5
1991	134	128.3
1992	136.8	134.1
1993	136.8	131
1994	135.8	130.4

FUENTE: INDICADORES ECONOMICOS BANCO DE MEXICO

Estos niveles de crecimiento de la actividad financiera son extraordinarios cuando se aprecian a la luz de los indicadores de inversión y de producción sobre los que supuestamente se sustentan. De ninguna manera los niveles de crecimiento de la actividad productiva sugieren una economía en extremo dinámica como lo sugieren los niveles de crecimiento del mercado bursátil.

Este comportamiento, sin embargo, no es privativo del sexenio de Salinas de Gortari sino que ha continuado en la Administración de Ernesto Zedillo. El ejemplo más dramático de este desacoplamiento es el de la evolución de la BMV y el PIB después de la devaluación de diciembre de 1994. El IPC de la BMV tocó fondo en marzo de 1995 con 1832.8 puntos pero para diciembre de 1995 había repuntado hasta los 2778.5 puntos. Se dio así un crecimiento de 51.6%, que expresa el dinamismo con el que operó la actividad bursátil en ese año. Tal diligencia financiera, sin embargo, contrasta radicalmente con la evolución negativa de la actividad real, la de producción de bienes y de servicios, que durante ese año tuvo una tasa negativa de crecimiento del 6.9%, medida por el cambio en el PIB. Mientras que la economía mexicana perdía alrededor de una cuarta parte de su producto real, lo cual implicó prácticamente duplicar el nivel de desempleo,<sup>22</sup> el valor de las acciones de las empresas cotizadas en la Bolsa mejoró en 8.9%. Una agravante mayor es que en ese año no se hizo emisión alguna de acciones en la Bolsa.

Estas disparidades entre el crecimiento de la actividad real y la financiera ilustran inequívocamente el desacoplamiento entre los sectores de la economía mexicana al crecer los indicadores financieros a un paso que no guarda congruencia con la dinámica del sector real. Si bien en el sector de servicios financieros coincide la tendencia de crecimiento del PIB sectorial y la del crecimiento del valor de sus acciones en la Bolsa, es difícil vindicar que el paso de un ritmo de crecimiento de 1.8 por ciento en 1988 a uno de 5.2 por ciento en 1994 justifica el crecimiento de 3500 por ciento en el valor de las acciones del sector. Lo que es aún más desconcertante es el reparar que los indicadores de la actividad bursátil son indicadores de actividad futura y que al menos, al nivel macroeconómico, esa actividad tendió permanentemente a la baja, como ya ha sido apuntado.

---

<sup>22</sup> En los Estados Unidos, apunta Moorthy (1993), los precios de las acciones no habían tenido reacción alguna a la información mensual sobre empleo. Pero aún esto parece estar cambiando y puede que no sea cierto en el futuro a partir de la caída de 171 puntos de la Bolsa de New York, equivalente a 3 por ciento, del 8 o 15 de marzo de 1996 que ocurrió por el anuncio del Departamento del Trabajo de que se habían creado 705,000 empleos en febrero, más del doble de los que se habían pronosticado (Greenwald, 1996). El incremento en el empleo debido a un impulso del crecimiento de la economía se traduce como un incremento de la tasa de interés para mantener la inflación bajo control. Estas son malas noticias para los tenedores de bonos.

**Cuadro 21. INDICE NACIONAL DE PRECIOS  
AL PRODUCTOR**

BASE 1980=100

Año	GENERAL	VEHICULOS
1988	8783.7	10284.6
1989	9904.8	10621.8
1990	12157.4	11770.5
1991	14477.7	13439.8
1992	16220.0	14144.1
1993	17283.9	15355.6
1994	18384.4	16209.3

FUENTE: Banco de México, INDICADORES ECONOMICOS, Cuadro III-15

**Cuadro 22. INDICE NACIONAL DE PRECIOS  
AL CONSUMIDOR**

Base 1994=100

Año	GENERAL PROMEDIO	SERVICIOS
1988	43.18	34.31
1989	47.46	47.63
1990	60.12	53.48
1991	73.75	68.61
1992	85.18	82.19
1993	93.49	92.44
1994	100	100

FUENTE: BANCO DE MEXICO, INDICADORES ECONOMICOS, Cuadro III-7.

La comparación se puede igualmente hacer desde la perspectiva de la oferta y demanda agregadas sin que el panorama sea muy diferente. Por un lado, el índice de la oferta interna de bienes y servicios crece en 21.2 por ciento, durante el sexenio, en tanto que por el lado de la demanda, el índice del gasto interno lo hace en 30 por ciento al mismo tiempo que la formación bruta de capital fijo, aunque más dinámica, crece en 46 por ciento, equivalente a 7.6 por ciento promedio anual (Cuadro 20). Bajo ninguna circunstancia, estos parecen ser niveles de la actividad macroeconómica que justifiquen el explosivo crecimiento del sector bursátil, como tampoco lo son los indicadores de crecimiento de la economía global, expresado por el PIB, o por los sectores productivos que la componen.

Igualmente discordante es la comparación hecha a nivel de precios. Así, el Índice Nacional de Precios al Productor (Cuadro 21) creció entre diciembre de 1988 y diciembre



de 1994 en 109 por ciento. En el sector manufacturero el crecimiento de este índice para la producción de maquinaria fue de 53 por ciento y en el sector de vehículos automotores de 57 por ciento. La tendencia en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (Cuadro 22) es muy parecida aunque las dimensiones sean mayores. El índice general crece en 134 por ciento mientras el de los bienes duraderos lo hacen en 121 por ciento y el de los servicios en 191 por ciento. Se observa una congruencia entre los dos niveles de precios que no se observa con el índice de precios y cotizaciones de la BMV. Esta presenta una evolución que no corresponde con la de los precios al productor o al consumidor al pasar de un nivel de 211 a finales de 1988 a uno de 2,375 en 1994 lo cual implica un crecimiento de 1,255 por ciento. Mientras en el sector real el incremento sexenal de precios es algo superior al 100 por ciento en el sector financiero este aumento es de 1000 por ciento; es decir, 10 veces superior.

Una revisión en la evolución de la estructura de valores accionarios durante los últimos 10 años confirma una vez más este comportamiento de desacoplamiento. Primeramente, en el sexenio el número de emisoras en la BMV aumento en 227 al pasar de 209 en 1987 a 436 en 1996, lo cual significa un incremento de 108 por ciento aunque el nivel más alto de 483 emisores se tuvo en 1991, lo cual significa que en el último lustro se dio una reducción del 4.6% en la cantidad de empresas que cotizan en la Bolsa (Cuadro 23). La evolución de estas emisoras muestra elementos dignos de observar. Entre 1988 y 1991 las emisoras del sector productivo se incrementaron de 121 a 181 pero posteriormente disminuyen hasta 129 en 1996 lo cual significa una caída del 29.9% en los últimos 5 años. Por su parte, las emisoras del sector financiero aumentan de 61 a 307 entre 1987 y 1996 con lo cual se tiene un aumento de 403%. En términos relativos las proporciones entre las dos clases de emisoras se han movido en favor de las de tipo financiero al pasar del 29.2 al 70.4% del total en los últimos 10 años. Las emisoras no financieras, naturalmente se movieron en dirección opuesta. Dentro de las financieras las sociedades de inversión, que del 57.7% en 1987 han pasado a constituir el 83.4 en 1986, son las que dominan el mercado. Por el contrario, los bancos y las compañías de seguros han perdido presencia dentro del mercado bursátil.

**Cuadro 23. Estructura de las emisoras en la Bolsa Mexicana de Valores**

Años	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Total	209	296	358	446	483	378	335	405
Ind, Com y Serv	148	121	141	173	181	111	122	123
%	70,8	40,9	39,4	38,8	37,5	29,4	36,4	30,4
Financ.	61	175	217	273	302	267	213	282
%	29,2	59,1	60,6	61,2	62,5	70,6	63,6	69,6
Banc.	14	15	15	15	15	11	10	12
%	23,0	8,6	6,9	5,5	5,0	4,1	4,7	4,3
Casas de bol.	21	18	18	22	19	3	3	3
%	34,4	10,3	8,3	8,1	6,3	1,1	1,4	1,1
Seguros	26	24	24	25	25	10	10	10
%	42,6	13,7	11,1	9,2	8,3	3,7	4,7	3,5
Finan.	0	0	0	0	0	0	13	14
%	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,1	5,0
Afianz.	0	12	9	9	6	6	4	3
%	0,0	6,9	4,1	3,3	2,0	2,2	1,9	1,1
Almac.	0	4	4	3	4	1	2	2
%	0,0	2,3	1,8	1,1	1,3	0,4	0,9	0,7
Arrend.	0	1	1	13	21	28	22	14
%	0,0	0,6	0,5	4,8	7,0	10,5	10,3	5,0
Soc. de Inv.	0	101	146	186	212	208	149	224
%	0,0	57,5	67,3	68,1	70,2	77,9	70,0	79,4

Fuente: Elaboración propia con datos del ANUARIO FINANCIERO de la BMV

Finalmente, este comportamiento desacoplado en el crecimiento de los sectores contrastan con la relación que se puede hacer entre el comportamiento de las corrientes de capital extranjero, y el crecimiento del producto. Llama la atención que entre 1988 y 1990 en que la IED fue superior a la IEC el producto presentó una tendencia de crecimiento pero a partir de 1991 en que la inversión de cartera entró en cantidades sin precedente y muy superiores a las de la inversión directa el ritmo de crecimiento del producto nacional comenzó a descender aceleradamente hasta que se aproximó a cero en 1993. Este es un hecho altamente contradictorio al ser el año de 1993 el de mayor entrada de inversión extranjera.

El menor crecimiento de los indicadores del sector real contrastan con un rápido crecimiento del subsector financiero y de los servicios bancarios. Estos son signos contradictorios que en principio no deberían estar ocurriendo pues implican un uso del

capital que no favorece a la actividad real de creación de riqueza, esto es de bienes y servicios. Tampoco puede defenderse el argumento de que el ahorro externo viene a complementar el ahorro nacional para facilitar el crecimiento y promover el desarrollo económico. Se da así un comportamiento que muestra un desacoplamiento entre la actividad real y la financiera, al apuntar estos indicadores una incongruencia en los patrones de crecimiento entre la actividad creadora de riqueza material y generadora de empleos y la actividad financiera que la debería estar apoyando. Este hecho, es perfectamente congruente con la tendencia que se observa en uno de los indicadores claves de la economía, el coeficiente incremental capital/producto (ICOR, siglas en inglés<sup>23</sup>) que aparece en la gráfica 10. Precisamente en el año de 1988, en el que argumentó se inicia el fortalecimiento del proceso de dicotomización financiera, el ICOR sufre una reversión de su tendencia. La reducción de este coeficiente que implica una inversión más eficiente al obtener mayor producto por unidad de capital llega a su mayor nivel de eficiencia (0.34) para comenzar una dinámica de retroceso hasta el 1.73 de 1993, con lo cual se coloca al país a niveles de eficiencia productiva de inicios de la década de los setenta.

El significado de esta tendencia es que el aumento en capital es mayor que el aumento en el producto, aunque el país dispone de mayor capital no dispone de mayor producción de bienes y servicios. Un comportamiento como éste, confirma el planteamiento de inversiones redituables pero directamente improductivas lo cual sustenta la hipótesis del desacoplamiento financiero. El sector financiero asume un papel central en el funcionamiento de la economía pero como una actividad de inversión y rentabilidad propia y autónoma de los requerimientos del sector productivo. Este patrón observado de comportamiento hace inevitable la conclusión de que en este periodo la entrada de capital extranjero, principalmente la de capital de cartera en poco contribuyó a un crecimiento positivo del producto; por el contrario la evidencia observada induce a concluir que a mayor entrada de capital menor fue el crecimiento del producto, global como manufacturero. En consecuencia, la prioridad de la política económica para dar estabilidad y hacer crecer al sector financiero, por encima de cualquier otro sector parece haber sido una prioridad equivocada.

---

<sup>23</sup> El ICOR (Incremental capital/output ratio) se define como el cambio en el acervo de capital relativo al cambio en el producto.



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, INDICADORES ECONOMICOS.

## 14. Eficiencia financiera y globalización

La mayor sofisticación del sector financiero debido a su transformación estructural es justificada como un medio a través del cual la internacionalización coadyuva a que la economía nacional pueda alcanzar un mayor grado de competitividad y eficiencia. El argumento es que una economía nacional una vez que es expuesta a las fuerzas de la interdependencia globalizadora debe hacer un mejor uso de sus recursos.

Ello debe manifestarse, naturalmente, en la propia forma de operación del sistema financiero nacional una vez que es expuesto a las condiciones de globalización; esto es, en la eficacia con la cual el sector financiero sirve a la economía nacional. En este inciso se examinará la realidad de estos postulados para la economía mexicana. Este examen se puede enfocar desde dos perspectivas no necesariamente complementarias. En un enfoque el objetivo es la eficiencia con que las instituciones financieras realizan su tarea de asignar

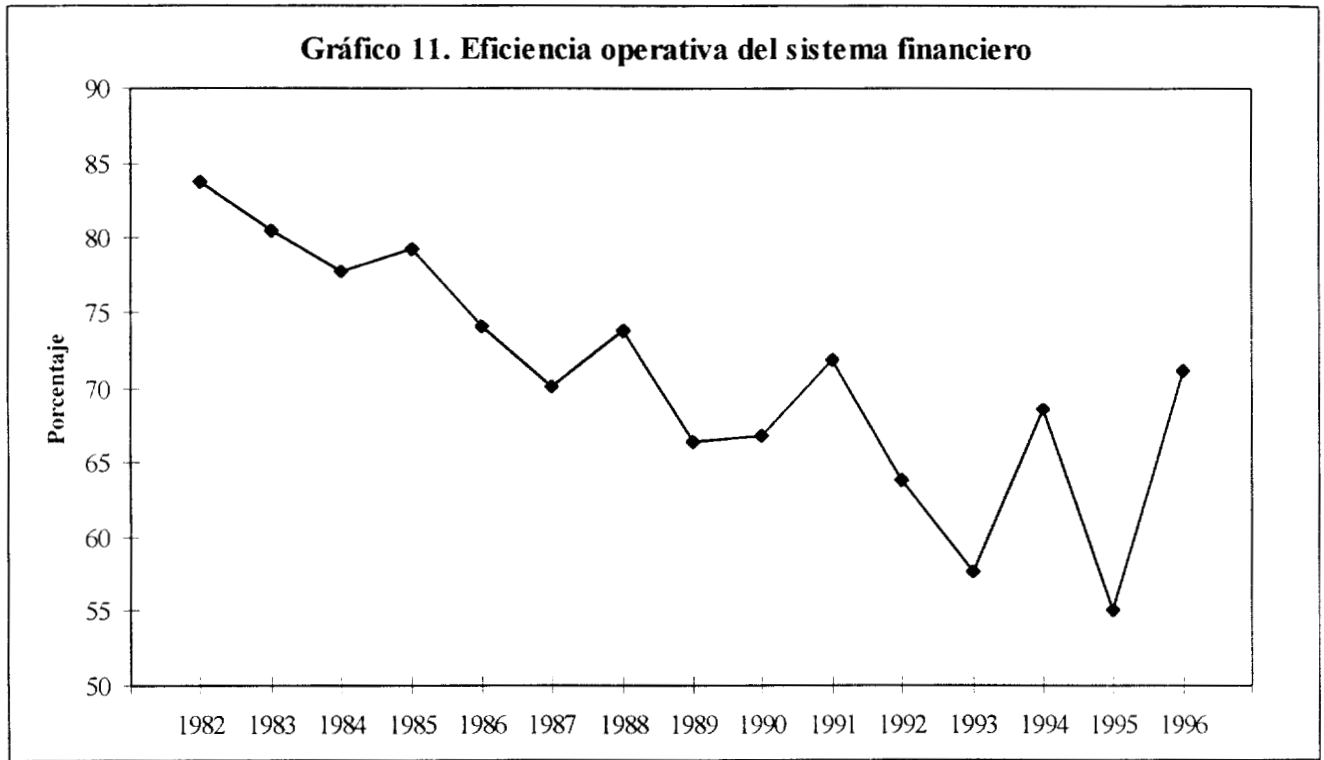
fondos para maximizar su rentabilidad, la denominare eficiencia operativa. Este es el enfoque convencional de resultados.

El otro enfoque se orienta a evaluar el beneficio social que los servicios financieros proveen en el papel económico que juegan al facilitar la inversión real. Detrás de este planteamiento se encuentran argumentos como los de Tobin (1984), Summers y Summers (1989) y Stiglitz de que los recursos que absorben los mercados financieros son excesivos comparativamente al apoyo que prestan al sector real. Es decir, que los servicios que provee el sector financiero no justifican los recursos que consume: En este enfoque de "eficiencia funcional" habría que justificar la infraestructura, los costos de operación y otros usos que el sector hace del ahorro nacional en su operación. Este uso de recursos significa diferir su utilización en el sector real. En este segundo enfoque la eficiencia se encuentra en la capacidad del sistema para minimizar  $\phi$  y no en incrementarla como se asume esta sucediendo.

En la primera perspectiva, la de la eficiencia operativa la eficiencia está en la capacidad para tener ganancias por la operación eficiente del sistema. En la gráfica 11 se aprecia como desde el inicio de la década de los ochenta los bancos han mejorado su eficiencia operativa. Sin ser esta una relación perfectamente lineal es posible percibir que a pesar del irregular comportamiento anual la tendencia es a la baja hasta 1993, lo cual significa que ha habido una reducción permanente en la relación entre los costos de operación y los ingresos. Este resultado proviene de un mejoramiento substancial de los ingresos y una contención al crecimiento de los costos operativos. Ello se demuestra por dos factores que se presentan en el cuadro 24. Uno es el margen de utilidad que aumentó constantemente entre 1983 y 1993 de 1.6 a 7.8 aunque en 1994 se desplomó hasta 2.8. El segundo elemento es el margen financiero sobre el ingreso financiero que igualmente experimentó un incremento de 1983 a 1993 al pasar de 9.3% a 31.2%. Un tercer elemento de gran pertinencia es la rentabilidad del capital, pero contrario a los anteriores su comportamiento no es tan contundente ya que crece significativamente entre 1982 y 1986 pero luego toma una tendencia negativa.

La evolución en los costos de la intermediación financiera es otra señal básica de la rentabilidad. El diferencial entre las tasas pasiva y activa de interés funge como un indicador de este fenómeno. Según Basave (1995) el margen nominal de intermediación

alcanza los 22 puntos en 1987 con un aumento a 24.6 en 1988 pero para 1992 se había reducido a 13 puntos.



Fuente: Cuadro 24.

A partir de entonces, ya con una banca privatizada la tendencia se modificó radicalmente dado que el margen fue creciendo a 15.1 puntos en 1993, a 16 puntos en 1994 y para mediados de 1995 llegaba a 28.6 puntos. En términos reales se pasa de 10 puntos de diferencia en 1977 a 29 en 1995. Es más fácil apreciar lo que ello significa al comparar el indicador mexicano con el de nuestros socios del TLC. En septiembre de 1994 este diferencial en Estados Unidos era de 2.73 puntos y en Canadá de 1.4 puntos mientras que México era de 16.1 puntos.

El resultado de estas diferencias no se dejó esperar en su impacto sobre las utilidades bancarias. En 1986 la relación de utilidades a capital contable de la banca mexicana se encontraba en el orden del 8.6 por ciento mientras que en Estados Unidos era de 12.5 y en Canadá llegaba hasta el 14.3 por ciento. Mayores márgenes de utilidad se dieron, sin embargo, en Italia con 25.6 por ciento, y en Japón con 21.5 por ciento. Para 1993 se había dado un cambio fundamental en estas relaciones al haber caído este coeficiente a 9 por ciento en Canadá y a 15 por ciento en los Estados Unidos mientras que

en México se había incrementado a 25 por ciento. En el terreno de este enfoque de eficiencia la transformación estructural del sector financiero fue exitosa al haber mejorado la capacidad del sistema para producir ganancias.

AÑO	COSTO DE OPERACIÓN	INGRESO NETO TOTAL	EFICIENCIA OPERATIVA/1	MARGEN DE UTILIDAD	RENTABILIDAD DEL CAPITAL	MARGEN FIN/ING FIN
1982	136.8	163.4	83,7	1,9	21,6	12,9
1983	229,3	285,5	80,4	1,6	28,8	9,3
1984	377,5	485,8	77,7	2,2	40,2	11,1
1985	678,3	856,5	79,2	2,3	41,3	10,3
1986	1278,9	1727,8	74	2,7	51,9	9,1
1987	3049,8	4412,6	70	3,3	50,5	8,2
1988	6494,8	8801,8	73,8	4,9	49,8	13,5
1989	7828,6	11803,4	66,3	5,8	36,6	20,3
1990	12898,7	18753,9	66,8	4,9	34,9	20,3
1991	18767,7	26108,5	71,9	5,5	32,5	25,1
1992	24042,7	37681,2	63,8	7,2	32,8	30,9
1993	21534	37403,9	57,6	7,8	34,1	31,2
1994	25636,8	37356,9	68,6	2,8	13,3	30

1. Costo de operación /Ingreso neto total (Margen fin + div + ingreso neto por servicios (ing por serv) + Otros ing netos (otros ing oper) - (otras com y premios pagados) - (otros costos)

FUENTE: Comisión Nacional Bancaria y de Valores, BOLETIN ESTADISTICO DE BANCA MULTIPLE. Varios números.

Esta expectativa de alta rentabilidad se ve confirmada por el proceso de privatización bancaria que hizo la Administración Salinista. El alto nivel del coeficiente precio/valor en libros que se pago por la mayor parte de los bancos evidencia esta expectativa de una alta rentabilidad (Cuadro 25). El promedio ponderado del coeficiente precio/valor para todos los bancos es relativamente alto al llegar a 3.49 ya que significa que en promedio los nuevos dueños pagaron tres veces y media lo que los bancos costaban. Obviamente por varios de ellos se llegó a pagar más de cuatro veces por arriba de su valor como en los casos de el Banco de Oriente, Banco Mexicano Somex, Banco Promex, Banorte y Banco del Centro y uno, el del Atlántico, por el que se pagó más de cinco veces su valor. Por supuesto, la expectativa que sustentó esta posición de los compradores fue que un alto grado de rentabilidad sería una característica de largo plazo de la banca privatizada.

La segunda perspectiva se aparta de la rentabilidad per se para poner en la discusión el resultado que se obtiene de los recursos que el sector usa para apoyar la actividad productiva. En realidad, el enfoque es del costo de oportunidad de los recursos nacionales cuando estos son usados por el sector financiero. Este enfoque al enfatizar la aportación del

sector al financiamiento de la economía real cuestiona la forma en que el sector hace uso de los recursos de que dispone para permitir que el propio sector financiero opere. Esta proporción es la que fija el valor de  $1 - \delta$  (véase el MDF, segunda parte). Si los mercados nacionales de capital distraen recursos que pudiesen estar coadyuvando a la estrategia del desarrollo nacional por medio de inversiones reales, entonces el sector es ineficaz y la sofisticación financiera no coadyuva a su eficiencia.

**Cuadro 25. Coeficiente precio / valor en la reprivatización bancaria**

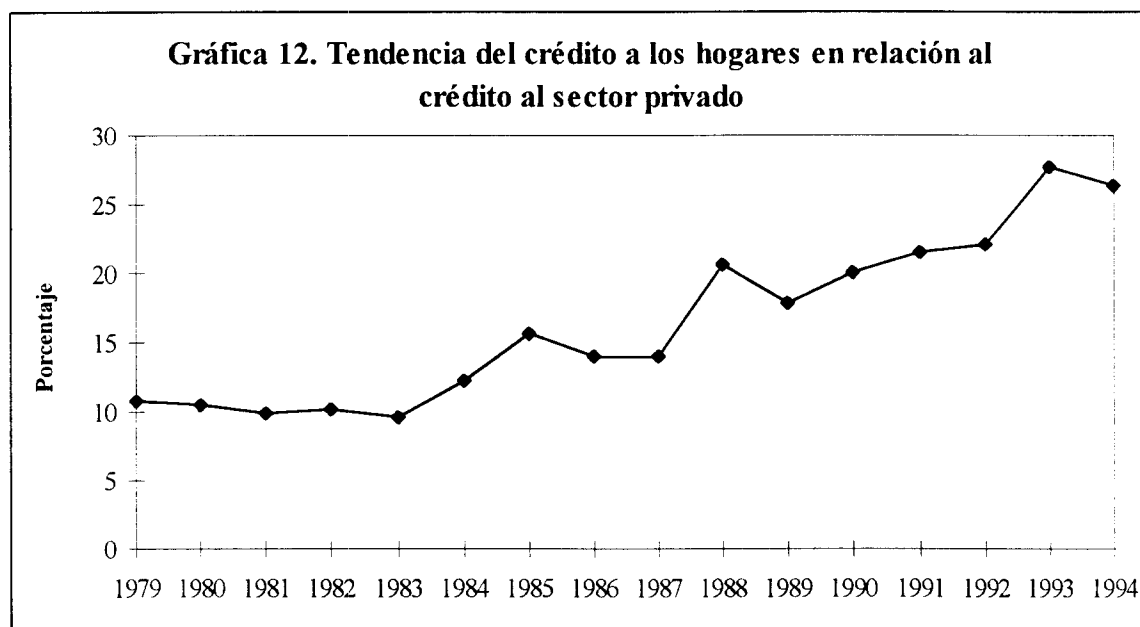
Banco	Grupo controlador	Fecha	Precio/valor
Multibanco Comercial	Grupo Probursa	6/10/91	2.46
Banpais	Mexival	6/17/91	3.02
Cremita	Raymundo Gómez	6/25/91	3.40
Confía	ABACO	8/04/91	3.73
Banco de Oriente	Grupo Margen	8/11/91	4.00
Bancrecer	Roberto Alcantara	8/18/91	2.53
Banamex	Acciones y Valores	8/26/91	2.62
Bancomer	Grupo Vamsa	10/28/91	2.09
BCH	Carlos Cabal P.	11/10/91	2.67
Banca Sefin	OBSA	1/20/92	2.69
Multibanco Comermex	Inverlat	2/09/92	3.73
Banco Mex. Somex	InverMéxico	3/05/92	4.15
Banco del Atlántico	CBM	3/29/92	5.30
Banco Promex	Valores Finamex	4/05/92	4.23
Banoro	Estrategia Bursatil	4/12/92	3.95
Banorte	Maseca	6/14/92	4.25
Banco Internacional	Grupo Prime	6/28/92	2.95
Banco del Centro	Multivalores	6/06/92	4.65
Promedio ponderado			3.49

Fuente: Banco de México

Medir este enfoque de eficiencia no es una forma alternativa de calcular rentabilidad, sino una forma de evaluar la eficiencia funcional de los mercados financieros; esto es, medir el grado en que el sistema financiero distrae recursos que pudieron ser empleados en facilitar inversiones reales. La orientación del financiamiento, o el uso del ahorro, en actividades financieras o en inversiones reales es el elemento a considerar. En la gráfica 12 se puede percibir un primer indicador en la orientación del financiamiento hacia el consumo. El financiamiento al consumo de los hogares creció rápidamente al pasar del nueve por ciento del financiamiento al sector privado en 1983 al 28 por ciento una década después que en términos absolutos implicó crecer 463 por ciento al pasar de 254 MP a 117,677 MP. No es que apoyar al gasto de consumo sea negativo per se. Este cambio



simplemente apuntala el cambio en la orientación del funcionamiento crediticio de la banca hacia actividades rentables en el corto plazo minimizando el riesgo por medio del uso de nuevos instrumentos como las tarjetas de crédito.



Fuente: Banxico, INDICADORES ECONOMICOS.

Finalmente, en el cuadro 26 aparecen varios indicadores que considero más ad hoc al concepto de eficiencia funcional. Ellos comparan los recursos que usa el sector con relación al monto de inversión privada que contribuye a la formación bruta de capital fijo. El concepto general de estos indicadores está dado por una relación como la siguiente:

$$\text{Coeficiente de Eficiencia Funcional} = \frac{\text{Monto de recursos consumidos por sector financiero}}{\text{Monto de inversiones reales impulsadas}}$$

En total se presentan cinco coeficientes que relacionan indicadores financieros con la formación bruta de capital fijo privado como indicador de la inversión real hecha por el sector productivo. Las implicaciones de cada uno de ellos varía como veremos a

continuación. El primero muestra como los costos de operación por unidad de inversión crecieron de 1988 en adelante. Así, entre 1989 y 1992 crecieron en un 23.6 por ciento aunque posteriormente se redujeron. Este indicador muestra que las transformaciones en el sistema financiero implicaron un mayor costo para mantener la estructura productiva del país lo cual constituye una redistribución de recursos financieros entre los sectores real y financiero. Ello se confirma con el segundo indicador, los ingresos bancarios relativos a la inversión real, que al crecer en 41.5 por ciento entre 1988 y 1992 permite apreciar la mayor absorción de recursos financieros para el papel económico que juegan.

**Cuadro 26. Indicadores de eficiencia funcional**  
Millones de pesos

Año	FBKF privado	Costo de operación	%	Ingreso neto total bancario	%	Crédito bancario a empresas	%	Crédito bancario a industria	%	BMV nuevas emisiones	%
1988	58792	6495	11,05	8802	14,97	41000	69,74	19024	32,36	88	0,15
1989	71602	7829	10,93	11803	16,48	77146	107,74	32414	45,27	0,5	0,00
1990	100528	12899	12,83	18754	18,66	121937	121,30	47485	47,24	461	0,46
1991	138506	18768	13,55	26109	18,85	184375	133,12	71477	51,61	2859	2,06
1992	177949	24043	13,51	37681	21,18	266948	150,01	103230	58,01	893	0,50
1993	185916	21534	11,58	37404	20,12	308062	165,70	107153	57,64	1939	1,04
1994	221512	25637	11,57	37357	16,86	413795	186,80	158154	71,40	3250	1,47

1) Ingreso neto total = margen financiero + dividendos + ingreso neto por servicios + otros ingresos netos (otros ingresos operativos) - otras comisiones y premios pagados.  
Fuente: Elaboración propia con datos de INDICADORES ECONÓMICOS de Banxico, SCNM del INEGI y BOLETÍN ESTADÍSTICO DE BANCA MULTIPLE de la CNBV.

Los dos siguientes indicadores permiten apreciar la magnitud del crédito bancario con relación al uso que se hace de él para incrementar la capacidad productiva del país. Evidentemente, el crédito a las empresas rebasa mayúsculamente, 88 por ciento en 1994, a la utilización que de este se hace para incrementar la actividad productiva. Ello ocurre a partir de 1989 ya que un año antes este crédito apenas cubría el 70 por ciento del gasto del sector privado en la adquisición de activos fijos, tangibles o intangibles. Por otro lado, se aprecia que el crédito al sector industrial apenas llega a representar el 71 por ciento de la formación bruta de capital. Parece haber así una inconsistencia entre los montos totales de crédito que reciben las empresas y el uso que hacen de él para aumentar la capacidad productiva del país.

Por último, se presenta un indicador que deja poca duda sobre la aportación de la BMV al aumento de la capacidad productiva nacional. Este coeficiente relaciona el capital

que reciben las empresas, por la emisión de nuevas acciones, para incrementar su capacidad de producción. Como se puede observar esta aportación es mínima al llegar apenas al dos por ciento en su mejor momento que corresponde a 1991 cuando 17 empresas hicieron nuevas emisiones, como se observa en el cuadro 27. Este dato es más dramático al compararlo con un indicador semejante para la economía de los Estados Unidos. Según Kupiec la emisión bruta de acciones y bonos como porcentaje de la inversión interna bruta privada creció del 16 al 60 por ciento entre 1980 y 1991 mientras que la emisión neto paso del 10 al 40 por ciento (1995, p. 109). Las diferencias en los indicadores utilizados, ya que estos no son exactamente los mismos aunque si semejantes, no son suficientes para justificar las diferencias en el papel que juega la Bolsa en uno y otro país.

**Cuadro 27. Nuevas emisiones en la BMV, 1987-1994**

Años	No. emisoras	Volumen	Valor
1987	16	155474520	341143029
1988	6	242264744	88294584
1989	2	173827124	540942
1990	4	62691714	461569856
1991	17	811307144	2859635700
1992	6	160475525	893966582
1993	13	171157715	1939162190
1994	12	176119000	3250779930

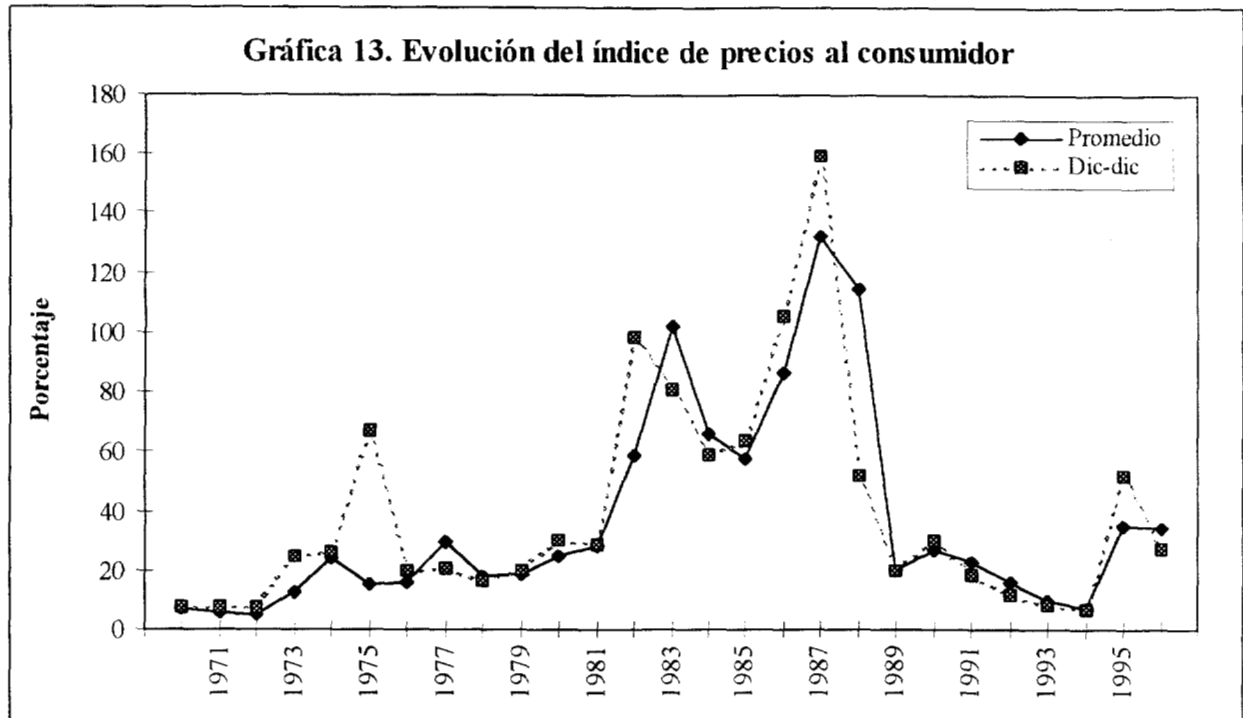
Fuente: Elaborado con información del Anuario Bursatil, varios años.

Los indicadores elaborados para demostrar la eficiencia funcional del sistema financiero mexicano apuntan todos en dirección de demostrar que los cambios de una estructura bancaria a una de mercados favorece la rentabilidad del sector financiero pero no necesariamente impulsa y mejora la acumulación del capital real.

## 15. Inflación y política comercial

En 1987 se recurre a la negociación política entre empresarios, gobierno y trabajadores, denominado "Pacto de Solidaridad Económica" (PSE) como un medio de concertar entre los sectores sociales la necesidad de aceptar medidas de choque para evitar

perder el control total sobre la dinámica inflacionaria.<sup>24</sup> El propio presidente de La Madrid reconoce que "no estamos ofreciendo una cura mágica de nuestros males económicos; estamos pidiendo a la sociedad más esfuerzos y más sacrificio".<sup>25</sup>



Fuente: Banxico, INDICADORES ECONOMICOS.

El PSE implicó un giro en la concepción gubernamental de las causas de la inflación. Se dejó de considerar a la inflación como un problema de demanda impulsado por un exceso del gasto público y de demandas salariales (Banxico, 1993, p. 41) dado que esta concepción indujo a una contención del crecimiento. No obstante era imperativo contener la inflación para regresar al camino del crecimiento.<sup>26</sup> Los altos niveles de desempleo y de capacidad instalada ociosa hacían inaceptable la explicación del exceso de demanda como causa del efecto inflacionario. Se imponía la necesidad de una explicación alternativa. En la versión oficial se aceptó entonces a la inflación como el resultado de la interrelación entre fuerzas y costos inerciales. Según Aspe y Tellez el déficit público había

<sup>24</sup>En su Informe Anual de 1988 Banxico contundentemente expone que el PSE se suscribió "como una respuesta de los diversos sectores de la sociedad a la persistencia del fenómeno inflacionario" (p. 17).

<sup>25</sup>Véase la propuesta de este programa en "El Pacto de Solidaridad Económico" en El Mercado de Valores, Suplemento, 21 de diciembre de 1987, p. 2.

<sup>26</sup>El Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico que sustituyó al PSE en diciembre de 1988 consolida la posición de lograr la estabilidad de precios por medio del crecimiento.

dejado de operar como un factor de presión sobre los precios debido a la oportuna política de restricción del gasto público que se manifiesta en los superávits operacionales del 2% de 1983 y del 0.3 por ciento en 1984, al igual que del insignificante déficit operacional de 0.15 por ciento de 1985 (1987, p. 9). Este cambio de concepción se percibe claramente en la defensa del PSE que hace Banxico al argumentar que "... la concertación hace innecesaria una mayor contracción de la demanda interna para contener el alza de precios" (Informe Anual, 1988, p. 21).

Estas versiones oficiales sobre las causas de la inflación no tuvieron una aceptación unánime. Eatwell y Singh, por ejemplo, desecharon los argumentos anteriores apuntando que el incremento que había tenido la capacidad productiva del país había sido consecuencia de los niveles de inversión real superiores al 15 por ciento desde 1977. A partir de ello argumentaron que más que un problema de demanda la inflación era el resultado de incremento en los costos de producción ocasionados por factores como la imposición del IVA, el aumento en tarifas de servicios oficiales, el incremento en las tasas de interés y la política de devaluación.

Cualquiera que sea la interpretación de las causas de la inflación, un hecho básico es que el aumento de precios se había acelerado desde 1981 (gráfica 13) y parecía fuera de control en 1987, y otro hecho incuestionable es que el PSE tuvo tal grado de contundencia que para 1989 el ritmo inflacionario se había desacelerado a 19.7 por ciento para posteriormente lograr bajarlo hasta 7.0 por ciento en 1994. Sin duda, éste fue un extraordinario logro después que se temía el desencadenamiento de una espiral hiperinflacionaria al alcanzar el ritmo de cambio de precios el 159.2% en diciembre de 1987. El repunte inflacionario de 1995-1996 responde a una nueva dinámica impuesta por la devaluación de diciembre de 1994.

La nueva postura sobre la inercia inflacionaria al sustentarse en rigideces e inercias en la estructura productiva y en los precios dio lugar a que se definiera una nueva función para la política comercial. Apunta Córdoba Montoya que "la liberalización comercial sirve para moderar la inercia inflacionaria residual de la economía, una vez que la caída del déficit fiscal ha eliminado las causas fundamentales de la inflación" (1981, p. 14). Se consideró necesario profundizar la liberación comercial externa para "aumentar el efecto disciplinario de la competencia externa sobre los precios de los productos nacionales

(Banxico, 1988, p. 21). Con ello se lograría, además, incrementar la eficacia del tipo de cambio y avanzar en el cambio estructural que reforzaría la facultad exportadora de la planta productiva. Estos fueron objetivos claves de la nueva política propuesta por el PSE ante la "nula disponibilidad de recursos externos adicionales, aumento de las tasas de interés internacionales y deterioro de los términos de intercambio" (Banxico, 1988, p. 25). La caída en el precio del petróleo conjuntaba esta situación.

Para cumplir el propósito antinflacionario el PSE permitió la entrada masiva de importaciones de bienes de consumo. De ahí que la importación de estos bienes dentro del total importado haya crecido de 6.3 por ciento a 17 entre 1987 y 1990, con lo cual se aproximó a niveles de importación de este tipo de bienes no vistos desde inicios de la década de los setenta. Este fue un factor determinante en el regreso a la condición deficitaria de la balanza comercial, a la par que coadyuvo al déficit en cuenta corriente que había reaparecido en 1988. Esta, sin embargo, no fue una situación del todo indeseada. Según el Banco de México, en su Informe Anual de 1988, tener un "superávit significa que nuestras exportaciones de bienes y de servicios superan a nuestras importaciones de bienes y de servicios, y que, por tanto, el país está transfiriendo recursos reales -esto es, ahorro- al exterior y realizando exportaciones de capital. En otras palabras, un superávit en cuenta corriente quiere decir que, aún si no hay amortizaciones de la deuda externa ni fugas de capital, el país está enviando al extranjero, mediante el aumento de las reservas internacionales del banco central, un volumen mayor de recursos del que está recibiendo. Por lo tanto, su posición deudora con el resto del mundo está reduciéndose o su posición acreedora aumentando" (p. 62). El argumento de fondo es que sólo recibiendo capitales del exterior se podrán sostener "mayores niveles de inversión, de generación de empleo y de crecimiento económico", de ahí la necesidad de que "... un país como el nuestro busque recibir una transferencia positiva de recursos externos correspondida por un déficit moderado en cuenta corriente. Evidentemente, esa corriente de recursos debe ser sostenible y no debe dar por resultado un aumento indexado de la deuda externa" (p. 63). Esta postura es la que explica o justifica la defensa que se hizo de tener un déficit comercial creciente a partir de 1989.

El éxito antinflacionario del pacto no eliminó la naturaleza contradictoria de la nueva política, ya que el objetivo antinflacionario no era del todo compatible con el

propósito central de la política comercial como mecanismo de recaudación de las divisas necesarias para cubrir las obligaciones impuestas por el servicio de la deuda. Al asignarle la función antiinflacionaria a la política comercial se le estaba demandando cumplir simultáneamente con exigencias de largo y de corto plazo que no eran necesariamente compatibles. Más complicado fue cumplir con el objetivo de largo plazo. Ello se debe a que la expansión de la oferta de bienes de consumo por medio de su importación se convirtió en una barrera para lograr el objetivo de cambio estructural. Paradójicamente ante la competencia de las importaciones los industriales prefieren reconvertirse en comerciantes de importaciones con el consecuente efecto negativo sobre el parque industrial.

Oficialmente se defendió la postura de que el déficit comercial sería sostenible en tanto que la economía fuera capaz de atraer elevados flujos de capital. La apertura a la entrada masiva de inversión extranjera fue la solución como ya se ha visto. Lo que se necesitaba era consolidar la infraestructura que hiciera atractiva y factible la entrada a dichos capitales, especialmente a los de cartera, ya que no se les consideraba como un débito externo del país. Las reformas al sistema financiero nacional para dar más autonomía a los mercados de capital que puso en marcha la administración de Salinas de Gortari, fue la opción favorecida. Llegar a un acuerdo definitivo en la renegociación de la deuda externa fue casi un prerequisite, por lo tanto, la urgencia y la determinación en lograrlo.

En estas condiciones lo que requiere de una explicación es como se logra el control de la inflación al mismo tiempo que entran al país flujos extraordinarios de capital, es decir, que hay una "explosión de superliquidez" para ponerlo en los términos de Ohmae (1990, p. 159). A continuación presento una explicación congruente con la dinámica del desacoplamiento financiero.

## **16. Bursatilización e inflación**

En la dinámica del desacoplamiento la inflación adquiere una dimensión excepcional. No es coincidencia que se disfrute a mediados de la década de los años noventa el nivel inflacionario más bajo de toda la posguerra. La política anti-inflacionaria de las últimas dos décadas deriva de la obsesión del capital financiero con el efecto que la inflación tiene sobre la transferencia de recursos entre deudores y acreedores. Cuando los

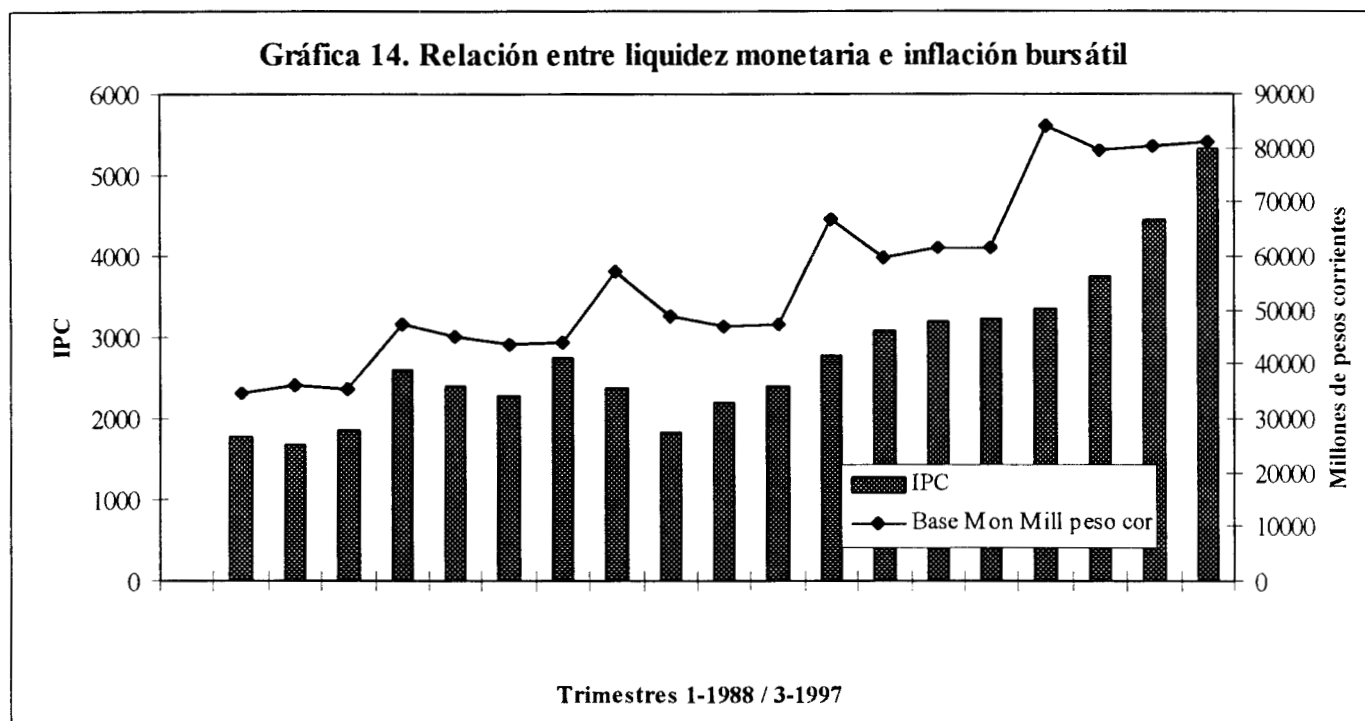
niveles de precios se sitúan en un ambiente de contratos de deuda no indexados la inflación tiene un efecto de redistribución del ingreso a favor de los deudores que puede ser considerado como la más importante consecuencia del movimiento de precios. Al ser los préstamos denominados en tasas de interés nominales el cambio de los precios tiene efectos redistributivos al modificar el valor de los préstamos y de los valores bursátiles. En estas condiciones el cambio en el nivel de precios termina por afectar la oferta de crédito. Se debe ello a la forma de operación de los bancos, que como instituciones aversas al riesgo dan preferencia a los mecanismos institucionales en la toma de decisiones para la asignación del crédito por encima de los mecanismos de asignación walrasiana, como se vio en la segunda parte de este trabajo.

La inflación per se no es un factor que necesariamente inhibe el crecimiento económico (Krüger, 1995). La redistribución del ingreso que ocasiona si lo puede hacer por los conflictos a que conduce, por un lado, entre el trabajo y el capital no financiero y, por otro lado, entre los capitales financieros y no financiero. La pérdida o ganancia que se puede ocasionar por la depreciación que sufren los activos financieros no indizados es el meollo del conflicto.

La solución a estas confrontaciones sería una política de indización de los activos para atender el conflicto entre los capitales y una política de ingresos para obviar el conflicto entre trabajo y capital no financiero. El rechazo a esta solución deriva, por una parte, de la naturaleza intervencionista para la determinación de precios que ella implica, pero por otro lado, de la dificultad empírica para determinar el grado de indización. En el fondo, lograr esto es igual que estimar el nivel de inflación, lo cual no es tarea sencilla, especialmente, cuando esta empieza a acelerarse. En consecuencia, si el grado de indización no es correcto se puede terminar por retroalimentar el aumento de precios colocando a la economía en un escenario de mayor vulnerabilidad al agudizar los conflictos entre el trabajo, el capital financiero y el capital no financiero. La solución debe ser, entonces, congruente con el pensamiento convencional de no intervención en los mercados aceptando la premisa de que la inflación es en todo momento un fenómeno monetario. Ello se hace posible con la dicotomía del sector financiero que facilita que los mercados financieros se conviertan en campos autónomos de inversión; o esto es, en contenedores financieros a donde va a parar el exceso de liquidez.



En México la aplicación de esta solución aparece por dos opciones alternativas: una primera es la especulación cambiaria y la otra es el auge de la BMV. Los excedentes monetarios se depositan en este mercado haciendo que las acciones en circulación aumenten de precio aunque la actividad productiva no se mueva en la misma dirección. Este es el significado del auge bursátil que hizo que las acciones en circulación incrementaran su valor de 31,927MP en 1988 a 641,461MP en 1994 lo cual, en un índice de precios, significó un crecimiento de 552 por ciento a una tasa promedio anual de 92 por ciento. No debe olvidarse, sin embargo, que el crecimiento del producto nacional se movió a la baja durante la mayor parte del periodo.



Fuente: Banxico, INDICADORES ECONOMICOS.

Este fenómeno que denomino inflación bursátil se aprecia claramente en la gráfica 14 que capta la correlación que se da entre el incremento de la base monetaria y el índice de precios y cotizaciones para el periodo comprendido entre el primer trimestre de 1988 y el tercero de 1997.

La opción de la especulación cambiaria fue menos importante dado que la estructura de tipos fijos no permitió su máxima explotación. El cambio hacia tipos flexibles a finales

de 1994 ha creado las condiciones para convertirlo en una opción preferida, tal y como ya ha venido ocurriendo desde los errores de diciembre de 1994 (Clark, Bartolini, Bayoumi y Symansky, 1994). Este hecho se puede constatar si se compara el volumen de operaciones cambiarias frente al volumen de operaciones comerciales. Robert McCauley presenta información que coloca el volumen diario del mercado cambiario local mexicano en 2.1 MMD en abril de 1995 y 2.2 MMD en abril de 1996 según datos del Banco de México. Según estimaciones del Citibank el volumen global en marzo de 1996 fue de 1.2 MMD (Mc Cauley, 1997). Considerando que en 1996 se tuvieron ingresos externos totales por 115.5 MMD y egresos totales por 117.5 MMD parece correcto asumir un mercado cambiario que basado en fundamentales alcanzaría a los 118 MMD anuales lo cual implica un volumen diario de 472 MD.<sup>27</sup> Ello significa que en el mejor de los casos el mercado cambiario mexicano en 1996 fue 2.5 veces mayor que el que se requeriría basado en factores fundamentales y en el peor de los casos sería 4.6 veces. Se asume así la importancia que los flujos no comerciales tienen en esta actividad, pero quizás más importante el papel que la especulación ha alcanzado en este mercado con lo cual se ha convertido a este mercado en un contenedor financiero.

En el caso mexicano la prioridad de impulsar estos mecanismos se impuso sin ambages. Los excedentes de liquidez que creó la entrada de capitales desde 1989 fueron a parar a estos contenedores financieros con lo cual se evitó la inflación en el sector real transfiriéndola al sector financiero donde el incremento de precios es la ganancia financiera que coadyuva al desacoplamiento financiero. En el sector real se logra, por el contrario, una tendencia de deflación pero que no repunta en un apropiado crecimiento del PIB. El resultado de esta combinación de herramientas financieras es dramático. Consideremos, por ejemplo, el año de 1993. En el se logra la inflación de un dígito, no obstante que es el año en el que se tiene la mayor entrada de inversión de cartera con 29 MMD, al igual que es el año con el menor crecimiento del producto nacional en el sexenio de Salinas, con tan sólo el 0.6 por ciento. Estos son hechos altamente contradictorios pero explicables. La dicotomía financiera al hacer la disponibilidad de fondos menos dependiente de las funciones de selección y control de los bancos y crear mayores opciones de allegarse los fondos por la sofisticación que da al sistema la innovación financiera se convirtió en un canal para

---

<sup>27</sup> Se asumen 250 días hábiles.

disponer del exceso de liquidez que empuja al proceso inflacionario, pero privó de recursos al sector real para apoyar su crecimiento.

Cuando la economía se encuentra en una situación de sobre-endeudamiento la obsesión anti-inflacionaria puede ser positiva para el capital financiero pero negativa para el sector real. Esta paradoja de una política deflacionaria extrema que elimina el cambio de los precios de los bienes y los servicios en poco tiempo, pero con efectos negativos para el sector productivo, fue reconocida en los años treinta por J.M. Keynes e Irving Fisher. El primero planteó la preferencia deflacionaria como el principal problema del patrón-oro y de la concepción neoclásica del pensamiento económico<sup>28</sup> y argumentó que la revaluación y la deflación eran demonios peores que la devaluación porque sólo favorecían al rentista (Keynes, 1931). La validez de esta afirmación de los años treinta parece ser neutral al tiempo al ser tan válida hoy como ayer sin importar los cambios estructurales que han ocurrido en el sistema. Este juicio de Keynes lo argumentó aún más enfáticamente Fisher al considerar que la deflación causaba en las empresas industriales y agrícolas y en los consumidores un efecto negativo mayor que la propia depresión (Fisher, 1933).<sup>29</sup> El dilema reside en que al llegar a un grado extremo de sobre-endeudamiento los deudores se ven obligados a liquidar activos para enfrenar el pago de la deuda. Este comportamiento induce a una caída de los precios de los activos y, consecuentemente, a un aumento del valor de la moneda. Paradójicamente, esta caída de los precios reduce, igualmente, el valor neto de las empresas. Cuando la deuda se contrae se hace en términos nominales, por lo tanto, se paga igualmente en términos nominales. Una caída acelerada de precios lleva a un incremento de los pasivos en términos reales con una caída en el valor neto de las empresas, lo cual ocasiona la bancarrota de algunos de ellos al ver sus ganancias desaparecer. Este comportamiento ante el sobre-endeudamiento termina por tener efectos negativos en la producción, el intercambio y el empleo.

Este dilema fue un factor determinante para que Keynes argumentara que la ortodoxia estaba equivocada al plantear el ahorro como la variable activa y la inversión como la pasiva. Para corregir esta contradicción propuso una modificación en las características de estas variables al postular a la inversión como la variable activa y el

---

<sup>28</sup> En aquel momento el lento crecimiento en la oferta mundial de oro fue un factor determinante de este carácter deflacionario del patrón oro.

<sup>29</sup> Esta es la línea de los postulados de lo que el grupo Cambridge llamó "los deflacionistas" que proponían conjuntamente una liberalización del mercado, la flotación del tipo de cambio y limitaciones al gasto público (Balassa, 1985, p. 210). Coincidentemente es a este conjunto de políticas al que ahora se denomina como neoliberal.

ahorro como el factor pasivo (Keynes, 1974, Cap. 16). En el fondo este asunto refleja la contradicción de la 'paradoja del ahorro'; esto es, el hecho que ahorrar puede ser positivo en lo individual, por los beneficios de un rendimiento probable, pero puede ser desastroso para la economía al hacer que el consumo presente se reduzca sin que se especifique cuando se potenciara al consumo futuro. Dice Keynes que "La dificultad nace, pues, porque el acto de ahorrar supone... un deseo de "riqueza" como tal, es decir, de la potencialidad de consumir un artículo no especificado en fecha indeterminada". En consecuencia, "la inversión es promovida por el ahorro individual en la misma manera que disminuye el consumo actual... el engaño proviene de creer que el propietario de riqueza desea un bien de capital por si mismo, cuando en realidad lo que efectivamente desea es su rendimiento probable" (Keynes, 1974, p. 189). Es esta dicotomía la que se manifiesta en el MDF. Lo que la economía requiere en estas condiciones es una política activa de inversión en el sector real, lo cual parece ser la antítesis del MDF que sólo busca el rendimiento y no la producción.

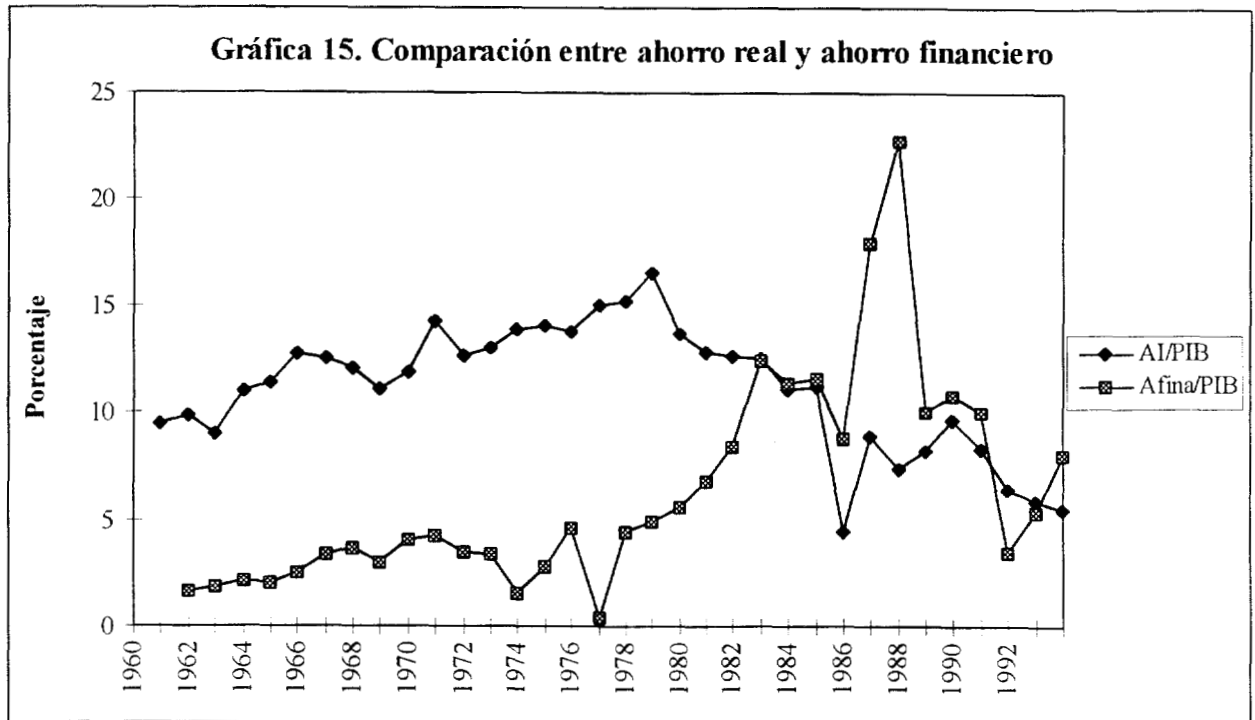
### **17. La paradoja del ahorro financiero**

La actualización de este planteamiento de Keynes implica examinar la mediación que entre ahorro e inversión tiene la estructura financiera, esto es el rechazo contemporáneo a los términos planteados por Modigliani-Miller sobre la neutralidad de la estructura financiera. Este examen parte de considerar que el ahorro tiene dos formas diferentes de manifestación al igual que diferentes propósitos. Las dos formas del ahorro son la residual y la financiera que tienen un diferente significado. Por un lado, el ahorro residual es el que aparece de la diferencia entre el ingreso disponible y el consumo; por su parte el ahorro financiero "representa la suma de recursos que las familias y las empresas no asignan inmediatamente a su consumo y que depositan en las instituciones financieras formalmente establecidas en el país". Las decisiones microeconómicas de administración de portafolio al igual que las decisiones de consumo que hacen los agentes manifiestan facetas complementarias del comportamiento de los ahorradores que parecen corresponder a cada uno de estos tipos de ahorro. Ello significa que para cada uno de estos comportamientos microeconómicos puede ser relevante una de estas definiciones del ahorro. Simultáneamente, el eje central del ahorro puede tener una orientación y un significado que

rebasa las relaciones a un nivel microeconómico y se sitúa en la relación entre ahorro y desempeño macroeconómico. Ella se refiere a la función que juega el ahorro para facilitar y determinar la oferta de crédito ya sea para el financiamiento de la actividad productiva o de otras actividades. Cada concepto tiene su propia utilidad pero como plantean Dávila y Rodríguez "Independientemente de la utilidad que pueda tener este concepto (el de ahorro financiero) es claro que no corresponde al concepto de ahorro, dado que sus estimaciones no incluyen el ahorro que no se introduce al sistema financiera, ni basa su estimación a partir del cambio neto de los activos y pasivos" (1997, p. 160). Ello no reduce su relevancia si consideramos que la definición citada arriba es la que la Secretaria de Hacienda y Crédito Público utiliza formalmente en sus Criterios Generales de Política Económica para 1998 (Ejecutivo Federal, 1998). Inclusive se afirma en este documento que "En el caso de México, el ahorro financiero incluye el total de recursos captados del público por el sistema financiero, a través de instrumentos bancarios, de valores gubernamentales, de títulos de deuda del sector privado no bancario y del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR). Este agregado es igual a la diferencia entre el agregado M4 y el monto de los billetes y monedas en poder del público" (1998, p. 30).

En una o en otra perspectiva lo importante es que la disponibilidad de fondos para la inversión no es independiente de la forma en que estos son canalizados a través del sistema financiero. La disminución en el ahorro interno, como un residuo después del consumo, es un hecho irrefutable. La pérdida de capacidad de la economía mexicana para reservar parte de su producto a fin de impulsar su crecimiento futuro es algo plenamente reconocido aún en el discurso oficial (Ejecutivo Federal, 1997). Especialmente significativo es el comportamiento del ahorro interno que no logra revertir su tendencia de largo plazo hacia la baja iniciada en 1979.

A estas tendencias en el ahorro residual hay que contraponer, sin embargo, lo que ocurre con la parte de estos flujos cuando forman parte del circuito financiero; esto es, cuando se convierten en ahorro financiero. Este ahorro presenta una vocación permanente de crecimiento desde finales de los años sesenta, como se puede observar en la gráfica 15. Su paso de crecimiento se acelera entre 1976 y 1987 en que el flujo anual pasó del 0.4% al 22.7% como porcentaje del PIB. Entre 1988 y 1991 el proceso pierde empuje, llegando el ahorro financiero a su nivel más bajo en 1992 aunque luego repuntó.



Fuente: Banxico, INDICADORES ECONOMICOS; PRONAFIDE, 1997.

Estas trayectorias entre el ahorro financiero y el residual contrastan radicalmente. Mientras el ahorro real en términos bruto o neto tiende a la baja, el ahorro financiero creció a excepción de los años 1987-1991. Como se aprecia en la gráfica 14 estas trayectorias opuestas hacen que en 1982, la brecha entre estos dos tipos de ahorro se invierta. La brecha a favor del ahorro real desaparece para dar lugar a una a favor del ahorro financiero que sólo se interrumpe brevemente entre 1991 y 1992.

Lo que requiere mayor aclaración son las razones por las cuales ocurre este fenómeno. El dilema central lo constituye el uso que se hace del ahorro como consecuencia de la dicotomía financiera a que induce la globalización del capital. Se parte de aceptar que el ahorro fluye en busca de las oportunidades de mayor rentabilidad las cuales en un mundo globalizado se encuentran más en el sector bursatilizado que en el bancario. Las formas de asignación del crédito antes examinadas y la mayor dispersión del riesgo que permiten los mercados son factores determinantes de esta preferencia. Ello ha asentido a que se multipliquen las oportunidades de inversión financiera que, aunque rentables, son directamente improductivas (Bhaqwati, 1982), lo cual induce a la paradoja central del desacoplamiento entre la actividad real y la financiera.

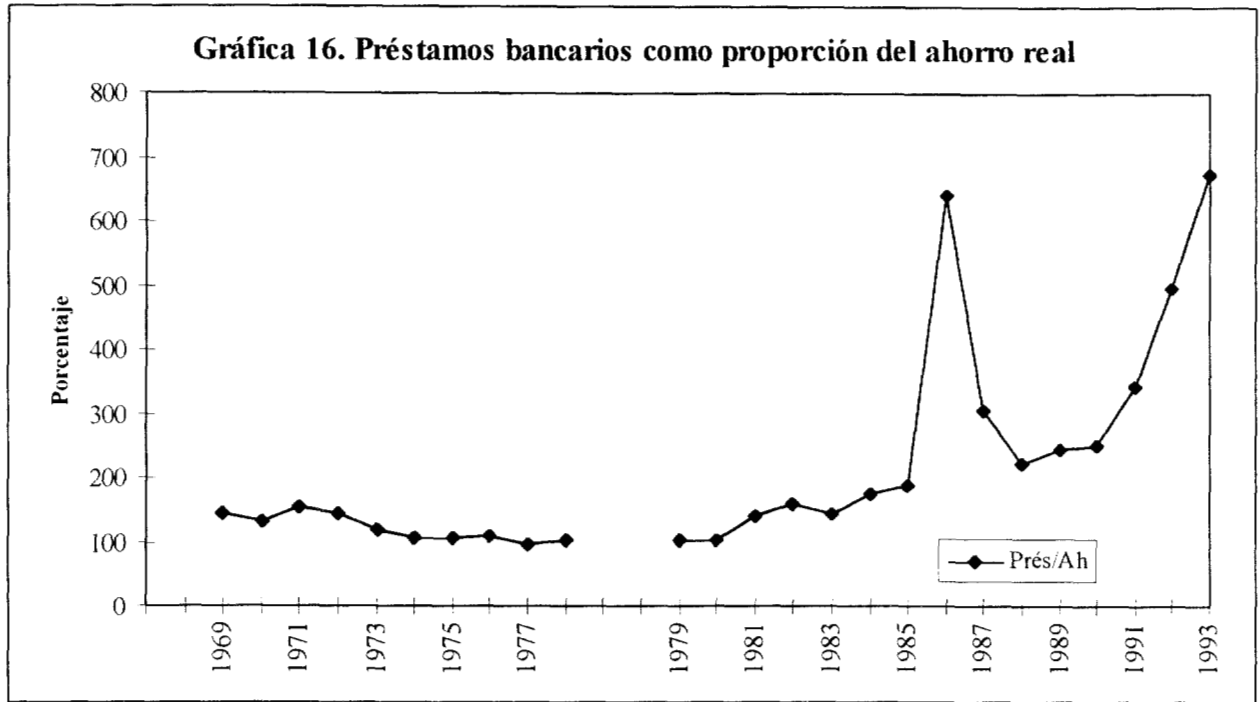
Dos son los factores centrales de este resultado: la mayor rentabilidad y la mayor reversibilidad de la inversión financiera. La decisión básica de ahorrar o de consumir está siendo influenciada por las decisiones de portafolio de los intermediarios y de los hogares. La distinción que se hace en la literatura entre "inversión productiva" e "inversión no productiva" no tiene importancia en esta decisión microeconómica en la que el determinante central es el de la rentabilidad.<sup>30</sup> El punto a destacar es que las primeras contribuyen al crecimiento real de la economía mientras las segundas no lo hacen, ya que sólo se orientan a la obtención de "rendimientos privados que vienen de la redistribución de la riqueza y no de la creación de la misma" (Murphy, Schleifer y Vishny, p. 5). Ello es lo que ocurre con el crédito destinado a la "transferencia de activos" o simplemente a "actividades buscadoras de renta". La aparición de los contenedores financieros refleja esta realidad que en el caso mexicano aparecen en el carácter especulativo del tipo de cambio y de la BMV.

La implicación de estas formas alternativas de utilización del ahorro, que son una consecuencia del proceso de sofisticación en la estructura de intermediación financiera, es que la dinámica del ahorro financiero se ha independizado del ahorro real. Esta es la esencia del modelo de desacoplamiento financiero.

## 18. Crédito y ahorro

El fenómeno anterior es ciertamente relevante ya que atañe a los resultados que se pueden obtener con el ahorro nacional en las nuevas condiciones de organización financiera. Por supuesto, el indicador relevante del uso del ahorro es el crédito al que este da lugar. En la gráfica 16 se presenta la relación que existe entre los préstamos otorgados por el sistema bancario y el ahorro real. La gráfica muestra claramente dos periodos con comportamientos perfectamente diferentes. En el primero de 1969 a 1977 el crédito bancario crece menos rápido que el ahorro residual al pasar su coeficiente de relación de 142 por ciento a 95 por ciento (cuadro 28). En el segundo periodo esta relación se invierte. Aparece, a partir de 1978 un acelerado crecimiento del crédito en proporción al ahorro residual que adquiere proporciones mayúsculas desde 1985.

<sup>30</sup>La salida de capitales de México hacia EU plantea una complicación en la prioridad de este determinante, pues este flujo crece no obstante que



Fuente: Cuadro 28.

### CUADRO 28. Crédito otorgado por la banca comercial.

Saldos en millones de pesos al último día de diciembre

Año	Financia	Total	Cred/fin	Ahorro	Ah/prest	Prés/Ah	IP	IP/Tot	Emp	Emp/IP	Hogar	H/IP	S. ind	Sind/emp	Manif	Manu/IP	Manu/emp	S. fin	Sfin/emp	intraban	Gob	G Fed	G Est-Mt
1969		67		47	69.95	142.95	66	98.4					29		14	20.8					1	0	
1970		81		63	77.35	129.28	80	98.2					35		16	19.4					3	1	0
1971		95		62	65.41	152.89	93	97.7					40		19	20.4					2	1	
1972		105		74	70.34	142.17	102	96.9					45		20	20.0					3	1	
1973		112		96	85.67	116.72	108	96.8					48		22	19.8					4	2	
1974		134		128	95.21	105.03	131	97.4					58		28	21.5					3	1	
1975		163		154	94.45	105.87	158	97.1					70		34	21.8					5	3	
1976		200		184	92.05	108.63	195	97.7					86		44	22.4					5	3	
1977		263		278	105.74	94.57	253	96.1					109		57	22.6					10	8	
1978		359		354	98.54	101.48	349	97.1					143		69	19.9					10	7	
1979		516		506	98.14	101.89	495	96.0	441	89.2	53	11	179	40.5	91	18.4	20.6	20	4.5	20	21	16	
1980	1987	744	37.5	728	97.83	102.22	720	96.8	645	89.6	75	10	244	37.8	128	17.8	19.9	22	3.4	22	24	20	
1981	2995	1094	36.5	785	71.76	139.34	1058	96.8	953	90.1	105	10	377	39.6	191	18.1	20.1	19	2.0	19	36	30	
1982	6787	1981	29.2	1237	62.45	160.14	1551	78.3	1393	89.8	158	10	703	50.5	332	21.4	23.8	14	1.0	14	430	417	
1983	10472	3322	31.7	2327	70.04	142.78	2673	80.5	2420	90.5	254	9	1182	48.8	604	22.6	25.0	37	1.5	37	649	631	
1984	15546	5675	36.5	3259	57.43	174.12	4817	84.9	4226	87.7	591	12	1969	46.6	928	19.3	21.9	38	0.9	38	857	787	
1985	27882	9934	35.6	5318	53.53	186.80	7328	73.8	6189	84.5	1138	16	2847	46.0	1356	18.5	21.9	48	0.8	48	2607	2538	
1986	60101	21040	35.0	3287	15.62	640.08	13584	64.6	11691	86.1	1893	14	5532	47.3	2503	18.4	21.4	106	0.9	106	7455	7375	
1987	138256	52527	38.0	17260	32.86	304.33	34917	66.5	30020	86.0	4897	14	13539	45.1	6511	18.6	21.7	449	1.5	449	17611	17382	2
1988	195574	63346	32.4	28680	45.27	220.87	51584	81.4	41000	79.5	10584	21	19024	46.4	10029	19.4	24.5	683	1.7	683	11762	11462	2
1989	257341	101736	39.5	41800	41.09	243.39	93816	92.2	77146	82.2	16670	18	32414	42.0	17428	18.6	22.6	665	0.9	665	7920	6421	14
1990	332863	163631	49.2	65566	40.07	249.57	152449	93.2	121937	80.0	30512	20	47485	38.9	24852	16.3	20.4	1911	1.6	1911	11182	8438	27
1991	430213	245560	57.1	71716	29.21	342.41	234892	95.7	184375	78.5	50517	22	71477	38.8	51815	22.1	28.1	1489.4	0.8		10668	6737	35
1992	526123	351306	66.8	71075	20.23	494.28	342373	97.5	266948	78.0	75425	22	103230	38.7	65622	19.2	24.6	857	0.3		8934	3979	45
1993		437383		64892	14.84	674.02	425739	97.3	308062	72.4	117677	28	107153	34.8	52700	12.4	17.1	1235	0.4		11644	2549	90
1994		617359					561246	90.9	413795	73.7	147451	26	158154	38.2	109837	19.6	26.5	26460	6.4	14010	20544	3480	152

Personas = Crédito a la vivienda + crédito al consumo

Empresas = IP - personas

Fuente: INDICADORES ECONOMICOS, Banco de México.

las tasas reales de interés en México son, a menudo, mayores que en EU.



Para 1993, último año en que se proporcionan datos de ahorro en la vieja metodología, la relación entre crédito y ahorro real era cercana al 7 a 1. Parece claro que con la sofisticación financiera que se ha venido dando la restricción que impone el ahorro residual se reduce. Ello significa que la caída en el ahorro residual se compensa en la capacidad del sistema de intermediación bancaria para convertir el ahorro en flujos prestables.<sup>31</sup>

En consecuencia, más preocupante que lograr incrementar el ahorro real, lo cual es indispensable, es la orientación en el uso que se hace del ahorro financiero por medio del crédito otorgado. Nuevamente, el cuadro 28 proporciona algunos indicadores. En el crédito otorgado al sector privado se nota un cambio en las proporciones repartidas entre empresas y hogares a favor de estos últimos. Así, las empresas han visto su participación reducida del 89.2% en 1979 al 71.8% en 1995 mientras que los hogares han tenido el correspondiente incremento del 11% al 28%. Se infiere que en las últimas dos décadas los hogares han duplicado la proporción de créditos que reciben del sistema bancario mientras que las empresas han visto su participación reducida en un 20 por ciento. Esta es una observación importante para la capacidad de ahorro real de la economía si se recuerda que fue en 1983, precisamente, cuando se inicia la caída de la tasa de ahorro bruto.

Otro factor relevante es la disposición del sistema bancario a favorecer a los intermediarios bancarios sobre las organizaciones no financieras en el otorgamiento de financiamiento. En el cuadro 29 se aprecia como de 1986 a 1995 el financiamiento a intermediarios financieros creció del 4.82% del total al 27.32% mientras que el otorgado a organizaciones no financieras se redujo del 91.38% al 65.45%. Ello significa que al tiempo que el sector real sufría una reducción del 28% en las disponibilidades de financiamiento bancario el propio sector financiero aumentaba los recursos a su disposición en 466%.

Estos datos permiten argumentar que el cambio de la estructura institucional del sistema financiero es de primera importancia para el desempeño económico. Ello se debe a que la cantidad y el precio del crédito, a un nivel de ahorro dado, depende de las características de la estructura financiera. Es esta estructura la que determina cómo opera el sistema de intermediación en términos de disponibilidad de fondos y del costo de los

---

<sup>31</sup> Hay que considerar además que la información presentada es parcial ya que no toma en cuenta otras formas de financiamiento no bancario.

recursos externos, como también lo pueden ser el impacto que tienen las iniciativas de política pública para influir en la cantidad y el costo de los fondos.

### CUADRO 29. MÉXICO: FINANCIAMIENTO OTORGADO POR EL SISTEMA BANCARIO<sup>1</sup>

Millones de pesos a precios de 1994<sup>2</sup>

AÑO	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>SISTEMA BANCARIO TOTAL</b>	<b>560298</b>	<b>498806</b>	<b>465182</b>	<b>509840</b>	<b>513994</b>	<b>565737</b>	<b>622363</b>	<b>675607</b>	<b>986444</b>
INTERNO	543786	478724	455173	500710	503463	553529	608305	660112	956876
INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	27025	28157	25782	28276	43367	63304	80564	113966	264962
Interm fin/ Total	4.82	5.64	5.54	5.55	8.44	11.19	12.94	16.87	26.86
SECTORES NO FINANCIEROS	511983	314666	420758	462621	448021	477284	510693	523688	667407
Sec no fin / Total	91.38	63.08	90.45	90.74	87.16	84.36	82.06	77.51	67.66
NO SECTORIZADO	6799	6996	9870	12332	13145	13895	18108	23502	26198
	1.2	1.4	2.1	2.4	2.6	2.5	2.9	3.5	2.7
EXTERNO	16512	20082	10009	9130	10531	12208	14058	15495	29567
Externo/total	2.9	4.0	2.2	1.8	2.0	2.2	2.3	2.3	3.0
Intermed fin/ sect no fin	5.3	8.9	6.1	6.1	9.7	13.3	15.8	21.8	39.7
<b>BANCO DE MEXICO<sup>3</sup></b>	<b>101008</b>	<b>45348</b>	<b>83506</b>	<b>82758</b>	<b>71783</b>	<b>42692</b>	<b>38557</b>	<b>18263</b>	<b>70334</b>
INTERNO	98978	43420	82276	81543	70711	41736	37494	17220	68638
INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	5671	3628	6484	6423	9520	13951	19081	25781	135723
SECTORES NO FINANCIEROS	93307	39522	75792	75118	61193	27782	18413	-8561	-67085
EXTERNO	2030	2030	1230	1215	1071	956	1062	1043	1695
Intermed fin /sect no fin	6	9	9	9	16	50	104	-301	-202
<b>BANCA COMERCIAL<sup>4</sup></b>	<b>230278</b>	<b>223963</b>	<b>204428</b>	<b>265237</b>	<b>312773</b>	<b>398933</b>	<b>444446</b>	<b>491565</b>	<b>653317</b>
INTERNO	218754	207635	197282	258976	304509	389157	433875	479558	633422
INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	11305	11899	6371	8799	13626	22511	25237	29543	40524
Interm fin /total banca com	4.9	5.3	3.1	3.3	4.4	5.6	5.7	6.0	6.2
SECTORES NO FINANCIEROS	203381	191223	183246	242185	280242	355069	393550	429874	570634
Sect no fin / total banca com	88.3	85.4	89.6	91.3	89.6	89.0	88.5	87.5	87.3
NO SECTORIZADO	4060	4517	7670	7992	10641	11576	15088	20142	22262
EXTERNO	11523	16324	7149	6261	8264	9777	10571	12006	19895
Intermed fin/sect no fin	5.6	6.2	3.5	3.6	4.9	6.3	6.4	6.9	7.1
<b>BANCA DE DESARROLLO<sup>5</sup></b>	<b>229013</b>	<b>229495</b>	<b>177248</b>	<b>161845</b>	<b>129438</b>	<b>124112</b>	<b>139360</b>	<b>165779</b>	<b>262793</b>
INTERNO	226054	227668	175615	160191	128243	122637	136936	163333	254817
INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	10049	12630	12927	13054	20221	26842	36246	58642	88715
SECTORES NO FINANCIEROS	215295	83922	161720	145319	106587	94433	98731	102374	163859
NO SECTORIZADO	710	450	970	3125	1434	1363	1959	2317	2241
EXTERNO	2949	1830	1633	1656	1194	1475	2424	2443	7962
Intermed fin / sector no fin	5	15	8	9	19	28	37	57	54

<sup>1</sup> Los saldos de los niveles agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, como resultado del redondeo de las cifras.

<sup>2</sup> Datos deflactados con el INPC, 1994=100. Cifras a diciembre de cada año. Las cifras reportadas a precios de 1994 difieren de las publicadas en el Primer Informe de Gobierno, en virtud de que para su cálculo se utilizaron cuatro decimales en el INPC, para obtener cifras más exactas.

<sup>3</sup> Incluye el financiamiento canalizado a través de crédito y valores.

<sup>4</sup> Incluye el financiamiento canalizado por los bancos a través de valores, de crédito y de cartera de crédito cedida en redescuento. Se excluyen las operaciones practicadas con la banca comercial.

<sup>5</sup> Incluye el financiamiento canalizado por los bancos a través de valores, de crédito y de cartera de crédito cedida en redescuento. Se excluyen las operaciones practicadas con la banca de desarrollo.

FUENTE: Poder Ejecutivo Federal. Segundo Informe de Gobierno. Anexo. Septiembre de 1996. p.84

Lo más significativo, sin embargo, tiene que ser la forma en que la propia estructura alienta el uso de los fondos; es decir, el destino que da el ahorro nacional. Se manifiesta en esta forma lo que parece ser una característica en el funcionamiento de la economía contemporánea: mientras que el sector financiero tiene progresivamente más capacidad para hacer crecer el ahorro que capta del sector real la economía es incapaz de crecer en forma sistemática y de aumentar la capacidad de crear ahorro residual. Estos efectos contrapuestos se hacen paulatinamente más complejos como consecuencia de fenómenos que evolucionan a raíz de la liberalización de los mercados de capital, tales como: el desequilibrio entre los recursos de que disponen los mercados privados vs los bancos centrales, el creciente peso que adquieren los inversionistas institucionales vs los inversionistas individuales y la complejidad y creatividad innovadora en el uso de instrumentos financieros.

Dos conclusiones opuestas se derivan de considerar estas transformaciones en la estructura financiera. La primera es que ellas son positivas por que inducen a limitar las restricciones que impone el menor nivel de ahorro residual. La segunda es que son negativas por que simultáneamente ha inducido a confundir el ahorro con la especulación. Se deriva, entonces, el argumento de que el ahorro real tiende a decrecer por que el ahorro financiero no se utiliza para apoyar la inversión productiva sino para usos que pueden ser redituables pero no necesariamente productivos.

Esta es la contradicción central del modelo de desacoplamiento financiero; es decir, el modelo en el que el capital financiero deja de ser un complemento del capital productivo para adquirir su propia dinámica de acumulación independiente de la producción real, a la que debe servir.

## **19. Reflexión final**

Cuando una sola decisión hace que la economía nacional se derrumbe en la forma en que lo hizo la economía mexicana en 1995 debe ser por que padece de graves debilidades estructurales. Este es el resultado del desacoplamiento financiero que en esta tercera parte de esta tesis se ha venido esbozando. Fortalecer el sector real es lo que México requiere pero esto se logra sólo si se transforma la preferencia por la inversión financiera

por una preferencia hacia la inversión productiva. Crear incentivos para que se de este cambio de preferencias de los dueños del capital es el gran reto que tienen que enfrentar las autoridades.

La opción de impulsar el crecimiento por medio de entradas de capital de corto plazo, aumentos salariales irrisorios frente a los aumentos de precios autorizados, recortes continuos al gasto presupuestal, mayores incentivos a las ganancias de corto plazo de los tenedores de obligaciones financieras y una orientación de producir para el mercado externo no es una estrategia optima ya que no es conducente a resolver el desacoplamiento entre las esferas de lo real y lo financiero.

La vulnerabilidad de la economía real se profundizara al depender en mayor grado de los intereses financieros de corto plazo al igual que de la desaceleración que sufre la economía para lograr aliviar el desequilibrio en la balanza comercial, lo cual, además, confirma la incapacidad del modelo para reducir la dependencia de las importaciones de bienes intermedios y de capital sin los cuales la economía mexicana no puede funcionar.

Los mercados de capital deben ser orientados a funcionar en favor del desarrollo nacional lo cual hace necesario tomar el lado de los que claman que la desreglamentación ha ido demasiado lejos. El propósito debe ser mermar la movilidad de los capitales al desanimar su funcionamiento de corto plazo. Esta no es tarea sencilla pero tampoco es imposible. El propósito no es eliminar las corrientes externas de capital sino ser selectivo para aceptar las que coadyuven al crecimiento del sector real.

Ello implica la reestructuración del sistema financiero para que se constituya en un proveedor de recursos al desarrollo y no a la especulación bursátil como la evidencia parece demostrarlo. Ello significa reconsiderar el papel que juega la dicotomía financiera primero como un mecanismo que coadyuve a un mejor uso del ahorro y no simplemente como una forma de ganancias especulativas y segundo como un mecanismo que diluye la capacidad del sistema financiero de autoregulación.

El énfasis de la política económica debe estar en consolidar un mercado interno lo cual implica que la máxima prioridad nacional debe orientarse hacia la inversión en el sector real. Mantener la prioridad exclusivamente en la estabilidad y el crecimiento financiero conducirá lenta pero inexorablemente a consolidar el desacoplamiento financiero.

## **CONCLUSIONES**



La principal conclusión a la que se llega en esta tesis es que la economía mexicana ha evolucionado en los últimos tres lustros hacia un modelo de economía en el cual el capital financiero deja de ser un complemento del capital productivo para adquirir su propia dinámica de acumulación. Se comprueba así la hipótesis central de la que se parte de que la dinámica económica viene evolucionando hacia la consolidación de un modelo de desacoplamiento financiero (MDF); esto es, un modelo en que los movimientos de capital, las tasas de cambio y las corrientes de crédito se convierten en el timón de la economía en lugar de que lo sean las corrientes de bienes y servicios; esto es, la economía real. El planteamiento de este modelo es la principal aportación que se hace en esta tesis. Ello no ha implicado la presentación de una elaborada prueba formal sino más bien el ordenamiento de los problemas relevantes. No se ha buscado una prueba econométrica única que defina la solidez del planteamiento sino más bien se ha buscado establecer las relaciones que den sentido a esta propuesta.

En este planteamiento se destaca el hecho que a nivel internacional, como al de México, se manifiesta la consolidación de un cambio en el funcionamiento y estructura de los mercados financieros al ceder la actividad bancaria su lugar a la actividad de los mercados de dinero y capital.

### **Flujos y estructura**

Los flujos de capital se han convertido en una fuerza de cambio en la economía de la segunda posguerra al modificar características determinantes de la estructura financiera. Este es el planteamiento central que se defiende en este trabajo. A partir del rechazo a los postulados de Modigliani-Miller se ha elaborado una postura para demostrar la relación entre la estructura financiera y el funcionamiento de la economía.

El cambio estructural fundamental es el paso que se ha dado de un sistema financiero orientado por la actividad bancaria tradicional hacia un sistema en que los mercados de capital y dinero juegan el papel preponderante. Esto significa que el sistema impulsa la relación directa entre inversionistas y prestamistas proporcionada por los mercados que la relación indirecta que proporcionan los bancos. Los intermediarios bancarios reducen el

riesgo directo que ahora lo asumen inversionistas y prestamistas a través del mercado.

Esta dicotomía financiera la promovió el beneficio que representa el menor riesgo de la intermediación no bancaria que el de la intermediación bancaria para las instituciones financieras. El riesgo lo comparten los proveedores y los receptores del capital.

La articulación entre los nuevos instrumentos financieros, especialmente los productos derivados, y las operaciones al mayoreo que facilitan los nuevos agentes institucionales, principalmente los fondos mutuos y de pensiones, expresa otro encadenamiento de esta nueva estructura de las finanzas.

La innovación financiera y la desreglamentación bancaria son los principales coadyuvantes de estas transformaciones que impulsa la globalización financiera. La primera favorece la emisión de instrumentos cada vez más poderosos para reducir el riesgo y maximizar el rendimiento de los agentes económicos mientras que la segunda induce a un menor control del estado sobre el capital. Estos pueden ser factores positivos para las empresas porque reducen el costo de sus operaciones pero imprimen una tendencia hacia un funcionamiento de corto plazo de los mercados de capital que produce un clima de mayor riesgo debido a que los precios futuros pueden divergir de los precios presentes.

Estos cambios estructurales en el funcionamiento de las economías nacionales en su tendencia de integración al mercado global han modificado la relación entre el rendimiento esperado y el riesgo lo cual ha alentado el desacoplamiento entre la economía real; la de la producción y circulación de bienes y servicios, y la economía monetaria; la del dinero, el crédito, el capital, los tipos de cambio y los flujos monetarios. Esta es la esencia del desacoplamiento financiero.

El factor central de esta dinámica lo he ubicado en el incremento ocurrido en la canjeabilidad entre activos financieros que ha proporcionado la dinámica de la innovación financiera. Esta mayor canjeabilidad encadena a los mercados nacionales al desdibujar las distinciones entre activos nacionales e internacionales o entre instrumentos básicos e instrumentos derivados y finalmente entre diferentes tipos de instrumentos derivados. La mayor canjeabilidad de los activos define el tamaño del mercado al igual que afecta la relación riesgo-rentabilidad.

Sin embargo, la evidencia presentada apunta a demostrar que la magnitud de los



flujos de capital no significa la existencia de un mercado financiero global y totalmente integrado. Si así fuera no importaría la divisa en la cual se obtiene un crédito o se realiza una inversión ya que el costo y el rendimiento deberían ser iguales en cualquier divisa. Existe aún un sesgo hacia el mercado local lo cual indica que los portafolios no están diversificados internacionalmente como se esperaría de un mundo plenamente integrado. Se postula, entonces, que no hay un mercado mundial único, sino que continua existiendo un mercado segmentado, sin movilidad perfecta de capital, debido a:

1. las preferencias por monedas particulares.
2. la incertidumbre sobre tasas de interés.
3. las políticas impositivas que afectan el rendimiento

Se propone, entonces, que la dimensión global hay que entenderla como una tendencia persistente en continuo movimiento más que como un hecho consumado. Esta tendencia impone, no obstante, condicionantes sobre el funcionamiento de las economías nacionales. Dos son singularmente relevantes. Uno es el aumento de la propensión al riesgo sistémico y el otro la menor eficiencia de los mercados financieros.

El riesgo sistémico lo ocasionan las nuevas condiciones de apertura y globalización pero aún no es perfectamente claro como se da esta modificación aunque la actitud es a minimizar las consecuencias por la baja probabilidad de que ocurran. Este nuevo riesgo sistémico proviene del proceso de innovación de los instrumentos financieros, particularmente de la mayor importancia que adquieren los instrumentos derivados. El creciente uso de estos productos ha alterado el grado de exposición de las empresas y ha afectado la dinámica de los mercados por sus efectos sobre

- 1) la subvaluación del precio del crédito,
- 2) el grado de liquidez de mercado y
- 3) las dificultades para detectar fraude en las empresas.

La mayor volatilidad de los mercados financieros aparecen en la teoría convencional como un elemento complementario de mercados eficientes. El argumento convencional postula que la mayor dependencia en las señales del mercado imprime mayor eficacia a la toma de decisiones. Esta hipótesis de eficiencia de los mercados se sustenta en que: 1) los precios de mercado reflejan toda la información disponible y 2) los precios de los activos

están amarrados a sus valores fundamentales.

En esta lógica los mercados son transmisores perfectos de información por lo cual no pueden equivocarse. El mercado constituye así una evaluación permanente del riesgo en función de la percepción que tienen los agentes económicos de la calidad de las políticas macroeconómicas y financieras de cada país. El supuesto de información perfecta constituye la premisa básica de la eficiencia de los mercados.

En este trabajo se asume que esta hipótesis pierde validez cuando la información es menos que perfecta. La eficiencia de los mercados no se verifica si hay un sistema incompleto de información por la existencia de asimetrías en su distribución entre los agentes económicos, lo cual ocurre cuando la información tiene un costo y cuando el tamaño del mercado hace más compleja la determinación de la calidad y la cantidad de la información.

En estas condiciones la definición del equilibrio competitivo como la situación en la que los precios son tales que se eliminan las ganancias del arbitraje es insostenible. El mercado no puede estar en equilibrio debido a que los arbitrajistas saldrían perdiendo en esta costosa actividad. La hipótesis de la eficiencia de los mercados se enfrenta a así "la paradoja Grossman-Stiglitz" que sostiene que cuando la información tiene un costo el principio de la eficiencia no sólo es inoperante sino que es incorrecta. La causa de las ineficacias no está en el grado del riesgo inherente, como lo postula la HEM, sino en la existencia de expectativas incorrectas como secuela normal de asimetrías en la información por el costo en que se incurre para tener información perfecta.

### **Globalización y política económica**

La globalización alude a la forma como las corporaciones se organizan para enfrentar los retos que su propia expansión ha propiciado, pero también alude a cómo los gobiernos la evalúan y la enfrentan. El argumento central que postulo en este respecto es que existe una nueva relación entre el estado nacional y el capital sobre la base de que el primero ya no puede actuar autónomamente en el diseño y aplicación de la política económica. Se destaca en este respecto el hecho contradictorio entre teoría convencional y realidad de que el nivel

de precios nacionales ha paulatinamente tendido a una mayor estabilidad, mientras que el nivel de los tipos de cambio ha tendido a una mayor inestabilidad.

El crecimiento de los flujos internacionales de capital se ha convertido en un factor determinante de esta paradójica situación ya que los montos de estos han llegado a rebasar cualquier expectativa de crecimiento. El mercado de divisas ha llegado a ser el principal beneficiario de este movimiento internacional de capitales en la medida que estos flujos tienen que pasar ineludiblemente por este mercado. Un mercado cambiario mundial diario de 1,190 miles de millones de dólares significa que la actividad comercial que ocurre en un año equivale a la actividad cambiaria que ocurre en aproximadamente 10 días del año. Similarmente, puede argumentarse que por 31.2 MMD de comercio diario ocurren 1,190 MMD en transacciones cambiarias que significa que la actividad comercial diaria mundial equivale a 2.62 por ciento de la actividad diaria cambiaria en los principales mercados mundiales de divisas. México ha entrado a formar parte de esta dinámica si se considera que en el mejor de los casos el mercado cambiario mexicano, en 1996, fue 2.5 veces mayor que el que se requeriría para el volumen de operaciones comerciales, los factores fundamentales, y en el peor de los casos fue 4.6 veces.

Estas diferencias de magnitud dan credibilidad al argumento de que los flujos de bienes y de servicios difícilmente constituyen el factor determinante del nivel de equilibrio de los tipos de cambio. Ello permite confirmar la hipótesis de que los mercados de cambio se han convertido en un fin en si mismos con sus propias reglas y formas de comportamiento. La actividad cambiario se ha metamorfoseado en una oportunidad de inversión independiente, en un contenedor financiero. Ello se debe a que en este mercado:

- 1) existe un bajo riesgo de exposición a problemas legales, tales como: insider trading o restricciones tipo Glass-Steagall;
- 2) no hay barreras de entrada ya que cualquiera puede entrar a los mercados mundiales vía subscripción a los sistemas de información como Reuters, Quotron, Telerate y
- 3) la rentabilidad es mayor que en actividades más tradicionales, como el comercio o la industria.

Es en este contexto que justifico la robustez que viene adquiriendo el análisis diágráfico frente al análisis fundamental en la explicación de los factores que determinan las

paridades cambiarias y que se opta por esta alternativa en la formalización del MDF.

Este acondicionamiento ha dado lugar al "teorema de la imposibilidad" que postula que las autoridades no pueden perseguir simultánea los objetivos de plena movilidad de capitales, tasas de cambio fijas e independencia de la política monetaria. Esta última deriva de que las decisiones de inversión están condicionadas a que la rentabilidad en diferentes mercados y denominada en una moneda común deben ser iguales en el margen. Si en un país las autoridades reducen la tasa de interés de los activos de corto plazo su moneda experimentará una caída en el mercado cambiario de tal manera que la caída en la rentabilidad es compensada por un cambio en la apreciación esperada. Se tendría así autonomía en la política monetaria pero a costa del tipo de cambio.

### **Estructura bancaria y riesgo**

En el contexto anterior la estructura del crédito tiene implicaciones elementales para la transmisión de la política monetaria. Ello ocurre al aceptar que los bancos funcionan como instituciones aversas al riesgo. Un mayor riesgo obliga a las instituciones bancarias a reducir su aportación a la actividad económica lo cual significa que la rentabilidad se maximiza a un nivel de interés al cual existe un exceso de demanda por fondos prestables, con lo cual ocurre un "racionamiento del crédito". Ello es consecuencia del comportamiento de aversión al riesgo de las instituciones financieras lo cual afecta la actividad económica por que reduce la disponibilidad de crédito y, en consecuencia, el crecimiento del producto.

La política del banco central no logra cambiar la tasa de interés de los intermediarios bancarios; lo que si logra es que los préstamos otorgados por las instituciones de crédito no sufren mayor alteración. Este es resultado de aversión al riesgo de las organizaciones bancarias. La oferta de crédito se mantiene relativamente estable debido a la negativa de los bancos a incrementar la tasa de interés por las implicaciones que ello tiene en afectar el nivel de riesgo y, por lo tanto, el valor contable neto propio como el de sus clientes. Modificar el costo del crédito bancario agravaría la incertidumbre que deviene de la información incompleta. Ello crea mayores probabilidades de selección adversa o de riesgo moral.

Los mecanismos de la versión crédito de transmisión de la política monetaria hacen

que los bancos, al comportarse como riesgo aversos, racionan el crédito ante un choque monetario lo cual afecta la oferta de crédito. El consecuente efecto sobre la inversión termina por reducir la oferta de bienes y servicios. El punto básico es que este comportamiento institucional mantiene la tasa de interés del crédito bancario ( $i_{BA}$ ) relativamente estable mientras que se altera la de los mercados, ( $i_{BU}$ ). Se crea así un diferencial entre la una y la otra que propicia que los mercados de capital adquieran mayor capacidad para atraer capitales. Esta dinámica del mercado impulsa la movilidad del capital extra-fronteras. El tipo de cambio al ser más independiente de los factores fundamentales y depender paulatinamente más de las corrientes de capital debilita su encadenamiento con la tasa de interés. Es en este contexto que se plantea que los componentes de la tasa de interés no bancaria, las expectativas de devaluación y el premio, constituyen factores determinantes de atracción de los flujos de capital y de sus efectos. Se produce la volatilidad en el mercado cambiario por su tendencia a sobrevaluar la paridad.

Se enfatiza que el efecto de la política monetaria se experimenta por cambios en la oferta de bienes y de servicios. Entonces, no es exclusivamente por una reducción directa en la demanda agregada que la política monetaria afecta la actividad real, como lo plantea la versión del canal monetario convencional sino que también actúa por una contracción de la oferta agregada. La política monetaria funciona a través de la disponibilidad del crédito bancario lo cual induce a plantear que los cambios estructurales impuestos por la dicotomía financiera limitan la eficiencia de la política del banco central.

La existencia de este mecanismo implica reconocer que la infraestructura crediticia es relevante aunque el sistema bancario no siempre funcione eficientemente.

### **La experiencia mexicana**

México se convirtió desde finales de la década de los ochenta en un receptor importante de flujos internacionales de capital, o ahorro externo. La corriente de capitales crece en años recientes hasta alcanzar niveles cercanos al siete por ciento del PIB, como en 1992 y nuevamente en 1994. Ello fue un hecho inédito para el país por su magnitud, pero más significativa, por la forma en que se proyecta el capital de cartera. El paso definitivo

hacia la globalización financiera se dio en 1989 cuando se permitió la entrada de inversión extranjera en la BMV. Este crecimiento de los flujos externos ocurre, sin embargo, en forma paralela a que el país experimenta la caída de su capacidad de ahorro interno y la incapacidad de mantener altas tasas de crecimiento del producto. Este crece al 6.1 por ciento promedio anual entre 1970 y 1983 mientras que sólo lo hace al 1.62 por ciento de entonces a 1994. Un deterioro más dramático ocurre al nivel del PIB per capita al experimentar este un crecimiento negativo de 0.64 en el último periodo luego de haber aumentado a un ritmo de 3.72 por ciento promedio anual en el primero. Estos son los hechos de los que se parte en la explicación que se busca de la experiencia mexicana por medio del MDF.

La tendencia opuesta en el comportamiento del ahorro interno frente al externo constituye una paradoja ya que previo a 1983 se confirma el postulado teórico convencional de que el ahorro externo es complementario al ahorro interno al mostrar los dos la misma tendencia de crecimiento. Con la apertura y la globalización se tiene que a mayor ahorro externo menor es el ahorro interno.

Se sostiene en este trabajo que estas tendencias responden a las transformaciones estructurales en el sector financiero obligadas por la apertura y la globalización de la economía mexicana, las cuales expresan el asentamiento de la dicotomía financiera que ocurre a nivel internacional.

La interrelación que se creó entre los flujos de capital y el sistema financiero mexicano ha impelido a reproducir en la economía mexicana el modelo de desacoplamiento financiero. Se demuestra que la transformación ha implicado el fortalecimiento de una intermediación financiera que se aleja de un funcionamiento del crédito en base a instituciones de depósitos, para depender de uno basado en mercados de dinero y de capital. Se ha asentado así una dicotomía en la intermediación financiera entre financiamiento bancario y no bancaria. Estos cambios imponen una nueva orientación en el modelo de desarrollo al convertir el modelo de promoción de exportaciones en uno de desacoplamiento financiero.

La orientación de apertura que se inicia en los años ochenta ha servido a las necesidades de la internacionalización del capital al obligar al cambio en la estructura interna que sea funcional a la globalización financiera, al tiempo que la crisis de la deuda jugo el

papel de fuerza catalizadora de la globalización financiera mexicana.

Las implicaciones de la apertura sobre la actividad real y las implicaciones del creciente déficit sobre las demandas de financiamiento crearon una dependencia comercial y financiera del exterior que se fortaleció a partir de 1982. La mayor dependencia del sistema financiero internacional se da a causa de dos factores: 1) la mayor necesidad de divisas para cumplir con los compromisos crecientes del endeudamiento y de su servicio y 2) las políticas monetarias y comerciales de los países industriales para liberar a la gran banca de la amenaza de insolvencia de los deudores. Estas condiciones que llevaron a profundizar la dicotomía financiera en el ámbito internacional obligaron a hacerlo a nivel nacional. Este es el significado de las reformas al sistema financiero nacional en los ochenta con su momento culminante en 1989. Ello permitió el retorno a los mercados de capital pasando de un endeudamiento basado en préstamos bancarios a otro basado en fondos de inversión y papeles comerciales como instrumentos de corto plazo y a bonos internacionales como pasivos de largo plazo.

La preponderancia de la actividad financiera sobre la real impuso una relación entre tasas de interés de los mercados bursátiles y el tipo de cambio que favoreció el flujo de capitales pero creó una estabilidad monetaria frágil al hacer estas variables monetarias dependientes de las corrientes de capital y no de los factores fundamentales de la economía como lo constata la diferencia entre el flujo comercial y el flujo cambiario. Se constata en esta forma la hipótesis propuesta sobre la nueva relación entre tasas de interés y paridad cambiaria.

En estas condiciones no son sorprendentes los resultados obtenidos que confirman el carácter contraccionario de la devaluación ni el comportamiento de desacoplamiento en el crecimiento de los sectores. La hipótesis aquí aceptada es que la ineficacia de política de devaluación para lograr el crecimiento del producto deriva de la autonomía adquirida por el mercado cambiario frente a los flujos de bienes y servicios y su fortalecimiento como un espacio de los flujos de capital y de la especulación a que ellos inducen.

El menor crecimiento de los indicadores del sector real contrastan con un rápido crecimiento del subsector financiero y de los servicios bancarios. Estos son signos congruentes con un uso del capital que no favorece a la actividad productiva. Este hecho, es

perfectamente coherente con la tendencia que se observa en uno de los indicadores claves de la economía, el coeficiente incremental de capital/producto que en 1988 revierte su tendencia. Esto lo he considerado como el punto clave hacia la consolidación del MDF. Ello contradice el argumento de que una economía nacional una vez que es expuesta a las fuerzas de la globalización hace un mejor uso de sus recursos y explica, consecuentemente, las tendencias observadas en la atonía del crecimiento.

En este contexto, las trayectorias del ahorro financiero y el ahorro residual contrastan radicalmente. Se ha demostrado que mientras el ahorro residual tiende a la baja el ahorro financiero tiende al alza. Ello hace que la brecha entre ellos se invierta favoreciendo al ahorro financiero sobre el ahorro residual lo cual apunta a la capacidad que tiene la nueva estructura financiera para hacer crecer los recursos de inversión. El dilema central lo constituye el uso que se ha hecho del ahorro como consecuencia de la dicotomía financiera. El ahorro ha fluido en busca de las oportunidades de mayor rentabilidad que se encuentran en el sector bursatilizado más que en el bancario. Ello queda demostrado por la eficacia del sistema al medirla por medio de la eficiencia operativa; esto es, por la capacidad para producir ganancias financieras. No se obtiene este resultado positivo al aplicar el método de la eficiencia funcional; esto es, al examinar la contribución que ha hecho la estructura financiera a la formación bruta de capital.

Se sustenta así para el caso mexicano el argumento de que la estructura institucional del sistema financiero es de primera importancia para el desempeño económico. Ello se debe a que la cantidad y el precio del crédito, a un nivel de ahorro dado, depende de las características de la estructura financiera. Es esta estructura la que determina cómo opera el sistema de intermediación en términos de disponibilidad de fondos y del costo de los recursos externos. Lo más significativo, sin embargo, tiene que ser la forma en que la propia estructura alienta el uso de los fondos; es decir, el destino que da al ahorro nacional. Se comprueba la hipótesis que si el crecimiento del producto no es proporcional con el crecimiento del crédito este no fue usado productivamente porque se ha dado entrada a actividades rentables pero no directamente productivas.

Se manifiesta en esta forma lo que aparece como una característica en el funcionamiento de la economía contemporánea: mientras que el sector financiero tiene



progresivamente más capacidad para hacer crecer el ahorro que capta del sector real la economía es incapaz de crecer en forma sistemática. Este funcionamiento de la economía mexicana lo considero como evidencia de que la propuesta de un Modelo de Desacoplamiento Financiero tiene sentido.



## Bibliografía

Acevedo Garat, Miguel. "Las importaciones de insumos y los exportadores indirectos: dos elementos para fomentar las exportaciones" en COMERCIO EXTERIOR, junio 1987, p. 439-448.

Agenor, Pierre-Richard. "Output, devaluation and the real exchange rate in developing countries" en WELTWIRTSCHAFTLICHES ARCHIV, vol 127, p. 18-41.

Akerlof, George. "The market for lemons: Quality, uncertainty and the market mechanism" en QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, agosto 1970, p. 488-500.

Alsworth J.S. y C. E. V. Borio, COMERCIAL PAPER MARKETS: A SURVEY, BIS Economic Papers No. 37, Basle, April 1993.

Alsworth, J.S. THE VALUATIONS OF THE U.S. DOLLAR INTEREST RATES SWAPS, BIS Economic Papers No. 35, Basle, January 1993.

Allen, H. y Taylor, M.P. "Charts & fundamentals in the Foreign Exchange Market" Bank of England, Discussion Paper No. 40, agosto 1989.

Allen, H. y Taylor, M.P. "Charts, Noise and Fundamentals in the London Foreign Exchange Market" en THE ECONOMIC JOURNAL, 100 Supplement, 1990, p. 49-59.

Arnott, R., B. Greenwald y J. Stiglitz. "Information and economic efficiency", NBER Working Paper No. 4533, noviembre 1993.

Arrow, K. y G. Debreu. "Existence of an equilibrium for a competitive economy", ECONOMETRICA, 1954(22), p. 256-290.

Asociación Mexicana de Bancos, "La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas" en COMERCIO EXTERIOR, suplemento, febrero de 1991.

Aspe, Pedro y Luis Téllez K. "Déficit e inflación", mimeo, 1987.

Aspe, Pedro. "La renegociación de la deuda externa de México" en EL MERCADO DE VALORES, Nafinsa, México, febrero 15 de 1989, p. 3-11.

Aspe, Pedro. "Aspectos financieros del desarrollo económico. Problemática y perspectivas de la economía mexicana", mimeo, 1990.

Aspe, Pedro. EL CAMINO MEXICANO DE LA TRANSFORMACIÓN ECONÓMICA, México, FCE, 1993.

Ayala, J., J. Blanco, R. Cordera, G. Knockenhauer, A. Labra. "Introducción" en P. González Casanova y E. Florescano, MÉXICO, HOY, Siglo XXI Editores, 1979, p. 19-93.

Bailey, N.A. y R. Cohen. THE MEXICAN TIME BOMB, A Twentieth Century Fund Paper, New York, 1987.

Balassa, Bela. "La política de comercio exterior de México" en COMERCIO EXTERIOR, marzo de 1982, p. 210-222.

Balassa, Bela. "The Cambridge Group and the developing countries" en THE WORLD ECONOMY, September 1985, p. 201-218.

Balassa, Bela. "The Purchasing-Power-Parity Doctrine: A Reappraisal" en JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, 1964, p. 584-596.

Banco de México, INFORME ANUAL 1983, 1988, 1989, 1993, México

Banco Interamericano de Desarrollo, LA DEUDA EXTERNA Y EL DESARROLLO ECONÓMICO DE AMÉRICA LATINA, Washington D.C. enero de 1984.

Bank for International Settlements, RECENT INNOVATIONS IN INTERNATIONAL FINANCE, Basle, April 1986.

Bank of International Settlements, 63th Annual Report, June 1993, Basle.

Bank of International Settlements, 64th Annual Report, June 1994, Basle.

Bank of International Settlements, CENTRAL BANK SURVEY OF FOREIGN EXCHANGE AND DERIVATIVES MARKET ACTIVITY 1995, Basle, May 1996.

Barro, Robert and Sala-i-Martin. "World real interest rates" en MACROECONOMICS ANNUAL, NBER, 1990, p. 15-60.

Basave K., Jorge. "Márgenes bancarios leoninos" en R.A. Garavito y J.L. Manzo (Coordinadores), BANCA Y CRISIS DE PAGOS: HACIA UNA SOLUCIÓN INTEGRAL, Instituto de la Revolución Democrática, México D.F., 1995, p. 153-158.

Baxter, M. y U.J. Jerman, "The International diversification puzzle is worse than you think", NBER WP No. 5019, Feb 1995.

Beckett, Sean y Gordon H. Sellon, "Has financial market volatility increased" en ECONOMIC REVIEW, FED Kansas City, junio 1989, p. 17-30.

Berglas, Eytan, y Assaf Razin. "Real Exchange Rates and Devaluation" en JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMICS, 1973, p.179-192.

Bernanke, Ben. "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment" en QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, 1983, p. 85-106.

Bernanke, Ben. "Credit in the macroeconomy" en QUARTERLY REVIEW, FED New York, Spring 1992-93, p. 50-70.

Bernanke, B. y A. Blinder, "The federal funds rates and the channels of monetary transmission" en AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 82, 1992, p. 901-921.

Bernanke, B. y A. Blinder, "Is it money or credit, or both, or neither?: Credit, money and aggregate demand" AMERICAN ECONOMIC REVIEW, Papers and Proceedings, May 1988, p. 435-439.

Bernanke, B. y M. Gertler. "Financial fragility and economic performance", QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, Vol. 105(1), 1985, p. 87-114.

Bernanke, B. y M. Gertler, "Inside the block box: The credit channel of monetary policy transmission" en JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES, 9, 1995, p. 27-48.

Bhagwati, Jagdish, "Directly unproductive, profit seeking (DUP) activities", JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, 1982, vol. 90, No. 5, p. 988-1001.

Bhagwati, Jagdish. "Export-promoting trade strategy: Issues and Evidence" en THE WORLD BANK RESEARCH OBSERVER, January 1988.

Bhanhri, Jagdeep y Bluford H. Putman. ECONOMIC INDEPENDENCE AND FLEXIBLE EXCHANGE RATE, MIT Press, 1984.

Blanchard, O. "Why does money affect output? A survey", NBER Working Paper No. 2285, junio 1987.

Blanchard, O. y L. Summers. "Perspectives on high world interest rates", BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY, 1984(2), p. 273-334.

Blinder, Alan y Joseph E. Stiglitz. "Money, credit constraints, and economic activity" en AMERICAN ECONOMIC REVIEW, mayo 1983, p. 297-302.

Bolsa Mexicana de Valores, "Efectos de la globalización", en EL MERCADO DE VALORES, 1 Julio 1993.

Bolsa Mexicana de Valores. RESUMEN BURSÁTIL, Vol 3, No. 11.

Bonser-Neal, Catherine. "Does Central Bank intervention stabilize foreign exchange rates? En ECONOMIC REVIEW, FED Kansas City, First Quarter 1996, p. 43-57.

Bootle, Roger. THE DEATH OF INFLATION: SURVIVING AND THRIVING IN THE ZERO ERA, Nicholas Brealey Publishing, 1996.

Bordo, M. y B. Eichengreen. (Eds), A RETROSPECTIVE ON THE BRETTON WOODS SYSTEM. LESSONS FOR INTERNATIONAL MONETARY REFORM, University of Chicago Press, 1993.

Borio, C.E.V. y P. Van der Bergh, "The nature and management of payments systems risks: An international perspective" en BIS Economic Papers, No. 36, febrero 1993.

Boyd, John H. "Are banks dead? Or, are the reports greatly exaggerated?" en THE DECLINING ROLE OF BANKING, Federal Reserve Bank of Chicago, mayo 1994, p. 85-117.

Boyd, John H., y Mark Gertler. "US commercial banking trends, cycles, and policy" en O. Blanchard and S. Fischer, Eds. NBER RESEARCH MACROECONOMIC ANNUAL, 1993.

Branson, W., H. Halttunen y P. Masson. "Exchange Rates in the Short Run" en EUROPEAN ECONOMIC REVIEW, 1997(10), p. 303-324.

Bruno, M. "Stabilization and stagflation in a semi-industrialized economy" en R. Dornbusch y J.A. Frenkel, eds., INTERNATIONAL ECONOMIC POLICY: THEORY AND EVIDENCE, The John Hopkins University Press, 1979, p. 270-289.

Buffie, E. "Devaluation, Investment and Growth in LDC" en JOURNAL OF DEVELOPMENT ECONOMIC, 1986, (16).

Buira, Ariel. "IMF financial programs and conditionality" en JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMICS, vol 17, 1984, p. 212-238.

Bütler, Monika. "Chartists and the foreign exchange market" en ECONOMIC AND FINANCIAL PROSPECTS, Swiss Bank Corp. No. 6, 1995.

Calomiris, C.W., C.P. Himmelberg y P. Wactel, "Commercial paper, corporate finance, and the business cycle: A microeconomic perspective", NBER Working Paper 4848, septiembre 1994.

Calvo, G., C. Reinhart y C. A. Vegh. "Targeting the real exchange rate: Theory and evidence" en IMF WORKING PAPER No 94/22, 1994.

Camdessus, Michell. "Camdessus examina el futuro del sistema monetario internacional" en FMI BULLETIN, 6 June 1994.

Campbell J. y R. Clarida. "The dollar and real interest rates" en CARNEGIE ROCHESTER CONFERENCE ON PUBLIC POLICY, agosto 1987.

Canacina. TRANSFORMACIÓN, septiembre 1988.

Cardero, Ma. E., J. M. Quijano y J. L. Manzo, "Cambios recientes en la organización bancaria y el caso de México" en J. M. Quijano (Coord) LA BANCA: PASADO Y PRESENTE, Ensayos del CIDE, 1983.

Caro, E., F.J. Vega, J.J. Robles, G.J. Gamboa, EL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO, Ariel, 1995.

Cassidy, John. "La decadencia de la economía" en ECONOMÍA INFORMA, FE-UNAM, diciembre 1997-enero 1998, p. 5-13.

Caves, Richard. "Flexible exchange rates" in AMERICAN ECONOMIC REVIEW, may 1963, p. 120-129.

Cepal, POLICIES TO IMPROVE LINKAGES WITH THE GLOBAL ECONOMY, Santiago de Chile, 1994.

Clarida, Richard. "The real exchange rate, exports, and manufacturing profits: a theoretical framework with some empirical support", NBER Working Paper No. 3811, Agosto 1991.

Clarida, R y Taylor, "The term structure of forward exchange premia and the forecastability of spot exchange rates: Correcting the errors", NBER Working Paper, 4442, 1993.

Clark, P., L. Bartolini, T. Bayoumi y S. Sumansky, EXCHANGE RATES AND ECONOMIC FUNDAMENTALS, Occasional Paper 115, IMF, December 1994.

Cline, W.R. UNITED STATES EXTERNAL ADJUSTMENT AND WORLD ECONOMY, IIE, 1989.

Collins, C. "The money machine" Sept. 30, 96 TIME, p. 28-34.

Comercio Exterior, "Decreto sobre el Control Generalizado de Cambios", COMERCIO EXTERIOR, Set. 1982 p. 944-947.

Comercio Exterior, "Sumario estadístico" en COMERCIO EXTERIOR, Abril de 1989.

Comite para el estudio de la Unión Económica y Monetaria. INFORME SOBRE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA EN LA COMUNIDAD EUROPEA, (Informe Delors), 1989.

Cooper Ramo, Joshua. "The big bank theory" en TIME, April 27, 1998, p. 15-23.

Copeland T.E. y J.F. Weston, FINANCIAL THEORY AND CORPORATE POLICY, Addison Wesley, Massachusetts, 1983.

Copelman, Martina y Alejandro Werner. "El mecanismo de la transición monetaria en México" en TRIMESTRE ECONÓMICO, enero-marzo 1997, p. 75-104.

Córdoba Montoya, José. "Desafíos e incógnitas del desarrollo sostenido" en COMERCIO EXTERIOR, septiembre 1983, p. 811-817.

Córdoba Montoya, José. "El programa mexicano de reordenación económica, 1983-1984" en EL FMI, EL BANCO MUNDIAL Y LA CRISIS LATINOAMERICANA", Editorial Siglo XXI, 1986, p. 317-390.

Córdoba Montoya, José. "Diez lecciones de la reforma económica mexicana" en NEXOS, febrero 1991, p. 31-48.

Cowhey P. y J. Aronson, MANAGING THE WORLD ECONOMY, Council of Foreign Relations, N.Y. 1993.

Crockett, Andrew. "Monetary policy implications of increase capital flows" en CHANGING CAPITAL MARKETS. IMPLICATIONS FOR MONETARY POLICY, FRB Kansas City, 1993, p. 331-364.

Chomsky, Noam y Heinz Dieterich, LA SOCIEDAD GLOBAL, Joaquín Mortiz, México, 1995.

Dale, S. y Haldane, A.G., "Interest rates and the channels of monetary transmission: some sectoral estimates" en EUROPEAN ECONOMIC REVIEW, 39, 1995, p. 1611-1626.

Darby, Michael. "Over the Counter Derivatives of Systemic Risk to the global financial system", NBER Working Paper No. 4801, Julio 94.

Dávila Flores, Alejandro. "El circuito del dólar en México (1970-1982)" en INVESTIGACIÓN ECONÓMICA, UNAM, abril-junio 1985, p. 159-211.

Dávila, Ibañez, H. Y L. Rodríguez, "Ahorro y consumo en la economía mexicana 1980-1994" en Alfredo Sánchez Daza (Coordinador) LA CRISIS PRODUCTIVA Y FINANCIERA MEXICANA, uam-a, 1997.

Davis, A.P. "Financial markets activity of life insurance companies and pension funds", BIS Economic Paper No. 21, enero 1988.

Davis, E.P. "Theories of intermediation, financial innovation and regulation" en QUARTERLY REVIEW, Natwest Bank, U.K., 1993.

De Grauwe, P., Hans Dewachter, Mark Embrechts. EXCHANGE RATE THEORY. CHAOTIC MODELS OF FOREIGN EXCHANGE MARKETS, Oxford, Blackwell Pub., 1993.

Deutsche Bundesbank, "Financial centre Germany: underlying conditions and recent developments", MONTHLY REPORT OF THE DEUTSCHE BUNDESBANK, March 1992a, p. 23-31.



Deutsche Bundesbank, "The monetary implications of the increasing use of derivative financial instruments" en MONTHLY REPORT, November 1994.

Devlin Robert, "El nuevo manejo internacional de la deuda de América Latina" en COMERCIO EXTERIOR, diciembre 1989, p. 1023-1032.

Diamond, D., "Financial intermediation as delegated monitoring", REVIEW OF ECONOMIC ESTUDIES, 51, 1984, 393-414.

Diamond, D. W. And P. H. Dybvig, 1983, Bank runs, deposit insurance, and liquidity, Journal of Political Economy 91, June, 401-419.

Dominquez, K.M. y J.A. Frankel, "Does foreign exchange intervention matter? Disentangling the portfolio and expectations effects" en AMERICAN ECONOMIC REVIEW, diciembre 1993.

Dooley, M. "A retrospective on the debt crisis", NBER Working Paper No. 4963, December 1994.

Dooley, M. y P. Isard, "The appreciation of the dollar: an analysis of the safe heaven hypothesis", IMF Working Paper, 1985.

Dornbusch, Rudiger. "Currency Depreciation, Hoarding, and relative Prices" en JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, 1973a., 81(4), p. 893-915.

Dornbusch, Rudiger. "Devaluation, Money and Non-Trade Goods" en AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 1973b.,(63), p. 871-880.

Dornbusch, Rudiger. "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?" en BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY 1980.,(1), p. 143-185.

Dornbusch, Rudiger. "Equilibrium and Disequilibrium exchange rates" en ZEITSCHRIFT FUR WIRTSCHAFTS UND SOCIALWISSENSCHAFTEN, 1982,(6), p. 573-599.

Dornbusch, Rudiger. "Expectations and exchange rate dynamics" en JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, 84, 1976, p. 1161-1176.

Dornbusch, R. "Flexible Exchange Rates and Excess Capital Mobility" en BROOKING PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY, 1986, p. 209-216.

Dornbusch, Rudiger. "Purchasing power parity" en R. Dornbusch, EXCHANGE RATES AND INFLATION, MIT Press, Cambridge, Mass, 1988, p. 265-292.

Dornbursh, R. y J. Frankel "The flexible exchange rate system: experience and alternatives" NBER Working Papers, 1987.

Dornbusch, Rudiger y Stanley Fischer. "Exchange rates and the current account" en AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 1975, (70) 1980, p. 960-971.

Dresner Bank, "Expansion of M3 target range" en TRENDS, Dresdner Bank Analysis and Forecasts, December 1994, p. 3-6.

Drucker, Peter. "The changed World Economy" en FOREIGN AFFAIRS, Spring 1986, p. 768-791.

Dunaway, Steven et al. PRIVATE MARKET FINANCING FOR DEVELOPING COUNTRIES, IMF, Washington, November 1995.

Edwards, Frankin y Frederic Mishkin, "The decline of traditional banking: implications for financial stability and regulatory policy" en ECONOMIC POLICY REVIEW, FED new York, July 1995, p. 27-45.

Edwards, Franklin R. "Financial markets in transition- or the decline of commercial banking" en CHANGING CAPITAL MARKETS: IMPLICATIONS FOR MONETARY POLICY, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1993, p. 5-62.

Edwards, Franklin. "Derivatives can be hazardous to your health: the case of Metallgesellschaft" en DERIVATIVES QUARTERLY, spring 1995, p. 8-17.

Edwards, Franklin. THE NEW FINANCE. REGULATION AND FINANCIAL STABILITY, The AEI Press, Washington, D.C., 1996.

Edwards, Sebastian. "Are devaluations contractionary", en REVIEW OF ECONOMICS AND STATISTICS, August 1986, p. 501-508.

Edwards, Sebastian. "The order of liberalization of the external sector in developing countries", The World Bank, Washington, 1984.

Edwards, Sebastian. REAL EXCHANGE RATES, DEVALUATION AND ADJUSTMENT, MIT Press, Cambridge, Mass., 1989.

Edwards, Sebastian. "Determinantes reales y monetarios del comportamiento del tipo de cambio real: Teoría y pruebas de los países en desarrollo" en EL TRIMESTRE ECONÓMICO, julio 1989, número especial, p. 75-110.

Eduards, Sebastian. "El Fondo Monetario Internacional y los países en desarrollo" en EL TRIMESTRE ECONOMICO, jul-sept 1990, p. 611-663.

Ejecutivo Federal, "Criterios Generales de Política Económica para 1998" en EL MERCADO DE VALORES, Nafinsa, enero 1998, p. 22-55.

Engel, Charles. "Why is there a forward discount bias? A survey of recent evidence" NBER Working Paper, julio 1995.

Engel Ch. y J.D. Hamilton. "Long swings in the exchange rate: Are they in the data and do markets know?", NBER Working Paper No. 3165, noviembre 1989.

Engel, Ch. y C.S. Hakkio. "Exchange rate regimes and volatility" en *ECONOMIC REVIEW*, FED Kansas City, Third Quarter 1993, p. 43-58.

Evans, M.D.D. y K.K. Lewis, "Trends in expected returns in currency and bond markets", NBER Working Paper No. 4116, July 1992.

Fama, Eugene. "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work" en *JOURNAL OF FINANCE*, mayo de 1970.

Fama, Eugene. "Efficient capital markets: II" en *JOURNAL OF FINANCE*, diciembre 1991, P. 575-618.

Fazzari, S.M., R.G. Hubbard y B.C. Peterson. "Financing constraints and corporate investment" en *BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY*, 1988, No. 1, p. 141-195.

Feldstein, Martin y Charles Horioka. "Domestic savings and international capital flows" en *ECONOMIC JOURNAL*, (90) 1980, p. 314-329.

Feldstein, Martin. "The budget deficit and the dollar" en Stanly Fisher, *NBER MACROECONOMIC ANNUAL 1986*, MIT Press, 1986.

Feldstein, Martin. "Commentary: The integration of world capital markets" en FEB Kansas City, 1993, p. 315-322.

Fernández Santiesteban, J.L. "Causas y perspectivas de la deuda externa" en *ECONOMÍA MEXICANA*, No. 6, 1984, CIDE, p. 63-76.

Fischer, Irving. "The debt deflation theory of great depressions" *Econometrics*, octubre 1933, p. 337-357.

FMI, "Cambio significativo en los flujos de capital a largo plazo de los países industriales en 1992" en *FMI BOLETIN*, 31 de enero de 1994, p. 28.

FMI, "Más de 100 países miembros del FMI aceptan el Artículo VIII" en *FMI Boletín*, 15 de mayo de 1995a, p. 144.

FMI, "Repunte de la afluencia de capital: Experiencia de la CEAP" en *FMI BOLETIN*, 27 de febrero de 1995b, p. 51.

FMI, *PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL*, Washington D.C., octubre de 1995 y octubre de 1996.

- Frankel, Jeffrey. "International capital flows and domestic policies" en Martin Feldstein, *THE US ECONOMY AND THE WORLD ECONOMY*, University of Chicago press, 1988.
- Frankel, Jeffrey. "Quantifying capital mobility in the 1980's", NBER Working Paper No. 2856, February 1989.
- Frankel, Jeffrey. "How well do foreign exchange markets function: might a Tobin tax help?", NBER Working Paper 5422, enero 1996.
- Frankel J. y S. Wei. "Regionalization of world trade and currencies: Economics and politics" en J. Frankel (Ed.), *THE REGIONALIZATION OF THE WORLD ECONOMY*, University of Chucago Press, 1995.
- Frankel, J. y A. Rose. "Currency crisis in emerging markets: Empirical indicators", NBER Working Paper No. 5437, January 1996.
- Frankel, Jeffrey and Kenneth Froot, "Understanding the US dollar in the eighties: The expectations of chartist and fundamentalist" in *ECONOMIC RECORD*, vol. 62, 1986.
- Frankel, Jeffrey y Andrew Rose. "A survey of empirical research on nominal exchange rates", NBER W.P. 4865, Septiembre 94.
- Freedman, Charles. "Monetary policy in the 1990's: Lessons and challenges", en *MONETARY POLICY ISSUES IN THE 1990's*, FED Kansas City, 1989, p. 1-45.
- Freedman, Charles. "Commentary" en *CHANGING CAPITAL MARKET. IMPLICATIONS FOR MONETARY POLICY*, FED Kansas City, 1993, 117-129.
- French K. y J. Poterba, "Investor diversification and international equity markets" en *AMERICAN ECONOMIC REVIEW*, mayo 1991
- Friedman y Kuhner, *BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY*, 1993.
- Friedman, Milton y Ana Schuartz, *A MONETARY HISTORY OF THE UNITED STATES, 1867-1960*, Princeton University Press, 1963.
- Friedman, Milton. "As good as gold: A symposium" in *NATIONAL REVIEW*, 11 June 1990.
- Froot, Keneth. y Jeffrey Frankel. "Forward discount biase: Is it an exchange rate risk?", *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, febrero 1989, p. 487-510.
- Ganley, Joe y Chris Salmon, "The industrial impact of monetary policy shocks: some stysed facts" en Bank of England, Working Paper Series No. 68, September 1997.

Genberg, Hans. "Purchasing power parity under fixed and flexible exchange rates" en *JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMICS*, mayo 1978, p. 247-276.

Gertler, Mark. "Financial structure and aggregate economic activity: An overview", *JOURNAL OF MONEY, CREDIT AND BANKING*, agosto 1988, p. 559-588.

Gertler, Mark. "Commentary: Credit channal or credit actions? An interpretation of the postwar transition mechanism" en *CHANGING CAPITAL MARKETS. IMPLICATIONS FOR MONETARY POLICY*, FRB Kansas City, 1993, p. 131-149.

Gertler, M. y S. Gilchrist. "Monetary policy, business cycles and the behaviour of small manufacturing firms" *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, 109, 1994, p. 309-340.

Giavazzi, Francesco. "The exchange rate question in Europe", CERP Discussion Paper No. 298, London, 1989.

Goldsmith, R. W. *FINANCIAL STRUCTURE AND DEVELOPMENT*, Yale University Press, New Haven, 1969.

Goldstein, M., D. Falkerts-Landau, M. El-Erian, S. Fries y L. Rojas-Suarez, *INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS*, IMF, Washington, September 1992.

Goldstein, M., P. Isard, P. Masson y M. Taylor. *POLICY ISSUES IN THE ENVOLVING INTERNATIONAL SYSTEM*, Ocasional Paper 96, Washington, June 1992.

Goldstein, M. , D. Folkerts-Landau, P. Garber, L. Rojas-Suárez y M. Spencer, *INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS*, IMF, Washington, April 1993.

Goldstein, Morris. *THE EXCHANGE RATE SYSTEM AND THE INTERNATIONAL MONETARY FUND: A MODEST AGENDA*, Institute for International Economics, 1995.

Goldstein, M. y P. Turner, "Banking crisis in emerging economies: origins and policy options" en *BIS ECONOMIC PAPERS*, No. 46, October 1996.

González Marín, Ma. Luisa, "La industria de bienes de capital en México: éxito o fracaso" en I. Manrique Campos et al, *MÉXICO: PASADO, PRESENTE Y FUTURO*, II, Siglo XXI Editores, 1996, p. 81-96.

González Marín, Ma. Luisa. *LA INDUSTRIA DE BIENES DE CAPITAL EN MÉXICO*, El Caballito, 1996.

González Tiburcio, E. y F. Calzada. "El laberinto de la política cambiaria" en *ECONOMÍA INFORMA*, agosto 1985, p. 7-20.

Goodhart, Charles. "The foreing exchange markets: A randon walk with a draging anchor", *ECONOMICA*, Nov 1988, p. 437-460.

Goodhart, Charles. INTERNATIONAL FINANCIAL LINKAGES, LSE Financial Markets Group, Special Paper Series No. 21, p. 31

Greenwald, B., J. E. Stiglitz y A. Weiss. "Informational imperfections in the capital markets and macroeconomic fluctuations" en AMERICAN ECONOMIC REVIEW, mayo 1984, p. 194-199.

Greenwald, B. y J. E. Stiglitz, "Asymmetric information and the new theory of the firm: Financial constraints and risk behavior" en THE NEW THEORY OF THE FIRM, Vol. 80, No. 2, Mayo 1990, p. 160-163.

Greenwald, B. y J. E. Stiglitz, "Information, finance, and markets: the architecture of allocative mechanisms" en NBER Working Paper No. 3652, marzo 1991a.

Greenwald, B. y J. E. Stiglitz, "Towards a reformulation of monetary theory: competitive banking" en THE ECONOMIC AND SOCIAL REVIEW, octubre 1991b, p. 1-34.

Greenwald, B. y J. E. Stiglitz. "New and old keynesians", JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES, winter 1993a.

Greenwald, B.C. y J. E. Stiglitz. "Financial market imperfections and business cycles" en QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, febrero 1993b, p. 77-113.

Greenwald, B. y J.E. Stiglitz, "Information and economic efficiency" en NBER Working Paper No. 4553, Noviembre 1993c.

Greenwald, B.C., M. Kohn y J.E. Stiglitz. "Financial market imperfections and productivity growth" en JOURNAL OF ECONOMIC BEHAVIOR AND ORGANIZATION, 13(1990), p. 321-345.

Greenwald, John. "Wall street to jobs: Get lost", TIME, 18 MARZO DE 1996, P. 29.

Grossman S.J. y J.E. Stiglitz, "On the impossibility of informationally efficient markets", AMERICAN ECONOMIC REVIEW, June 1980, p. 393-408.

Group of Thirty, DERIVATIVES: PRACTICES AND PRINCIPLES, Global Derivatives Study Group of the Group of Thirty, Washington, July 1993.

Gurria Treviño, Angel. "La reestructuración de la deuda: el caso de México" en Stephany Griffith Jones (Compiladora) DEUDA EXTERNA, RENEGOCIACIÓN Y AJUSTE EN AMÉRICA LATINA, Lecturas del Trimestre Económico No. 61, FCE, México, 1988.

Gutiérrez, Roberto. "Vicisitudes de la renegociación de la deuda externa del sector público de México" en ECONOMÍA: TEORÍA Y PRÁCTICA, UAM, primavera 1988, p. 155-189.

Guttman, Robert. HOW CREDIT MONEY SHAPES THE WORLD, R.E. Sharpe, 1994.

Gylfason, T. y O. Risager. "Does devaluation improve the current account" en *EUROPEAN ECONOMIC REVIEW*, 1984, p. 37-64.

Hacche and J. Townsend. "Exchange Rate and Monetary Polity: Modeling Sterling Effective Exchange Rates" en *OXFORD PAPERS*, 33, 1981.

Hakkio, Craig. "Exchange rate volatility and Federal Reserve policy" en *ECONOMIC REVIEW*, July-August 1984, p. 18-31.

Hakkio, Craig. "Is purchasing power parity a useful guide to the dollar?" en *ECONOMIC REVIEW*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Third Quarter, 1992, p. 37-51.

Hernández Cervantes, Héctor. "Lineamientos de la política comercial actual" en *COMERCIO EXTERIOR*, junio de 1988, p. 528-531.

Hirschman, Albert. "La economía política de la industrialización a través de la sustitución de importaciones en América Latina" en *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, octubre-diciembre 1968.

Hoshi, T., K. Kashyap y D.S. Scharfstein, "The choice between public and private debt: An analysis of post-deregulation corporate finance in Japan" en *NBER Working Paper No. 4421*, agosto de 1993.

Houthakker, H. y P. Williamson, *THE ECONOMICS OF FINANCIAL MARKETS*, Oxford University Press, 1992.

Howe and Ch. Pigott. "Determinants of long term interest. An empirical study of seven industrial countries" en *FEDNY QUARTERLY REVIEW*, Winter 1991-1992, p. 12-28.

Hubbard, R.G., *MONEY, THE FINANCIAL SYSTEM AND THE ECONOMY*, Addison and Wesley Publishers, 1995.

Hung, J., Ch. Pigott y A. Rodriguez, "Financial implications of the US external deficit" en *QUARTERLY REVIEW of the FEDNY*, Winter-Spring 1989, p. 33-51.

IMF, *WORLD ECONOMIC OUTLOOK*, Washington, May 1997.

IMF, *INTERNACIONAL CAPITAL MARKETS*, Washington, August 1995.

Instituto Mexicano de Estrategias, "Se formaliza la privatización bancaria" en *EL MERCADO DE VALORES*, agosto de 1990.

Jaffee, Dwight M. Y Thomas Russel. "Imperfect information, uncertainty, and credit rationing" en *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, 1976, P. 651-666.

Jaffee, Dwight. y Joseph E. Stiglitz. "Credit rationing" en B. Friedman y F. Hahn, *HANDBOOK OF MONETARY ECONOMICS*, North Holland, 1989.

Jensen, M. "Some anomalous evidence regarding market efficiency" en JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, junio-septiembre 1978, p. 95-101.

Jiménez Ramos, Rafael. "Promoción de las exportaciones manufactureras de México, 1970-1986" en COMERCIO EXTERIOR, agosto de 1987, p. 666-673.

Johnson, H. G. "Economic development and international trade" en R.E. Caves y H.G. Johnson, eds., READINGS IN INTERNATIONAL ECONOMICS, R.D. Irwin, Inc., 1968, p. 281-299.

Johnson, H. G. "Towards a general Theory of the Balance of Payments" en R. Caves y H.G. Johnson. (Ed.), READINGS IN INTERNATIONAL ECONOMICS, R.D. IRWIN INC. Illinois, 1968.

Kaldor, Nicolas. "The new monetarism", LLOYDS BANK REVIEW, julio 1970.

Kamin, Steven y John H. Rogers, "Output and the real exchange rate in developing countries: An application to Mexico" en INTERNATIONAL FINANCIAL DISCUSSION PAPER No. 580, Board of the Federal Reserve System, Washington, 1997.

Kamin, Steven y Marc Klau, "Some multi-country evidence on the effects of real exchange rates on output" en BIS WORKING PAPERS No. 48, Basle, September 1997.

Kaminsky G.L. y K.K. Lewis, "Does foreign exchange intervention signal future monetary policy?", NBER WORKING PAPER No. 4298, marzo 1993.

Kaplan, S.N. "Top executives turnover, and firm performance in Germany" en NBER Working Paper No. 4416, agosto de 1993.

Kaplan, S.N. "Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States" en JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, junio de 1994.

Kashyap, A.K. y J.C. Stein. "Monetary policy and bank lending" en N.G. Mankiw (Ed.), MONETARY POLICY, University of Chicago Press, 1994.

Kasman, B. y Ch. Pigott. "Interest rate divergences among mayor industrial countries", QUARTERLY REVIEW, FED New York, Fall 1988.

Kaufman, George G., y Larry R. Mote. "Is banking a declining industry? A historical perspective" en FEDERAL RESERVE BANK OF CHICAGO ECONOMIC PERSPECTIVE, May-June 1994, p. 2-21.

Kaufman, Henry, INTEREST RATES, THE MARKETS AND THE NEW FINANCIAL WORLD, Times Books, New York, 1986.

Kaufman, Henry. "Structural changes in the financial markets: Economic and policy significance" en ECONOMIC REVIEW, FED Kansas City, Second Quarter 1994, p. 5-16.



Keynes, J.M. LA TEORIA GENERAL DE LA OCUPACION EL INTERES Y EL EMPLEO, F.C.E., 1974.

King, M. "The transmission mechanism of monetary policy" en BANK OF ENGLAND QUARTERLY BULLETIN, August 1994, p. 261-267.

Klein, M.W. "The accuracy of reports of foreign exchange intervention", NBER WORKING PAPER No. 4165, septiembre 1992.

Kneeshaw, J. T. y P. Van Den Berg INTERNATIONAL INTEREST RATE RELATIONSHIPS: POLICY CHOICES AND CONSTRAINS, BIS Economic Papers No. 133, January 1985.

Korten, David C. "The failures of Bretton Woods" en Mander, J. Y E. Goldsmith, THE CASE AGAINST THE GLOBAL ECONOMY, Sierra Club Books, San Francisco, 1996, p. 20-30.

Kouri, Pentel. "The exchange rate and the balance of payments in the short run and in the long run: A monetary approach" en SCANDINAVIAN JOURNAL OF ECONOMICS, No. 2, 1976.

Kouri, Pentel. "Balance of payments and the Foreign Exchange market: A dynamic partial equilibrium model" en Bhandori J y B Putman, ECONOMIC INTERDEPENDENCE AND FLEXIBLE EXCHANGE RATE, MIT Press, 1984.

Kravis, Irving y Richard Lipsey. "Price behavior in the light of balance of payments theory" en JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMICS, mayo 1978, p. 193-246.

Kregel, J.A. "Derivatives and global capital flows: Applications to Asia", (Draft 6/2/98).

Krüger, Malte. "Inflation and growth-A discussion of Robert Barro's recent findings" en INTERECONOMICS, November/December 1995, HWWA/RFA, p. 301-304.

Krugman, Paul and Marcus Miller, "Why have a target zone?" in Warwick Economic Research Papers, 1992.

Krugman, Paul y Lance Taylor. "Contractionary effects of devaluation" en JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMICS, 8(1978), p. 445-456.

Krugman, Paul. "Purchasing power parity and exchange rates: Another look at the evidence", JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMICS, 1978, p. 397-407.

Krugman, Paul. "Is the strong dollar sustainable" in THE US DOLLAR, RECENT DEVELOPMENTS, FED, Kansas City, 1985.

Krugman, Paul, EXCHANGE RATE INSTABILITY, Cambridge Mass, MIT Press, 1988.

Krugman, Paul. HAS THE ADJUSTMENT PROCESS WORKED?, Institute for International Economics, Washington, 1991.

Kuczynki, Michael. IR Handout 2, University of Cambridge, 1993-94.

Kurtzman, Joel. DEATH OF MONEY, Simon & Schuster, N.Y. 1993.

Lakonishok, J., A. Shleifer y R.W. Vishny, "Contrarian investment, extrapolation and risk" en JOURNAL OF FINANCE, 49, 1994, P. 1541-1578.

LeRoy S. y R.D. Porter "Stock price volatility: Test based on implied variance bounds" en ECONOMETRICA, 1981(49), p. 97-113.

Leroy, S. "Efficient capital markets and martingales" en JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE, diciembre 1989, p. 531-621.

Lietaer, Bernardo A. ¿ES UNA OPORTUNIDAD LA DEUDA?, Fondo de Cultura Económica, México, 1987.

Lizondo, J. y P. Montiel. "Contractionary Devaluation in Developing Countries: An analytical Overview" en IMF STAFF PAPERS, 1990, p. 182-227.

Looney, Robert E., MEXICO'S ECONOMY: A POLICY ANALYSIS WITH FORECAST TO 1990, Westview Special Studies on Latin America, 1978.

Loxley, John. DEBT AND DISORDER, Westview Press, Boulder, Colorado, 1986.

Lucas, Robert., "On the mechanics of economic development", JOURNAL OF MONETARY ECONOMICS 22, July 1988, p. 3-42.

Lustig, Nora. MÉXICO. HACIA LA RECONSTRUCCIÓN DE UNA ECONOMÍA, FCE, 1994.

MacDonald, R. y M. Taylor, "International parity conditions" en A.S. Courakis y M.P. Taylor, PRIVATE BEHAVIOUR AND GOVERNMENT POLICY IN INTERDEPENDENT ECONOMIES, Clarendon Press, Oxford, U.K., 1990, p. 19-52.

MacDonald, R. and M. Taylor. "Exchange rate economics. A survey", IMF STAFF PAPERS, march 1992, p. 1-48.

Magill, Michael y Wayne Shafer, "Incomplete markets" en W. Hildenbrand y H. Sonnenschein (Editors) HANDBOOK OF MATHEMATICAL ECONOMICS, Volume IV, Elsevier Science Publishers, B.V. 1991.

Makin, John H. THE GLOBAL DEBT CRISIS, Basic Books, New York, 1984.

Malkin, Lawrence. THE NATIONAL DEBT, Mentor Books, New York, 1988.

Malz, A.M. "New varieties of foreign currency options" en FRBNY, Research Paper 9331, December 1993.

Mancera A., Miguel. "Nueva política cambiaria" en COMERCIO EXTERIOR, enero 1983, p. 73-76.

Mancilla, Juan Manuel. "México, cotización real del peso (1976-1982)" en ANÁLISIS ECONÓMICO, UAM-A, abril-septiembre 1982, p. 227-242.

Manrique Campos, Irma. "Devaluación y desequilibrio externo" en PROBLEMAS DEL DESARROLLO, mayo-julio 1979, p. 55-72.

Mansell C., Catherine. LAS NUEVAS FINANZAS EN MÉXICO, Editorial Milenio, México, 1994.

Marcos Giacomán, Ernesto. "Las exportaciones como factor de arrastre del desarrollo industrial: la experiencia del sudeste de Asia y sus enseñanzas para México" en COMERCIO EXTERIOR, abril de 1988, p. 275-284.

Marquez Ayala, David. "El tipo de cambio como instrumento de política en los 70" en INVESTIGACIÓN ECONÓMICA, UNAM, octubre-diciembre 1979, p. 391-400.

Marris, Stephen. DEFICITS AND THE DOLLAR: THE WORLD ECONOMY AT RISK, Institute of International Economics, Washington, D.C. December 1985.

Mathieson, D. y L. Rojas-Suarez, LIBERALIZATION OF THE CAPITAL ACCOUNT. EXPERIENCES AND ISSUES, Ocasional Paper 103, Washington, March 1993.

McCallum, B.T., "A reconsideration of the uncovered interest parity relationship", NBER WORKING PAPER No. 4113, julio 1992.

McCauley, Robert. "The euro and the dollar" en BIS Working Papers No. 50, Bank for International Settlements, Basle, November 1997.

McDonough, William J. "The global derivatives market" en QUARTERLY REVIEW, Federal Reserve Bank of New York, Autumn 1993.

McKinnon, Ronald. MONEY Y CAPITAL IN ECONOMIC DEVELOPMENT, The Brookings Institution, Washington, 1973.

McKinnon, Ronald. THE EXCHANGE RATE AND MICROECONOMIC POLICY: CHANGING POSTWAR PERCEPTIONS, Stanford University Center for Research in Economic Growth, 1981.

McKinnon, Ronald. "Currency substitution and instability in world dollar standard", AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 72, 1982, p. 320-333.

McKinnon, Ronald. AN INTERNATIONAL STANDARD FOR MONETARY STABILITY, Institute of International Economics, Washington, US, 1984.

McKinnon, Ronald and W.R. Oates. "The implications of international economic integration for monetary, fiscal and exchange policy" PRINCETON STUDIES IN INTERNATIONAL FINANCE, No. 16,

Meese, Richard y Kenneth Rogoff. "Empirical exchange rates model of the seventies: Do they fit out of sample?" en JOURNAL OF INTERNATIONAL ECONOMICS, febrero 1983, p. 3-24.

Merton, R. "On the current state of the stock market rationality hypothesis" en S. Fisher et al (eds) MACROECONOMICS AND FINANCE. ESSAYS IN HONOR OF FRANCO MODIGLIANI, MIT Press, Cambridge, 1986.

Milward, Alan. THE RECONSTRUCTION OF WESTERN EUROPE. London, Methuen, 1984.

Milward, Alan and V. Sorensen, "Interdependence and integration. A national choice" in A. Milward, et al, THE FRONTIERS OF NATIONAL SOVEREIGNTY, Routledge, London, 1993, p. 1-37.

Millman, Gregory. THE VANDALS CROWN: HOW REBEL CURRENCY TRADERS OVERTHREW THE WORLD CENTRAL BANKS, New York, The Free Press, 1995.

Minsky, Hyman P. CAN "IT" HAPPEN AGAIN?, M.E. Sharpe, Inc. N.Y. 1982.

Minsky, Hyman P. STABILIZING AN UNSTABLE ECONOMY, Yale University Press, 1986.

Mishkin, Frederic S. "Anatomy of a financial crisis", NBER Working Paper No. 3934, Washington, December 1991.

Modigliani, T. y M. Miller. "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment" en AMERICAN ECONOMIC REVIEW, junio 1958, p. 261-297.

Moorthy, Vivek. "Efficiency aspects of exchange rate response to news: Evidence from US employment data" FED New York Research Paper 9326, agosto 1993.

Morales Catañeda, Raúl. "México: valuación de la moneda y sostenibilidad del tipo de cambio" en COMERCIO EXTERIOR, abril 1996, México, p. 295-307.

Morley, Samuel. "On the effects of devaluation during stabilization programs in LDCs" en REVIEW OF ECONOMICS AND STATISTICS, LXXXIV, 1992, P. 21-27.

Morris, Ch. S. G.H. Sellon, "Bank lending and monetary policy: evidence on a credit channel" en ECONOMIC REVIEW, FED Kansas City, Second Quarter 1995, p. 59-73.

Mortimer-Lee, Paul. "Globalization and economic policy formulation" in R. O'Brien and I. Iversen (eds.) *FINANCE AND INTERNATIONAL ECONOMY: 3, The AMEX Bank Review Prize Essays*, Oxford University Press, 1990.

Mundel, R. "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates" en *CANADIAN JOURNAL OF ECONOMICS AND POLITICAL SCIENCE*, 1963,(29), p 475-485.

Mundell, Robert. "The monetary dynamics of international adjustment under fixed and flexible exchange rates", *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, May 1960, p. 227-257.

Murphy, M., A. Schleifer y R.W Vishny, "The allocation of talent: implications for growth", NBER Working Paper, No. 3530, p. 5

Mussa, Michael. "Exchange rates in theory and in reality" in *ESSAYS IN INTERNATIONAL FINANCE*, No. 179, December 1990.

Mussa M. y M. Goldstein, "The integration of world capital markets" en *CHANGING CAPITAL MARKETS, IMPLICATIONS FOR MONETARY POLICY*, A Symposium sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, agosto 19-21, 1993.

Mussa, M., M. Goldstein, P. Clark, D.J. Mathieson y T. Bayoumi. *IMPROVING THE INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM*, IMF Occasional Paper 116, Washington, D.C. December 1994.

Myers, S. y N. Majluf. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not", *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, 1984(II), p. 187-221.

Navarrete, Jorge Eduardo. *LA DUDA EXTERNA. UNA PERSPECTIVA LATINOAMERICANA*, FCE, México, 1987.

Núñez, Estrada Héctor R. "La reforma del sistema financiero mexicano en el período 1982-1992. De la nacionalización bancaria a la formación de grupos financieros" en *ANÁLISIS ECONÓMICO*, UAM-A, 1992, Vol. 10 No. 2, p. 51-52.

O'Brien, Richard. *GLOBAL FINANCIAL INTEGRATION: THE END OF GEOGRAPHY*, The Royal Institute of International Affairs, Pinters Pub. London, 1992.

Obstfeld, Maurice. "International Capital mobility in 1990's" en *UNDERSTANDING INTERDEPENDENCE: THE MACROECONOMICS OF THE OPEN ECONOMY*, Princeton University Press, Princeton 1994.

Obstfeld, Maurice. "Competitiveness, realignments, and speculation: the role of financial markets" in Giavazzi, F., S. Micossi y M. Miller, *THE EUROPEAN MONETARY SYSTEM*, Centre for Economic, Policy Research, 1988, p. 232-249.

Ohmae, Kenichi. *THE BORDERLESS WORLD*, New York, Harper Business, 1990.

Ohmae, Kenichi. "Putting global logic first" en *HARVARD BUSINESS REVIEW*, January-February 1995, p. 119-125.

Ohmae, Kenichi. *THE END OF THE NATION STATE*, The Free Press, 1995.

Ortega, R. Ma. y E. Villegas, Evolución reciente del sistema financiero mexicano en *LA INDUSTRIA Y LAS FINANZAS EN EL MÉXICO ACTUAL*, Serie de Investigación 14, UAM-I, México, 1995.

Osler, C. "Policy stabilization and exchange rate stability" en Research Paper 9402, FRBNY, January 1994A.

Osler, C.L. "High foreign real interest rates and investment in the 1990" en *FRBNY QUARTERLY REVIEW*, Spring 1994B, p. 38-44.

Ostry, Silvia. "Interdependencia: vulnerabilidad y oportunidad" en *PERSPECTIVAS ECONOMICAS, USIA*, 1988/1.

Ostry, Silvia y Richard R. Nelson. *TECHNONATIONALISM AND TECHNOGLOBALISM. CONFLICT AND COOPERATION*, Brookings Institution, D.C., 1995.

Pagano, M., 1993, Financial markets and growth: an overview, *EUROPEAN ECONOMIC REVIEW* 37, p. 613-622.

Palloix, Christian. *LA INTERNACIONALIZACION DEL CAPITAL*, H. Blume Ed. Madrid, 1978.

Panic, M. *NATIONAL MANAGEMENT OF THE INTERNATIONAL ECONOMY*, McMillan Press, 1988.

Pentecost, Eric J. *EXCHANGE RATE DYNAMICS*, Edward Elgar Publishing Limited, England, 1993.

Phillips Olmedo, Alfredo. "Una política estructurada de comercio exterior" en *COMERCIO EXTERIOR*, septiembre de 1987, p. 734-734.

Phillips Olmedo, Alfredo. "El comercio exterior de México: Evolución reciente y perspectivas" en *COMERCIO EXTERIOR*, mayo de 1988, p. 363-366.

Pigott, Charles. "International interest rate convergence: A survey of the issues and evidence" en FRBNY QUARTERLY REVIEW, Winter 1993-1994, p. 24-37.

Pollin, Robert. "Financial intermediation and the variability of the savings constraint" University of California, Riverside, Department of Economics, July 1996, mimeo.

Pollin, Robert. "Can domestic expansionary policy succeed in a globally integrated environment? An examination of alternatives", University of California-Riverside, June 1996, second draft.

Quinn, Brian. "Derivatives - a central banker's view", BANK OF ENGLAND QUARTERLY BULLETIN, Aug. 1994.

Rajan, G. Y. Y. Zingales, "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", NBER Working Paper No. 4875, October 1994.

Ramay, V.A. "How important is the credit channel in the transmission of monetary policy" en CARNEGIE ROCHESTER SERIES ON PUBLIC POLICY, Fall 1993.

Ramírez de la O, Rogelio. "Industrialización y sustitución de importaciones en México" en COMERCIO EXTERIOR, enero de 1980, p. 31-37.

Ramirez, Miguel. "Stabilization and trade policy in Mexico: 1983-1989" en THE JOURNAL OF DEVELOPING AREAS, 27, 1993, p. 173-190.

Rehfeld, Barry. "Soro's alter ego: low profile very high returns", NEW YORK TIMES, 18 April 1993.

Rogers, John y Ping Wang, "Output, inflation and stabilization in a small open economy: Evidence from Mexico" en JOURNAL OF DEVELOPMENT ECONOMICS, VOL. 46, 1995, P. 271-293.

Romer, P., 1986, "Increasing returns and long-run growth" en JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 94, 1002-1037.

Romer, Ch.D. y D.H. Romer. "Credit channel or credit actions? An interpretation of the postwar transmission mechanism" en CHANGING CAPITAL MARKETS. IMPLICATIONS FOR MONETARY POLICY, FED Kansas City, 1993.

Rose, Andrew. "International finance and macroeconomics" NBER REPORTER, Winter 1996/7 p. 1-6.

Rozo, Carlos. "La política monetaria: Vocación doméstica en un mundo internacional" en ECONOMÍA: TEORÍA Y PRÁCTICA, otoño 1983, p. 11-40.

Rozo, Carlos. "La paradoja del crecimiento crediticio. Camino hacia la crisis? in COMERCIO EXTERIOR, Mexico, October 1987, p. 824-830.

- Rozo, Carlos. THE ISSUES WHICH TRANSITION TO EMU POSE FOR CAPITAL AND FOREIGN EXCHANGE MARKETS, M. Phil dissertation, University of Cambridge, UK, August 1994.
- Rozo, Carlos A. y Juan F. Vera, "La desregulación financiera en Estados Unidos" en EL ECONOMISTA MEXICANO, segundo y tercer trimestre de 1989, p. 107-115.
- Rozo, Carlos A., y J.F. Vera, "La desreglamentación bancaria internacional. Los casos de Estados Unidos y Japón" en Carlos A. Rozo (compilador) MEXICO: LOS RETOS DE LA CRISIS, DPE/UAM-X, 1990.
- Ruiz Napoles, Pablo. "Evidencia empírica de la teoría y la política del tipo de cambio" en INVESTIGACIÓN ECONÓMICA, enero-marzo 1987, p. 131-140.
- Salinas Chávez, Antonio. "El PITEX y la exportación manufacturera" en COMERCIO EXTERIOR, enero de 1990, p. 16-22.
- Salinas de Gortari, Carlos. "México ante el GATT: comercio exterior y nueva política económica" en COMERCIO EXTERIOR, marzo de 1990, p. 233-235.
- Sanford, Charles S. "Financial markets in 2020" en CHANGING CAPITAL MARKETS: IMPLICATIONS FOR MONETARY POLICY, FED Kansas City, Agosto 1993, p. 227-243.
- Santaella, Julio y Abrahan E. Vela, "The 1987 Mexican disinflation program: An exchange rate based stabilization" en IMF WORKING PAPER No. 96/24, 1996.
- Sawyer, W. Charles y Richard L. Sprinkle. "Contractionary effects of devaluation in Mexico" en SOCIAL SCIENCE QUARTERLY, v. 68(4), 1987, p. 885-893.
- Schinashi, Gary y Monica Hargreves. "Boom and Burst in Asset Markets in the 1980's" en FMI, Staff Studies for the World Economic Outlook, 1993.
- Secretaria de Hacienda y Crédito público, "La renegociación de la deuda externa de México" en EL MERCADO DE VALORES, Nafinsa, México, agosto 15 de 1989, p. 18-24.
- Secretaria de Hacienda y Crédito Público, "La nueva banca y las agrupaciones financieras en México" en EL MERCADO DE VALORES, octubre 1 de 1990.
- Secretaria de Hacienda y Crédito Público, INFORME SOBRE LA SITUACION ECONOMICA, LAS FINANZAS PUBLICAS Y LA DEUDA PUBLICA, Segundo trimestre de 1995.
- Shaw, E.S., 1973, FINANCIAL DEEPENING IN ECONOMIC DEVELOPMENT, Oxford University Press, New York.



- Sheldon, Judy. MONEY MELTDOWN, The Free Press, 1994.
- Shiller, Robert. "Causes of changing financial markets volatility" en FINANCIAL MARKET VOLATILITY, FED Kansas City, 1988, p. 1-22.
- Shiller, Robert. MARKET VOLATILITY, MIT Press, 1991.
- Sjaastad, Larry. "The debt problem and external shocks" en Herbert Girsch, Editor, THE INTERNATIONAL DEBT PROBLEM, LESSONS FOR THE FUTURE, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen, RFA, 1986.
- Solís, José F. "Factores explicativos del tipo de cambio: el caso de México" en MONETARIA, abril-junio 1985, p. 218-225.
- Soros, George. "Hacia una sociedad global abierta", NEXOS, Marzo 1998, p. 47-49.
- Stiglitz, J.E. "Price rigidities and market structures" en AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 1984(69), p. 350-355.
- Stiglitz, J.E. "Money, credit and banking lecture" en JOURNAL OF MONEY, CREDIT AND BANKING, mayo de 1985, p. 133-152.
- Stiglitz, J.E. "Using tax policy to curb speculative short term trading" en JOURNAL OF FINANCIAL SERVICES RESEARCH, diciembre 1989, p. 101-116.
- Stiglitz, J. E. "The invisible hand and modern welfare economics" en NBER Working Paper No. 3641, marzo 1991.
- Stiglitz, J.E. "Capital markets and economic fluctuations in capitalist economies", EUROPEAN ECONOMIC REVIEW, 1992(36), p. 269-306.
- Stiglitz, J. E. y A. Weiss. "Credit rationing in markets with imperfect information" en AMERICAN ECONOMIC REVIEW, junio 1981, p. 393-410.
- Stiglitz, J.E y A. Weiss, "Asymmetric information in credit markets and its implications for macroeconomics" en OXFORD ECONOMIC PAPERS, octubre 1992, p. 162-193.
- Stiglitz, J. y M. Uy, "Financial markets, public policy, and the East Asian miracle" en WORLD BANK RESEARCH OBSERVER, agosto 1996.
- Strange, Susan. CASINO CAPITALISM, Basil Blackwell, Oxford, U.K., 1986.
- Stulz R.M. y W. Wasserfallen. "Foreign Equity investment and shareholder wealth maximization", NBER working Paper No. 4217, November 1992.
- Summers, Lawrence. "Does the stock market rationality reflect fundamental values?", en JOURNAL OF FINANCE, Julio 1986, p. 591-601.

Summers, L. y V. Summers, "When financial markets work too well: A cautious case for securities transactions tax" en JOURNAL OF FINANCIAL SERVICES RESEARCH, diciembre 1989, p. 261-286.

Takeda, Masahito y Philip Turner, THE LIBERALIZATION OF JAPAN'S FINANCIAL MARKETS: SOME MAJOR THEMES, BIS Economic Papers No. 34, Basle, November 1992.

Taylor, Alan. "Domestic saving and international capital flows reconsidered", NBER Workin Paper No. 4892, Octubre 1994.

Tello, Carlos. "La banca nacionalizada. Primeras medidas concretas". COMERCIO EXTERIOR. Setiembre 1982, p. 948-950.

Ten Kate, Adrian. "La apertura comercial de México. Experiencias y lecciones" en E. Gitli, (Coord), ESTUDIOS SOBRE EL SECTOR EXTERNO MEXICANO, UAM-Azcapotzalco, 1990, p. 47-72.

Ten Kate, Adrian y Fernando de Mateo. "Apertura comercial y estructura de la protección en México: Estimaciones cuantitativas de los ochenta" en COMERCIO EXTERIOR, abril de 1989, p. 312-329.

Tesar. L. L. y I. M. Werner, "Home biesed and the globalization of securities markets", NBER Working Paper No. 4218, noviembre de 1992.

The Economist, " Bankers Trust's 2020 vision", March 26, 1994, p. 117-118.

The Economist, "Floating the Tobin tax", July13, 1996, p. 84.

The Economist, "All capitalist now. A survey of fund management", October 25, 1997.

The Economist, "Europe's lovesick banks", January 10, 1998.

The Economist, "Fear of finance. A survey of the world economy", September 19, 1992.

The Economist, "Stakeholder capitalism", February 10, 1996.

The Economist, "Treasures at the casino", June 4, 1994.

Timmermann, Vincenz. "Universal banks - Experiences and possible lessons for socialist countries", Beiträge zur Wirschatsforschung No. 69, Socialökonomisches Seminar der Universität Hamburg, December 1989.

Tobin, James. "A general equilibrium approach to monetary theory" en CREDIT AND BANKING, noviembre 1970, p. 461-472.

Tobin, James. "A Proposal for International Monetary Reform" en *EASTERN ECONOMIC JOURNAL*, 1978, p. 153-159.

Tobin, James. "On the efficiency of the financial system", *LLOYDS BANK REVIEW*, July 1984, p. 1-15.

Toporowski, Jan. *THE ECONOMICS OF FINANCIAL MARKETS AND THE 1987 CRASH*, Edward Elgard Publishing Ltd., UK, 1993.

Tornell, Aarón. "Inversión real e inversión financiera: ¿podrán eliminar la distorción de la irreversibilidad los impuestos Tobin?" en *EL TRIMESTRE ECONOMICO*, diciembre de 1990, número especial.

Turner, Philip. *CAPITAL FLOWS IN THE 1980S : A SURVEY OF MAYOR TRENDS*, BIS Economic Papers, No. 30, Basle, April 1991.

Unomásuno, "El Pacto de Solidaridad Económica" en *UNO MÁS UNO*, 17 de diciembre de 1987, adoptado.

Villareal, René. "Deuda externa y política de ajuste: El caso de México, 1982-1986" en S. Griffith-Jones, *DEUDA EXTERNA, RENEGOCIACIÓN Y AJUSTE EN AMÉRICA LATINA*, Fondo de Cultura Económica, Lecturas del Trimestre Económico No. 61, 1988, p. 42-67.

Vishny, Robert. "Corporate finance" en *NBER REPORTER*, Winter 1994/5, p. 1-4.

Wadwhani, Sushil. "On the efficiency of financial markets", LSE Financial Markets Group, Special Paper No. 01.

Wallace, Neil. "Why Markets in Foreign Exchange Are Different from Other Markets" en Federal Reserve Bank of Minneapolis, *QUARTELY REVIEW*, 1979, 3(4), p. 1-7.

Wijnberger, Sweder Von. "Exchange rate management and stabilization policies in developing countries" en *JOURNAL OF DEVELOPMENT ECONOMICS*, 1986.

Williamson, Jeffrey G. "Globalization and inequality: Past and present" en *THE WORLD BANK RESEARCH OBSERVER*, August 1997, 117-135.

Williamson, John. *THE EXCHANGE RATE SYSTEM*, Institute of International Economics, Washington, June 1985.

Williamson, John. "Exchange Rate Management" in *THE ECONOMIC JOURNAL*, January 1993, p. 191-181.

Williamson, John y Marcus Miller. *TARGETS AND INDICATORS: A BLUE PRINT FOR THE INTERNATIONAL COORDINATION OF ECONOMIC POLICY IIE*, septiembre 1987.

Zabludosky, Jaime. "Trade liberalization and macroeconomic adjustment" en Dwight S. Brothers y Adele E. Wick (Eds.) **MEXICO'S SEARCH FOR A NEW DEVELOPING STRATEGY**, Westview Press, Boulder, Colo., 1990, p. 173-197.

## **ANEXO 1.**

### **LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGO**

#### **Los instrumentos derivados: su naturaleza**

La respuesta más reciente para enfrentar el riesgo financiero ha sido la aparición de los "productos derivados". Esta denominación debe a que su valor depende de uno o varios instrumentos básicos, como pueden ser acciones o bonos. También pueden depender de una tasa de interés, de un índice bursátil representativo de un sector o de un mercado total o del nivel de una paridad cambiaria. No tienen un valor propio ya que éste se deriva del precio de mercado, o del correspondiente índice, de un instrumento principal. La gama de estos instrumentos ha crecido geométricamente y las diferencias entre unos y otros pueden ser mayúsculas dada la complejidad que pueden alcanzar. Se acepta que aún para los especialistas el manejo de algunos de ellos no es sencillo (DBB, 1994, p. 42).

En razón de su finalidad para enfrentar el nuevo ambiente de riesgo en los mercados estos productos pueden clasificarse en tres categorías: los de transferencia de riesgo-precio, los de transferencia de riesgo-crédito y los de transferencia de riesgo liquidez (BMV, 1993, p. 41; BIS, 1986; IMF, 1993). La mayor proyección la han encontrado los productos que minimizan los riesgos de mercado o las modificaciones de precios, sin que ello minimice la importancia de los instrumentos de las otras categorías. Los futuros, las opciones y los swaps son los instrumentos de transferencia de riesgo-precio más comunes. Su función es la de transferir el riesgo de cambios en el precio a una tercera persona, el especulador. El riesgo de mercado es el efecto de variaciones del precio del instrumento básico en el valor

de la posición abierta de los instrumentos derivados. El riesgo se reduce por la compensación que se hace frente a otras contrapartes, lo cual significa una diversificación de las fuentes de riesgo. Por lo tanto, la gestión de reducir este riesgo se hace en forma global para una cartera para lo cual se requiere un cálculo de riesgo exacto de la cartera y una cobertura de mercado al contado. Por principio, el especulador toma una posición contraria a la del inversionista quien busca evitar el riesgo de un cambio en el precio de una transacción que esta inevitablemente ligada a una tasa de interés o a una tasa de cambio. Los "futuros", como acuerdos para comprar o vender un activo en una fecha futura, apuestan al precio como variable única. El tenedor busca reducir el riesgo derivado de futuros cambios en la tasa de interés o en el tipo de cambio transfiriéndolo a alguien que si está dispuesto a asumirlo. Las "opciones" sobre un activo, un bono, un contrato a futuro, una tasa de interés, una divisa, una acción, otorgan el derecho pero no la obligación de compra o de venta en un plazo y a un precio predeterminado. El especulador está dispuesto a pagar una prima por hacer efectivo el precio prefijado, el cual dependerá de una tasa de interés. Los "swaps" como intercambios de flujos de efectivo en una fecha futura se ligan a tasas de interés o tasas de cambio que les permite sacar ventaja del arbitraje entre el mercado de bonos a tasas fijas y el mercado de crédito de tasas flexibles a corto plazo. Es esta relación la que ha dado a los swaps la importancia que han adquirido por ser ella la que permite el encadenamiento entre los mercados y los intermediarios bancarios a nivel internacional como uno de los canales básicos de la globalización. Un elemento adicional que diferencia a los swaps de los demás instrumentos es que son negociados a la vista mientras que los otros sólo se negocian en Bolsa. Si bien el uso de estos instrumentos protege contra el riesgo de mercado también puede terminar incrementando el riesgo crédito al llevar a que se crean nuevas posiciones sin que se hallan liberado las posiciones anteriores.

La segunda categoría de estos instrumentos son los que transfieren el riesgo del crédito; esto es, los que cubren contra una contingencia de no pago, lo cual se convertiría en un costo en los flujos de caja. La gestión de este riesgo se realiza imponiendo límites al riesgo que asumen las partes calculado como el diferencial entre el precio ofrecido y el precio solicitado. Se requiere, entonces, información confiable para lograr un cálculo correcto. Además, se imponen respaldos contra el incumplimiento por medio de garantías de

incumplimiento, márgenes de mantenimiento o líneas de crédito bancario. La bursatilidad de estos instrumentos facilita la evaluación y gestión de este tipo de riesgo al igual que permiten que este riesgo sea fácilmente controlado por que los contratos dan lugar a un mercado continuo que valora las posiciones a precios de mercado al final de cada ronda bursátil. La valoración de estos documentos en el mercado extrabursátil es mucho más compleja por que se complica la determinación de pérdidas y ganancias. De hecho, el factor clave con este tipo de instrumentos es que "en cada una de las transacciones la contraparte es la propia Bolsa y no los operarios"

Estos instrumentos implican la negociación de valores alternativos y muy variados que encuentran su respaldo en actividades complementarias de crédito, como el factoraje, el arrendamiento financiero y la valoración de activos en sus tres formas principales: 1) la comercialización de préstamos bancarios, 2) los activos sustitutos de préstamos como el papel comercial, los pagarés de tasa flexible o los europagarés y 3) los valores de activos respaldados.

Los instrumentos que actúan sobre el riesgo de liquidez, como tercera categoría de instrumentos derivados, son los más difíciles de gestionar. Este riesgo consiste en que una transacción no pueda efectuarse al precio vigente en el mercado, con ello se negocia la reducción de riesgos no sistémicos que existen en el mercado. Las hipotecas con garantía colateral y las facilidades para transferencia de préstamos pertenecen a este tipo de productos. La característica de liquidez de estos documentos depende de su homogeneidad, así entre más se ajusten a las necesidades específicas de los clientes menos líquidos tienden a ser, lo cual se acentúa con los documentos extrabursátiles.

Una complicación que presentan los diferentes tipos de estos instrumentos derivados es que pueden acentuar una situación de no liquidez. Por ejemplo, el mantener posiciones en descubierto en derivados extrabursátiles requiere de un cubrimiento con posiciones compensatorias a la vista en el mercado bursátil o con coberturas dinámicas. En estas condiciones la caída del precio puede inducir a una venta de títulos al igual que el aumento del precio puede inducir a mayores compras con lo cual se podría tener una avalancha de compra y venta que terminaría en la situación de iliquidez.

Todos estos instrumentos presentan un elemento básico común y uno básico que los diferencia. El elemento común es el de la contratación de compra o venta de una obligación en el futuro. El que los diferencia se encuentra en que los riesgos que se toman varían de un tipo de instrumento a otro. Así, los instrumentos de contrato adelantado o los futuros hacen que las dos partes contratantes asuman un riesgo de ganancia o de pérdida que es simétrico para las dos partes. Las opciones, por el contrario, imponen una transmisión asimétrica de los riesgos. El que toma la opción debe hacer apuestas compensatorias unilateralmente contra el riesgo de cambio en los precios que le sean desfavorables. El que vende la opción toma el riesgo anterior pero no puede beneficiarse de movimientos en los precios que le favorecen, como sí ocurre con los contratos adelantados y los futuros. El riesgo a movimientos en los precios, que se asume unilateralmente por el que toma la opción, es valuado y resuelto para el que la vende por el premio que le han pagado.<sup>1</sup>

### **El tamaño del mercado**

El mercado de derivados ha crecido, en muy corto tiempo, como bola de nieve. La intermediación de venta al por mayor que hacen tanto los intermediarios financieros como los mercados financieros es una de las principales causas. El crecimiento de este mercado es ejemplificado por el crecimiento de los instrumentos de transferencia de riesgos de precios. En 1993 su tamaño era once veces mayor que el de 1986 al pasar de 1.6 BD a 18.5 BD. La principal característica de esta evolución es el sesgo por instrumentos basados en tasas de interés ya sean estos futuros, opciones o swaps mientras que los menos demandados son los ligados a divisas. En 1986 esta preferencia abarcó al 59.7 por ciento del total de derivados financieros que creció hasta el 63.8 por ciento en 1995. Entre instrumentos a la vista e instrumentos negociados en bolsa no existe una preferencia muy marcada aunque es ligeramente superior para los primeros con el 52 por ciento en 1993 aunque era 54 por ciento en 1986. La característica más importante está dada por la preferencia hacia contratos de corto plazo. Esta preferencia necesariamente condiciona el funcionamiento de este mercado.

---

<sup>1</sup>Un análisis muy detallado de las nuevas opciones en el mercado cambiario se encuentra en Malz, 1993.



Entre los mercados nacionales, el de los Estados Unidos concentran cerca del 55 por ciento del total, pero es el mercado Europeo donde estos mecanismos de administración de riesgo han encontrado su mayor impulso en los últimos años. En los instrumentos negociados en bolsa se pasa de 13.1 MMD en 1986 a 1,819 MMD en 1993, lo cual constituye un crecimiento de 40 veces mientras que el mercado de Estados Unidos apenas si se duplicó. Por supuesto, el bajo nivel absoluto del que se parte en Europa determina este resultado dado que para 1986 el tamaño del mercado de Estados Unidos era 28 veces superior al Europeo. Esta fuerza del crecimiento en los diferentes mercados nacionales sirve para apuntar a las diferencias nacionales en aceptar y adaptarse a las transformaciones que imponen los mercados financieros. En el mismo periodo y partiendo de un nivel cinco veces superior al Europeo el mercado Japonés era en 1993 sólo dos tercios el Europeo. Hay que considerar aquí la preferencia de los japoneses por invertir en el extranjero, especialmente en los Estados Unidos.

La tendencia reciente más relevante es el cambio de énfasis de contratos a futuro de bonos que inicialmente impulso el crecimiento del mercado a el énfasis sobre mercados a futuro de dinero. Este paso ha implicado que “el rango de madures de los mercados a futuro se ha acercado a la base operativa de la política económica; esto es, la tasa de corto plazo del mercado monetario” (DBB, 1994 nov., p. 42). Esta tendencia es resultado del hecho que la principal función económica de estos instrumentos es la de evaluar, combinar y transferir los riesgos implícitos en los precios de mercado.

### **Administración de riesgo o especulación**

Los productos derivados tienen su principal beneficio en la capacidad que proporcionan para administrar el riesgo (Alsworth y Borio, 1993; Alsworth, 1993). Se argumenta que reducen el riesgo de la intermediación y que proporcionan formas más finas de arbitraje que permiten a las instituciones y a las corporaciones alcanzar niveles de exposición en sus transacciones financieras que cubran mejor sus estrategias empresariales.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup>Esta podría ser una posición aceptada generalmente por los banqueros centrales. Véase McDonough, 1993.

La razón para ello está en que estos instrumentos son diferentes a los instrumentos tradicionales, como los utilizados en las transacciones clásicas de mercados adelantados. La ventaja deviene en que los instrumentos derivados permiten a los agentes económicos manejar el riesgo que desean correr con muy poco capital. En este nuevo contexto no es necesario comprar, vender o intercambiar los activos sobre los que se apoya la transacción, como apunta el DBB “Ellos sólo sirven como una variable de referencia matemática”. El bajo costo operacional constituye el mejor atractivo de estos instrumentos al permitir administrar posiciones de riesgo de acuerdo a preferencias individuales sobre el mismo. Se ha creado en esta forma una tipología de instrumentos que sirven para tomar posiciones de compensación o bien para especular. Esta forma de crear posiciones abiertas de riesgo debe favorecer no sólo el factor liquidez del mercado sino que igualmente debe contribuir a la estabilidad macroeconómica.

Plantea el DBB, que para ello es una precondition que el riesgo se asuma por agentes capaces de tener pérdidas en posiciones abiertas de riesgo (especulativas) sin que ello afecte a terceros. Ello significa que la estructura de riesgo de los activos principales cambia reduciendo así las restricciones que el propio riesgo impone al comercio de activos pero sin poner en su lugar nuevas restricciones (DBB, 1994, p. 45).

Ahora bien, como estos instrumentos están relacionados a una tasa de interés o a una tasa de cambio debe entenderse, entonces, que no hay una relación pasiva y unidireccional entre instrumentos y tasas. En especial, al tomar en cuenta la magnitud alcanzada por estos instrumentos es necesario aceptar que esta relación toma un carácter activo y bidireccional, en otras palabras, existe un proceso de retroalimentación mutua en que los cambios que puedan ocurrir en estas tasas tienen repercusiones inmediatas y amplias para todos los tenedores de estos instrumentos y viceversa. Pero no significa esto ¿que se está creando un círculo vicioso al respaldarse en tasas de interés que son afectadas y fluctúan por la existencia del mercado que para estos instrumentos se ha creado?

Desde una perspectiva microeconómica parece no haber duda acerca de los beneficios de estos nuevos instrumentos no obstante los casos particulares que han llevado a grandes pérdidas como lo ejemplifican los casos de Orange County y Procter & Gamble en los Estados Unidos, de Metallgesellschaft AG en Alemania, Codel Co. en Chile, Kashima Oil

Co. de Japón y más recientemente Baring Brothers de Inglaterra. Estos son muestras de pérdidas por especulación con instrumentos derivados que ilustran la existencia de una nueva realidad. Esta es la de los tesoreros, en las empresas y en las instituciones, que están siendo alentados a administrar sus departamentos sobre la base de ganancias y no sobre una sobria base de administración de riesgos.<sup>3</sup> Malz llama la atención a la mayor dificultad en la administración del riesgo cuando se incluyen ciertos instrumentos en un portafolio, como es el caso con las llamadas "opciones exóticas" del mercado cambiario. Gorton y Rosen, por su parte, encuentran que el sistema bancario de Estados Unidos enfrenta poco riesgo por el desarrollo del mercado de swaps.

Más dudas sobre el efecto de los productos derivados existen al nivel macroeconómico. Ello lo ocasiona la posibilidad del riesgo sistémico. La garantía implícita de las obligaciones de los bancos que ofrece la protección oficial ha subvencionado al mercado extra-bursátil. La expansión del mercado induce a la creación de mayor riesgo. Por ello hay que preguntarse si estos instrumentos significan una eliminación de riesgos o simplemente crean una transferencia en cadena de estos riesgos cuyo efecto macroeconómico puede ser más grave ¿Si la cadena se debilita poco a poco no hace esto crecer la vulnerabilidad sistémica? En realidad, se crea una interdependencia de precios que se magnifica por prácticas como la del "efecto racimo" y las de "market-making". La primera ocurre cuando los agentes buscan protegerse contra la competencia ya que un intermediario poco exitoso en colocar sus pasivos puede venderlos a otros intermediarios que los compran por las mismas razones. Se induce así una exposición en cadena de los intermediarios que crea fragilidad en el sistema. La segunda práctica de hacer mercados se refiere a la apropiada capitalización de los agentes, especialmente de los especuladores para que puedan aguantar pérdidas transitorias. El problema es que estas dos prácticas generan mercados que se justifican a si mismos. Kuczynski (1993-1994) apunta en este respecto que "los hacedores de mercados hacen mercados en artículos que tengan altos volúmenes, los cuales entonces llegan a tener altos volúmenes porque un mercado se hace para ellos" (1993-1994).

---

<sup>3</sup> Muy sugestivos en este respecto son el artículo "Treasures at the casino" (p. 107) y el editorial de la revista THE ECONOMIST del 4 de junio de 1994.

Lo que se tiene, entonces, es que se logra una disminución de los riesgos individuales pero no una reducción del riesgo global del sistema: éste simplemente se redistribuye y se hace difuso. La gravedad de ello reside en aceptar el hecho que los involucrados no llegan a entender comprensivamente los riesgos que toman. También se aumenta el riesgo por qué la correduría de estos instrumentos se concentra en los principales bancos de Estados Unidos, Japón, Francia, Reino Unido, Alemania y Suiza. Estas instituciones financieras obtienen grandes ganancias al actuar como agentes extrabursátiles pero al concentrar en pocas manos esta actividad pueden hacer necesario que se tenga que ampliar la cobertura de protección oficial. En esta forma se mantiene privatizada la ganancia mientras que se socializa el riesgo.

Esta vulnerabilidad sistémica se ve agravada por la reducción en las obligaciones de supervisión que permanentemente son menores. La naturaleza de este hecho es nueva y de singular trascendencia debido a que ella deviene de las peculiaridades intrínsecas de los nuevos instrumentos financieros y no necesariamente de una erosión formal de las instituciones reguladoras. Por ejemplo, los swaps y en general los instrumentos derivados divorcian la función de arbitraje entre diferentes flujos de efectivo de la función de ejercer el derecho al voto en las decisiones corporativas o de imponer otras presiones sobre el funcionamiento corporativo. El punto central de esta situación es el hecho que los instrumentos derivados excluyen a sus tenedores del derecho al voto en la toma de decisiones corporativas lo cual puede conducir a un fortalecimiento del “managerial entrenchment”; es decir, del divorcio entre los administradores y los economistas.