

Políticas financieras para el desarrollo en mercados imperfectos. Sugerencias para el caso mexicano

Guadalupe Mántey de Anguiano

Introducción

Este artículo investiga los factores que han determinado la contracción real del crédito bancario en México desde la crisis de 1994, el escaso desarrollo del mercado privado de capitales y las implicaciones de ambos fenómenos en el creciente endeudamiento público con fines de regulación monetaria. Se argumenta que las reformas financieras instrumentadas en diversos países en desarrollo, tras la crisis de la deuda de los ochenta, produjeron resultados distintos a los esperados, al ignorar la presencia de competencia imperfecta en los mercados financieros. Se pretende demostrar que en México las barreras institucionales que segmentan el mercado de valores gubernamentales e impiden el arbitraje de tasas de interés en el mercado monetario, han sido la causa fundamental de los fenómenos que se investigan.

El trabajo aspira a definir las características que debe incorporar una estructura financiera para promover el pleno empleo de los recursos productivos y la estabilidad del sector externo en México, así como las medidas de política económica que se requieren para establecerla. La primera parte analiza críticamente el marco teórico en que se apoyaron las reformas financieras de los ochenta y destaca las limitaciones que finalmente hicieron fracasar la estrategia. La segunda presenta un panorama de la evolución del mercado financiero mexicano en la última década, donde se pone de relieve la declinación del financiamiento institucional al sector privado y el auge en la intermediación privada de valores emitidos por el sector público que induce al sobreendeudamiento con fines de regulación monetaria. En las siguientes dos secciones se señalan los factores institucionales que promueven el comportamiento rentista de la banca comercial a través del comercio de valores gubernamentales, así como los inconvenientes de la actual intermediación pública del excedente. La quinta resume las características que debe tener una estructura financiera funcional al crecimiento y la sexta precisa un conjunto de medidas que podrían aplicarse en México para corregir las fallas en la intermediación financiera que genera el marco institucional actual y, al mismo tiempo, promover una canalización más eficiente del ahorro a la inversión productiva.

Profesora e investigadora de la Universidad Nacional Autónoma de México. Forma parte del Comité Editorial de **ECONOMÍA**unam <gmantey@servidor.unam.mx>

El marco teórico de las reformas financieras de los ochenta y sus limitaciones

En los ochenta la teoría económica dominante postulaba que los mercados financieros debían liberalizarse para cumplir de manera eficiente su función de arbitraje. Para los eco-

nomistas neoliberales, la represión financiera, es decir, el establecimiento de topes a las tasas de interés como vía para estimular la acumulación de capital, reducía el tamaño del mercado financiero y retardaba el desarrollo (Fry, 1982). El desarrollo financiero era esencial para el crecimiento económico, pues una oferta diversificada de activos financieros fomentaba el ahorro y, mediante los canales institucionales, éste se asignaba a los usos más productivos (Gurley y Shaw, 1967).

Los neoliberales sostenían que en los países en desarrollo existía una amplia gama de proyectos de inversión de alto rendimiento que no podían emprenderse por la insuficiencia del financiamiento disponible a las bajas tasas de interés prevalecientes. El desarrollo económico, argumentaban, requiere que las empresas traspasen los límites del autofinanciamiento para su acumulación de capital y que dispongan, asimismo, de fondos externos mediante un sistema monetario basado en el crédito bancario (McKinnon, 1974).

Para elevar las tasas de interés real e incrementar la propensión al ahorro, esos teóricos recomendaban frenar el crecimiento de la base monetaria y liberalizar las tasas de interés nominal. Se aconsejaba eliminar el financiamiento del déficit fiscal por la vía de la emisión primaria y el gobierno saneara sus finanzas o compitiera, como cualquier otro agente, por los recursos necesarios en el mercado de capitales colocando sus títulos de deuda.

La liberalización financiera implicaba, asimismo, que el banco central gozara de autonomía respecto al gobierno y que renunciara al uso de controles directos a la liquidez, como los requisitos de reserva obligatoria, los cajones de crédito selectivo y el redescuento. El instrumento idóneo para influir en la liquidez serían las operaciones de mercado abierto en particular los reportos, que facilitarían los ajustes reversibles; pero para que esto fuera posible, era necesario desarrollar un mercado secundario de valores gubernamentales.

Estos planteamientos y la solución política a la crisis deudora del Tercer Mundo con el Plan Brady, determinaron que el desarrollo de los mercados de capital se convirtiera en un objetivo de política económica en los países en desarrollo. El fortalecimiento de los mercados de capital sería necesario para llevar a cabo las privatizaciones de empresas públicas y para atraer flujos de inversión extranjera directa y de cartera, que cerrarían la brecha de divisas ante la escasez del crédito bancario internacional.

En los años noventa, el Banco Mundial insistió en ese objetivo y recomendó a los países en desarrollo privatizar sus sistemas de pensiones y reformarlos bajo la modalidad de capitalización individual, a fin de aliviar la carga fiscal, elevar el ahorro interno y fortalecer los mercados internos de capital (World Bank, 1994).

Al paso del tiempo, la teoría neoliberal ha mostrado severas limitaciones por ignorar los efectos de la competencia imperfecta en los mercados reales y financieros. Enseguida se destacan tres resultados no previstos por los teóricos neoliberales y que han surgido de imperfecciones en los mercados financieros y que han obstaculizado el desarrollo de los países que desregularon sus sistemas financieros.

Liberalización de tasas y ampliación de márgenes financieros

La mayoría de los teóricos neoliberales suponía que al eliminarse los topes a las tasas de interés pasivas los bancos competirían entre sí para atraerse un mayor número de depositantes y que el incremento en el rendimiento de los depósitos elevaría la propensión a ahorrar de la población (McKinnon 1974; Fry 1982).

Sin embargo, también hubo quienes advirtieron sobre los efectos negativos que podían tener las políticas liberalizadoras en estructuras de mercado oligopólicas y que anticiparon la ampliación de márgenes financieros (Galbis, 1981) y el racionamiento del crédito (Gurley y Shaw, 1955).

Los primeros suponían que la autoridad monetaria tenía el poder de influir en la tasa nominal de depósitos y que al elevarse el costo de los recursos bancarios, las tasas activas también aumentarían. Los segundos, por el contrario, anticipaban que la liberalización podía deprimir las tasas de depósitos y que era improbable que los intermediarios financieros permitieran fuertes fluctuaciones en la tasa de interés de préstamos, ya que eso afectaría la liquidez de los títulos que suscribían. Consecuentemente, anticipaban que en mercados imperfectos la liberalización financiera podría conducir a una ampliación de márgenes de intermediación con racionamiento del crédito, por lo que en este tipo de estructura de mercado era conveniente mantener la discrecionalidad de la autoridad monetaria en la fijación de las tasas de interés.

Operaciones de mercado abierto con instrumentos financieros de corto plazo

Los teóricos neoliberales supusieron que la liberalización de las tasas de interés no afectaría la efectividad de las operaciones de mercado abierto. La experiencia ha demostrado, sin embargo, que cuando las tasas de interés (y los tipos de cambio) se determinan por el mercado su mayor volatilidad conduce al acortamiento en los plazos de los instrumentos financieros (Levy, 2001) y que en mercados con predominio de instrumentos financieros de corto plazo, el mecanismo de transmisión de la política monetaria a través de cambios en el valor de los activos bancarios por variaciones en la tasa de interés prácticamente desaparece. Bajo estas circunstancias, el poder de la autoridad monetaria para influir en la expansión del crédito se ha reducido notablemente, pues la demanda agregada es poco sensible a variaciones en la tasa de interés y los bancos tienen la capacidad para gestionar sus pasivos y atender la demanda de crédito, sin necesidad de recurrir directamente a la liquidez del banco central (Kamin, *et al.*, 1998; Kregel, 1992).

Canalización de recursos a la especulación financiera y al consumo

La política neoliberal, al basarse en la teoría de los mercados eficientes, supuso el perfecto arbitraje e ignoró los problemas derivados de la información asimétrica, como el riesgo moral, la selección adversa y las inversiones financieras especulativas.

La inflación en los mercados de valores de los países en desarrollo producida por la expansión desregulada del crédito interno y la apertura rápida de la cuenta de capital de la balanza de pagos, generó ganancias financieras que desalentaron la inversión productiva. La mayor volatilidad de los precios de las acciones ha impedido que esta fuente de financiamiento se pueda usar para la acumulación de capital de las empresas (Singh y Weisse, 1998) y tuvo además el efecto perverso de elevar las tasas de interés de otras fuentes de financiamiento al incrementar los riesgos de mercado (Arestis y Demetriades, 1997).

Por otra parte, las innovaciones financieras, al conferir liquidez a los títulos de largo plazo, han contribuido a que se pierda el contenido informativo de sus precios en los mercados de capital, convirtiendo a estos mercados en centros de especulación para inversionistas de corto plazo (Dillon, 1997).

En lo que sigue se destacan algunas distorsiones que se han producido en el desarrollo financiero de México, tras las reformas liberalizadoras. Se argumenta que ellas se deben a la segmentación que prevalece en el mercado de dinero y a la competencia oligopólica en el mercado de depósitos bancarios.

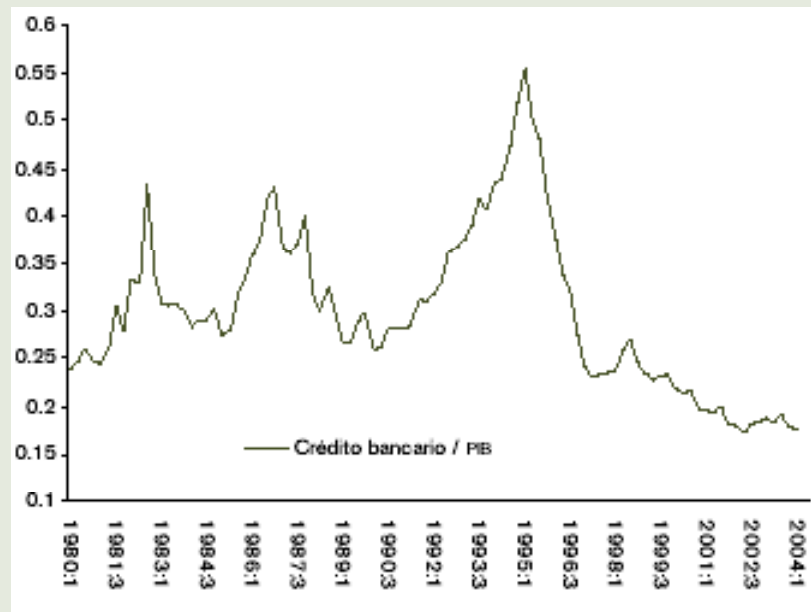
Panorama del sistema financiero mexicano en la última década

El comportamiento del sistema financiero mexicano en el último decenio registra las siguientes anomalías:

- Contracción sostenida del crédito bancario en términos reales y creciente participación de fuentes no bancarias en el financiamiento del sector privado
- Decaimiento en la capitalización real del mercado accionario y baja colocación de títulos de deuda de intermediarios financieros privados
- Fuerte concentración de las carteras de los inversionistas institucionales en valores emitidos por el sector público
- Elevado endeudamiento público con fines de regulación monetaria

La gráfica 1 muestra el comportamiento del crédito bancario respecto al PIB. Ahí se aprecia que tras el auge que acompañó a la reprivatización de la banca y que terminó con la crisis cambiaria de 1994, el financiamiento bancario como proporción del PIB ha declinado de manera ininterrumpida. Las fuentes no bancarias de crédito han compensado esta deficiencia y proveen actualmente dos tercios del financiamiento al sector privado.

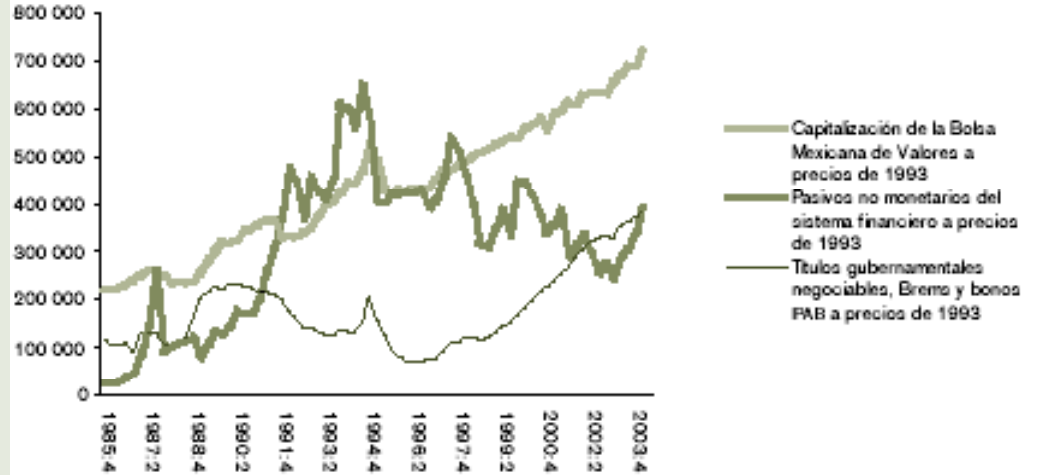
Gráfica 1



El mercado organizado de títulos de renta variable muestra también una tendencia declinante desde la crisis de 1994 (véase la gráfica 2). El valor real de la capitalización ha descendido a los niveles que tenía en 1992, en tanto que los pasivos no monetarios del

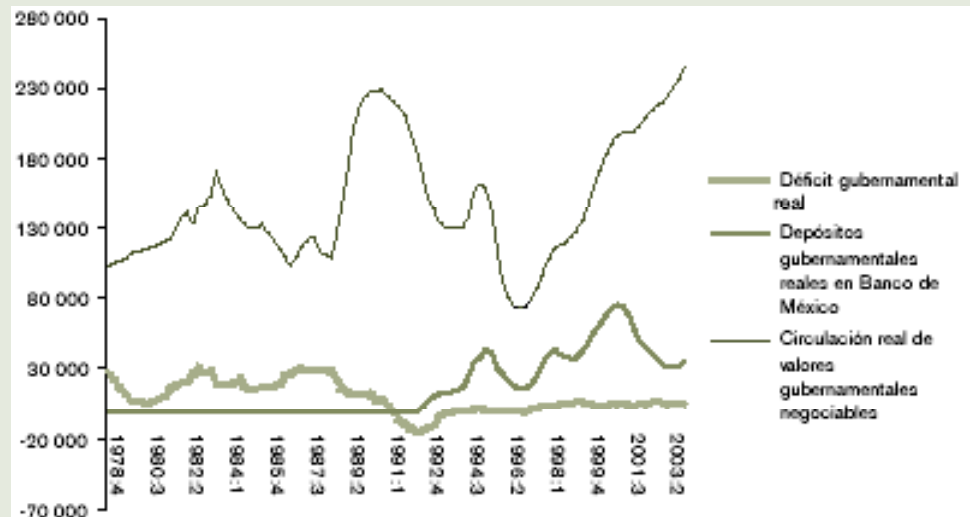
sistema financiero han duplicado su valor real en el mismo período. La insuficiente colocación de títulos de deuda privada, junto con la expansión vigorosa de los inversionistas institucionales, han generado presiones de demanda en el mercado de valores negociables del sector público (por ejemplo, valores del gobierno federal, Brems y bonos IPAB) que de 1996 a la fecha ha quintuplicado su valor real.

Gráfica 2



La demanda de títulos gubernamentales para reserva presiona sus precios al alza y deprime las tasas de interés de referencia para otros activos financieros, lo que obliga a la autoridad monetaria a intervenir demandando al gobierno depósitos de valores con fines de regulación monetaria y emitiendo ella misma sus bonos de regulación monetaria (Brems). La gráfica 3 permite observar que las colocaciones de valores gubernamentales negociables no han guardado relación con los desequilibrios fiscales, los cuales han sido modestos durante la última década; en cambio han conducido al gobierno federal a realizar cuantiosos depósitos en el Banco de México. En 2001 esos depósitos alcanzaron la suma récord de 281 000 millones de pesos, 55% de la base monetaria; en los últimos años han descendido debido al incremento de las colocaciones de Brems y bonos del IPAB, que cumplen la misma función.

Gráfica 3



El desequilibrio entre la vigorosa demanda de valores y el precario desarrollo del mercado de títulos del sector privado es evidente si se observa la estructura de la cartera de valores de tres de los más importantes inversionistas institucionales: las Siefores, las sociedades de inversión y las compañías de seguros. En el cuadro 1 se aprecia que actualmente 83% de las tenencias de valores de las administradoras de fondos para el retiro corresponde a valores gubernamentales, Brems y bonos IPAB, en tanto que los títulos bancarios sólo representan 2% no obstante que la ley les permite tener hasta 35% de su cartera en valores del sector privado y hasta 15% de títulos de intermediarios financieros. En la cartera de las sociedades de inversión la participación de los valores del sector público es de 68% y la proporción de títulos bancarios es de 11%, estando mayormente integrada por acciones de otras sociedades de inversión y no por títulos de deuda indirecta de las entidades bancarias. En la cartera de las aseguradoras, por último, los valores gubernamentales representan 70% y los títulos bancarios 13 por ciento.

Cuadro 1		Sociedades de Inversión	Siefores	Aseguradoras
Estructura de la cartera de valores de inversionistas institucionales seleccionados, marzo de 2004 (millones de pesos)	Valores del sector público	270 084	354 815	87 789
	Gubernamentales	185 699	307 978	64 717
	Brems	40 608	6 770	
	Bonos IPAB	43 777	446	6 231
	Otros públicos		39 621	13 053
	Valores del sector privado	128 272	74 481	37 225
	Renta fija no bancarios	35 116	55 055	17 048
	Acciones no bancarias	48 368	9 274	3 672
	Bancarios	44 788	10 152	16 505
	Total de la cartera	398 358	429 296	125 013

Fuente: Banco de México

Obstáculos institucionales al desarrollo del mercado privado de capitales

En los sistemas financieros centrados en la banca comercial el desarrollo del mercado privado de capitales se inicia con las emisiones de deuda indirecta que realizan los intermediarios bancarios como parte del mecanismo de transformación de plazos que aproxima la estructura de vencimientos de sus pasivos con la de sus activos (Studart, 2000).

En México, los bancos han tenido pocos incentivos para fondearse en el mercado de valores, particularmente después de las reformas financieras, ya que el interés con el que remuneran los depósitos es muy bajo. La tasa real promedio de los depósitos a tres meses, después de la reprivatización bancaria ha sido de -0.4%, en tanto que la tasa media de rendimiento real de los Cetes a igual plazo se ha ubicado en 6.2% en el mismo período.

La banca comercial ha podido mantener esos diferenciales negativos respecto al activo sin riesgo debido a que el mercado de títulos gubernamentales no es accesible de manera directa al pequeño ahorrador. El mercado primario de títulos gubernamentales es mayorista, pues en las subastas sólo intervienen intermediarios financieros; el mercado secundario lo realiza un reducido grupo de bancos privados que no efectúan un comercio minorista de los títulos, sino que los colocan con el público ahorrador por medio de las sociedades de inversión que administran los grupos bancarios.

El mercado de depósitos se mantiene equilibrado, porque los intermediarios cobran comisiones por la administración de sociedades de inversión que compensan el diferencial de tasas de interés entre Cetes y depósitos bancarios, de modo que los rendimientos efectivos de ambos instrumentos de ahorro se aproximan.

Existen además otras razones que explican el monopsonio en el mercado de depósitos bancarios. Entre ellas se pueden señalar: la alta concentración que es típica de la actividad bancaria; el poder de mercado del que gozan las instituciones monetarias en su jurisdicción por el abaratamiento de los costos de transacción; las innovaciones en los sistemas de pagos, como las transferencias electrónicas de fondos y el uso del dinero plástico, que generan una demanda por depósitos poco elástica a la tasa de interés, etcétera.

En el caso mexicano este conjunto de factores ha determinado que los bancos obtengan un margen financiero libre de riesgos a partir de la tenencia y el comercio de valores gubernamentales, el cual resta incentivos al financiamiento a la producción.

Por otra parte, la apertura de la economía ha implicado un aumento en la elasticidad de la demanda de crédito de las grandes empresas respecto a la tasa de interés, lo que impide a la banca interna elevar las tasas de préstamos corporativos.

Este marco institucional explica la declinación del crédito en el total de recursos de la banca comercial —de 75% en 1994 a sólo 12% en 2004—, así como la creciente participación de los títulos negociables del sector público en tenencia y vendidos en reporto, que actualmente representan un monto similar a la cartera de crédito (véase el cuadro 2). Si a ese total se agrega la tenencia de títulos gubernamentales no negociables procedente del rescate bancario, la proporción de títulos del sector público en el balance de la banca comercial alcanza 17%, que en términos relativos es similar a la tenencia de valores gubernamentales por la banca nacionalizada en 1985, cuando el crédito externo al sector público estaba suspendido.

Cuadro 2**Banca comercial**

Títulos del sector público en tenencia y vendidos en reporto, marzo de 2004 (millones de pesos)

1. Títulos negociables del sector público	810 942
En tenencia:	185 378
Gubernamentales	137 770
Brems	8 370
IPAB	39 208
Vendidos en reporto:	625 564
Gubernamentales	334 004
Brems	73 364
IPAB	218 196
2. Valores gubernamentales no negociables	395 312
(Fobaproa y Cetes-UDI)	
3. Total de títulos del sector público en tenencia y vendidos en reporto	1 206 254
<i>Memo:</i>	
Total de recursos	7 001 402
Cartera de crédito	858 704
Préstamos por reporto	238 330

Fuente: Banco de México

Finalmente, es importante advertir que la contracción del crédito bancario se ha acompañado por un cambio en su estructura, donde el crédito al consumo ha aumentado su participación en detrimento del crédito corporativo, lo que se explica por la menor elasticidad de la demanda por el primero respecto a la tasa de interés.

Los cambios estructurales en el balance bancario durante la última década revelan una actividad rentista de la banca fincada en una posición oligopólica en el mercado secundario de valores gubernamentales, así como una posición oligopsónica en el mercado de depósitos. Este sesgo en su comportamiento lesiona la actividad productiva y deteriora las finanzas públicas al incrementar la deuda interna y su servicio.

Ambas imperfecciones del mercado financiero mexicano explican el por qué, no obstante que las tasas de interés bancarias se liberalizaron desde 1988, el fenómeno de represión financiera continúa manifestándose en el rendimiento de los instrumentos de ahorro bancario. El desarrollo de fuentes alternativas de financiamiento interno, el aumento de la intermediación financiera internacional y la remonetización de los últimos años en la economía mexicana, son evidencias complementarias del funcionamiento ineficiente del sistema bancario.

La segmentación del mercado financiero, al impedir el arbitraje de las tasas de interés internas, resta eficacia a la política monetaria, pues es posible que las tasas de interés activas y pasivas de los bancos no se muevan en la misma dirección que la tasa que controla el banco central (Kamin, *et al.*, 1998; Rojas y Rodríguez, 1999).

Cuando la banca es universal, la competencia entre los mercados de depósitos y de títulos no se presenta, ya que las instituciones que participan en cada segmento del mercado no son independientes, sino que forman parte de grupos de capital. Esto explica por qué en México los intermediarios bancarios muestran poco interés en colocar valores de mediano y largo plazos que permitirían financiar proyectos de inversión productiva. El poder de mercado que les permite obtener recursos de corto plazo a bajo costo los induce a concentrarse en el financiamiento de capital de trabajo y el crédito al consumo, sin involucrarse en la transformación de plazos necesaria para el fondeo de la inversión. A consecuencia de ello, la acumulación de capital productivo en México continúa financiándose en su mayor parte con los recursos internos de las empresas; este autofinanciamiento es una manifestación adicional de la represión financiera existente.

Intermediación pública del excedente

Mediante el rescate bancario y el endeudamiento público con fines de regulación monetaria, el gobierno mexicano ha logrado restablecer la rentabilidad de la banca, pero no ha propiciado una sana recuperación del crédito a la producción (Girón, 2002).

Por otra parte, la emisión de valores en volumen suficiente para abastecer la demanda de los bancos y los inversionistas institucionales al tiempo que reprime la expansión del gasto programable en obra pública, salud, educación, etcétera, implica un desperdicio de recursos financieros, pues éstos no contribuyen a generar el ingreso requerido para el pago de los intereses.

Una parte importante de los recursos adicionales con que cuenta el gobierno federal por la emisión de títulos de deuda interna se deposita en el Banco de México y financia el crecimiento de la reserva de activos internacionales. Las colocaciones de Brems contribuyen al mismo objetivo. En conjunto, estos dos pasivos equivalen actualmente a dos terceras partes de la reserva internacional del país.

La asignación de los recursos obtenidos por el endeudamiento del IPAB es menos transparente, pues el exceso de pasivos con relación a sus necesidades financieras se transfiere al presupuesto de egresos de la Federación. El balance del IPAB, a marzo de 2004, muestra un endeudamiento del Instituto con los bancos por 155 672 millones de pesos y una colocación de bonos por 333 330 millones de pesos. Adicionalmente, el Instituto mantiene un pasivo con el gobierno federal por los títulos recibidos para el rescate bancario y un pasivo con el Banco de México al haber asumido los créditos a los fideicomisos Fobaproa y Fameval de acuerdo con la Ley de Protección al Ahorro Bancario.

Los estados financieros que publica el IPAB no muestran los pasivos brutos con el gobierno, sino el reconocimiento de las pérdidas en el valor de la cartera cedida por los intermediarios, la cual permanece bajo la administración de los fideicomisos de esas instituciones. De acuerdo con esta información, el pasivo total del Instituto en la fecha referida fue de 816 315 millones de pesos y el monto de su activo neto fue de 162 159 millones de pesos.

Al comparar el total de pasivos que reporta el IPAB con el valor nominal de los títulos gubernamentales que la banca comercial recibió a través de los programas de saneamiento financiero y capitalización, se observa que el pasivo actual del Instituto duplica el valor

de la cartera cedida, pues de acuerdo con la información contenida en el balance de la banca comercial que publica mensualmente el Banco de México, el valor de las tenencias de valores gubernamentales no negociables y los títulos especiales asociados con la restructuración de créditos en UDI, era de 395 312 millones de pesos en marzo del 2004, incluidos los intereses devengados.

La magnitud de la diferencia entre ambas cifras sugiere que las colocaciones de bonos de protección al ahorro, con características muy similares a los Brems, está también vinculada a operaciones de regulación monetaria.

El endeudamiento público con fines de regulación monetaria es indeseable y revela ineficiencia del sistema financiero por las siguientes razones:

- Porque responde a una escasez de valores privados con calidad crediticia para satisfacer la demanda de instrumentos de ahorro de los inversionistas institucionales
- Porque no se hacen explícitos los objetivos del endeudamiento público interno en exceso de las necesidades presupuestales y no es transparente el uso de los recursos de capital obtenidos
- Porque una parte importante de esos recursos se destina a financiar activos internacionales que pueden desaparecer rápidamente en un ataque especulativo contra la moneda
- Porque el servicio de la deuda interna con fines de regulación monetaria representa un subsidio a la intermediación financiera privada y constituye una carga fiscal injustificada

Una estimación conservadora del monto de la deuda pública con fines de regulación monetaria se puede obtener al sumar los depósitos del gobierno en el banco central y el monto de Brems en circulación. Estos dos conceptos totalizaron en junio del presente año 437 645 millones de pesos, lo que equivale a una tercera parte de la formación interna bruta de capital del país. Esa cifra implica una erogación anual por el pago de intereses superior a 28 000 millones de pesos, que equivale a una tercera parte del déficit de caja del gobierno federal en el último año. Esas cifras indican que una canalización más eficiente del ahorro interno a la producción podría hacer una sustancial contribución al desarrollo económico.

Soberanía monetaria y estructura financiera funcional al crecimiento

Gran parte de la literatura sobre financiamiento del desarrollo concibe a los bancos comerciales como simples intermediarios entre ahorradores e inversionistas e ignora su papel en la creación de dinero. Es un hecho reconocido, sin embargo, que los bancos obtienen una parte sustancial de sus beneficios a través de la expansión de sus hojas de balance y no sólo por el diferencial entre las tasas de préstamos y las tasas de depósitos (Hewitson, 1995).

En economías con recursos desempleados, el ejercicio de la soberanía monetaria, es decir, la capacidad de dar crédito a corto plazo en la moneda propia, sin ahorro previo, permite acelerar el crecimiento del ingreso, siempre y cuando se cumplan algunas condiciones que aseguren la estabilidad de la balanza de pagos.

La creación de pasivos bancarios para utilizar los recursos ociosos en la producción de bienes de capital genera los ingresos de los que, eventualmente, se obtiene el ahorro que financia la inversión (Keynes, 1936; Davidson, 1986).

La banca comercial, sin embargo, sólo puede proveer recursos de corto plazo, pues los pasivos que emite también son de corto plazo. En contraste, los empresarios inversionistas requieren financiamiento de largo plazo, ya que los activos de capital son de larga duración y es riesgoso adquirirlos con crédito de corto plazo que impone la condición de refinanciarlos en el futuro bajo condiciones inciertas del mercado financiero.

Un sistema financiero funcional a la inversión productiva es aquél que provee el crédito de corto plazo necesario para emplear los recursos ociosos y a la vez es capaz de recolectar el ahorro generado y efectuar de manera eficiente la transformación de plazos que requieren los empresarios inversionistas (Levy, 2001).

Si la banca comercial provee financiamiento de corto plazo y no hay instituciones que realicen la función de fondeo, es decir, que se encarguen de recolectar el ahorro líquido mediante la colocación de instrumentos financieros de largo plazo, el sistema económico es inestable y el ingreso generado puede deteriorar la balanza de pagos. Esta situación ha sido típica en América Latina, donde los auges de crédito tradicionalmente se han asociado a déficit de la balanza comercial y crisis cambiarias; no ha sido así en otros países que cuentan con estructuras financieras más eficientes, como las economías del sudeste de Asia.

En sistemas financieros basados en el mercado de capitales, la inversión productiva se puede financiar desde un principio colocando valores a largo plazo; las empresas no encuentran problema para adecuar la estructura de plazos de sus activos con la estructura de plazos de sus pasivos; pero este tipo de sistemas sólo funciona en Estados Unidos y el Reino Unido (Studart, 1998).

En los países en desarrollo, los mercados de capital son estrechos y delgados, de modo que sus sistemas financieros están centrados en la banca comercial que capta recursos a muy corto plazo. Para que el fondeo de la inversión pueda realizarse, es preciso que se desarrollen intermediarios no monetarios que emitan los títulos de deuda (indirecta) de mediano y largo plazos que se adaptan a las preferencias de los ahorradores y adquieran deudas (directas) de largo plazo de las empresas (Gurley y Shaw, 1955).

Un sistema financiero eficiente y funcional a la inversión debe cumplir tres condiciones (Studart, 1998):

- Expandir el crédito en magnitud suficiente para movilizar los recursos desempleados
- Establecer los mecanismos de fondeo que garanticen su estabilidad
- Asignar los recursos a los usos más productivos

La canalización de los recursos financieros disponibles a la inversión productiva se obstruye cuando hay inversiones especulativas que ofrecen mayores rendimientos que el capital real. La desregulación y las innovaciones financieras, al incrementar la volatilidad de las tasas de interés y los tipos de cambio, han generado oportunidades para inversiones financieras de corto plazo con alto rendimiento, que han deprimido el ritmo de crecimiento de la inversión productiva en los países que han permitido a sus bancos la libre asignación

del crédito. Contrariamente, los países que han eliminado los controles cuantitativos a la expansión del crédito, pero han mantenido regulada su asignación y vinculada a sus objetivos de política industrial, han logrado incrementos notables en su coeficiente de inversión, elevadas tasas de crecimiento del ingreso y una distribución más equitativa de la riqueza.

Asimismo, estos últimos países también han evitado variaciones bruscas en las tasas de interés mediante el control sobre algunas tasas clave, como la de depósitos a la vista, que ejercen influencia sobre las condiciones generales del mercado. Su política financiera para el desarrollo ha buscado influir directamente en la rentabilidad de los bancos, permitiendo a la vez la operación de otros mecanismos de mercado. Esto lo han logrado a través de las facilidades de redescuento de activos que ofrece el banco central, las cuales inducen la canalización de recursos bancarios a las actividades consideradas como estratégicas (Lall, 1997).

Al condicionar la expansión del crédito a su utilización para fines específicos, como la promoción de industrias de exportación, la inversión en sectores estratégicos, etcétera, la generación de dinero bancario ha contribuido a mejorar la balanza de pagos y a incrementar la propensión a invertir. La acumulación de capital, potenciada por la creación de dinero bancario, ha permitido innovaciones tecnológicas y ganancias en productividad que, al incrementar las utilidades de las empresas, generan un círculo virtuoso de crecimiento. Ejemplos de este desempeño financiero exitoso son Japón, Corea y Malasia (Arestis y Demetriades, 1997), especialmente en el período en que mantuvieron regulado el endeudamiento externo de sus empresas y particulares.

Sugerencias para una política de financiamiento del desarrollo en México

Cada patrón de desarrollo se relaciona con mecanismos de financiamiento específicos, los cuales dependen de las características estructurales del país, la forma en que se inserta en la economía mundial y las condiciones que prevalezcan en el mercado financiero internacional (Pino, 2001).

Como punto de partida, es preciso admitir que la restricción externa al crecimiento limita las alternativas viables de desarrollo y el patrón actual de financiamiento descansa en los flujos de capital externo, intermediados mayormente por los bancos. La volatilidad de estos flujos y su dependencia de la buena disposición de los gobiernos para adoptar las políticas recomendadas en el Consenso de Washington, han conducido a algunos países a desaprovechar las fuentes de financiamiento interno a las que legítimamente tiene derecho un estado soberano en aras de generar expectativas de bajo riesgo país entre los inversionistas internacionales.

Sin embargo, la experiencia ha demostrado que el modelo de financiamiento del desarrollo que promueve el Consenso de Washington no es sostenible en el mediano y largo plazos. Las condiciones que impone el capital internacional conducen al debilitamiento de los parámetros fundamentales de la economía, particularmente el balance fiscal y cuenta corriente de la balanza de pagos, por lo que terminan induciendo reversiones violentas de los mismos flujos de capital (Huerta, 2002).

Bibliografía

- Arestis, P. y P. Demetriades, "Financial development and economic growth: assessing the evidence", *The Economic Journal*, núm. 107, mayo de 1997.
- Davidson, P., "Finance, funding, saving and investment", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. IX, núm.1, octubre de 1986.
- Dillon, J., *Turning the Tide: Confronting the Money Traders, Toronto and Ottawa*, Ecumenical Coalition for Economic Justice and Centre for Policy Alternatives, 1997
- Fry, M. J., "Models of financially repressed developing economies", *World Development*, vol. 10, núm. 9, 1982.
- Galbis, V., Aspectos teóricos de las políticas de tasas de interés en países en desarrollo, CEMLA, *Ensayos*, México, 1981.
- Girón, A., "La banca mexicana en transición: ¿crisis o reestructuración?" en E. Correa y A. Girón (comps.), *Crisis y futuro de la banca en México*, México, UNAM-M. A. Porrúa, 2002.
- Gurley, J. G. y E. S. Shaw, "Financial structure and economic development", *Economic Development and Cultural Change*, abril de 1967.
- _____, "Financial aspects of economic development", *American Economic Review*, vol. XLV, núm. 4, septiembre de 1955.
- Hewitson, G., "Post-Keynesian monetary theory: some issues", *Journal of Economic Surveys*, vol. 9(3), 1995.
- Huerta A., "La política monetaria y cambiaría de la globalización en los países en desarrollo" en G. Mántey y N. Levy (Comps.), *Globalización financiera e integración monetaria: una perspectiva desde los países en desarrollo*, México, UNAM-M. A. Porrúa, 2002.
- Kamin, S., P. Turner y J. Van't dack, "The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview", *Policy Papers*, núm. 3, enero de 1998, Basle, Bank for International Settlements.
- Keynes, J. M., *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica, 1951.
- Kregel, J. A., "Minsky's 'Two Price' theory of financial instability and monetary

Por estas razones, es preciso redefinir una estrategia de financiamiento del desarrollo autosustentable, basada en una política de industrialización que reduzca el desequilibrio estructural de la balanza comercial y la dependencia de divisas. Dado que existe ya abundante literatura sobre las políticas adecuadas para reducir los efectos desestabilizadores de los flujos de capital externo, aquí nos limitaremos a examinar un conjunto de medidas que contribuirían a hacer el sistema financiero interno más eficiente y funcional al desarrollo.

Una política financiera para el desarrollo de México deberá comenzar por superar dos obstáculos que se derivan del marco institucional actual de nuestro sistema financiero: por un lado, las barreras a la competencia en el mercado monetario, que han distorsionado la intermediación financiera y han impedido el desarrollo del mercado privado de capitales; por otro, los conflictos que es probable que surjan entre el interés nacional y el interés de los principales grupos financieros, ahora controlados por capital extranjero.

En países donde los mercados de capital son estrechos y delgados, la estructura financiera basada en grupos financiero-industriales de capital nacional ofrece ventajas, ya que canaliza el ahorro a la acumulación de capital y realiza internamente la transformación de plazos, evitando que el excedente se destine a usos no productivos (Leff, 1974). Esta estructura, sin embargo, tiene el inconveniente de que puede canalizar el ahorro a inversiones subóptimas, de manera similar a lo que sucede cuando la inversión depende del autofinanciamiento.

Cuando los grupos financieros son controlados por capital extranjero, esta estructura puede tener la desventaja adicional de favorecer una concentración ineficiente en las actividades económicas y una desarticulación del aparato productivo interno, ya que es probable que el poder de los grupos de capital extranjero se emplee para realizar adquisiciones hostiles de empresas locales medianas y pequeñas (Singh y Weisse, 1998; Girón, 2002; Vidal 2002).

Para superar las deficiencias en la intermediación financiera que genera el actual marco institucional y promover una canalización más eficiente del ahorro a la inversión productiva, sería recomendable llevar a cabo las siguientes acciones:

1. Eliminar las barreras al mercado secundario de títulos gubernamentales mediante la creación de un mercado minorista en la banca de desarrollo. Ello permitiría el arbitraje de tasas de interés en el mercado monetario y eliminaría la represión financiera que existe en el mercado de depósitos. La banca comercial tendría que competir con mayores tasas de interés pasivas para evitar la desintermediación y desaparecerían los incentivos para continuar intermediando valores gubernamentales.
2. Promover un mercado de títulos de deuda privada, colateralizada con acciones, en el que participen empresas medianas y pequeñas con el apoyo de la banca de desarrollo, y garantías del gobierno federal sobre los rendimientos. Esta medida tendría un triple propósito: a) desarrollar un mercado de deuda directa privada que abastezca la demanda por títulos con alta calidad crediticia de los inversionistas institucionales. El hecho

- policy: discounting versus open market intervention” en S. Kazzari y B. Papadimitriou (eds.), *Essays in Honour of Hyman Minsky*, Armonk, M. A. Sharpe, Nueva York, 1992.
- Lall, S., *Selective Policies for Export Promotion: Lessons from Asian Tigers*, Helsinki, United Nations University WIDER, Research for Action 43, 1997.
- Leff, N., “El espíritu de empresa y la organización en los países menos desarrollados: los grupos”, *Trimestre Económico*, vol. XLI, núm. 3, julio-septiembre de 1974.
- Levy, N., *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994*, México, UNAM-UABJO, 2001.
- McKinnon, R. I., *Dinero y capital en el desarrollo económico*, México, CEMLA Estudios, 1974.
- Pino, E., “Corrientes de capital internacional y financiamiento en las economías de Asia Pacífico y América Latina” en G. Vidal (ed.), *México y la economía mundial: análisis y perspectivas*, México, UNAM-M. A. Porrúa, 2001.
- Rojas, E. y P. C. Rodríguez, “El papel de la estructura financiera en la transmisión de la política monetaria”, *Monetaria*, enero-marzo de 1999.
- Singh, A. y B. A. Weisse, “Emerging stock markets, portfolio capital flows and long-term economic growth: micro and macroeconomic perspectives”, *World Development*, vol. 26, núm. 4, 1998.
- Stuart R., “Políticas financieras y crecimiento en el contexto del desarrollo: lecciones derivadas de América Latina y del sudeste asiático en los años ochenta”, *Investigación Económica*, vol. LVII, núm. 224, abril-junio de 1998.
- _____, “Pension funds and the financing of productive investment: an analysis based on Brazil’s recent experience”, Santiago de Chile, UN-CEPAL, *Serie Financiamiento del Desarrollo*, núm.102, agosto de 2000.
- Vidal, G. , “Bancos, fortunas y poder: una lectura de la economía en el México del 2000” en E. Correa y A. Girón (comps.), *Crisis y futuro de la banca en México*, México, UNAM-M. A. Porrúa, 2002.
- World Bank, *World Development Report*, Oxford University Press, Nueva York, 1994.
- de que los títulos estén colateralizados con acciones y su rendimiento cuente con la garantía gubernamental, los haría atractivos como activos de cartera; el posible costo fiscal sería mucho menor que el del endeudamiento público actual con fines de regulación monetaria; *b)* el desarrollo del mercado de deuda directa de empresas medianas y pequeñas evitaría que las tasas de interés de los préstamos bancarios se elevaran exageradamente tras la eliminación del oligopsonio en el mercado de depósitos, y *c)* el mercado de deuda directa colateralizada y garantizada reduciría los costos financieros de las empresas de menor tamaño al disminuir el riesgo de incumplimiento.
3. Establecer límites máximos a la tenencia de valores públicos por los bancos e inversionistas institucionales. Este recurso ha sido aplicado en otros países, industrializados y en desarrollo, para promover el desarrollo del mercado de capital privado.
 4. Modificar la estrategia de control monetario del banco central, sustituyendo las operaciones de mercado abierto por requisitos de reserva diferenciados con base en la estructura del activo de los bancos. Este cambio en la instrumentación de la política monetaria es necesario por varios motivos: *a)* porque las operaciones de mercado abierto en economías donde predominan instrumentos financieros de corto plazo tienen poco impacto en la demanda agregada; *b)* porque la desregulación y apertura de los mercados financieros han permitido a los bancos disponer de fuentes de fondeo alternativas al banco central y es la demanda de crédito la que determina su oferta de pasivos, y *c)* porque un instrumento de control de liquidez, con efecto tan amplio como las operaciones de mercado abierto, resulta inadecuado para apoyar políticas de industrialización que requieren selectividad en los estímulos financieros.
 5. Activar una ventanilla de redescuento en el banco central que ofrezca esta facilidad a un amplio conjunto de instrumentos financieros emitidos por el sector privado. Su objetivo es triple: *a)* estimular el desarrollo del mercado de capital privado; *b)* otorgar incentivos a la canalización del crédito a actividades prioritarias abaratando el costo de la liquidez para los bancos, y *c)* disponer de un instrumento para intervención selectiva en instituciones financieras que enfrenten problemas de liquidez y evitar que éstos se transmitan a otros intermediarios.
 6. Establecer programas de crédito en divisas para la adquisición de maquinaria importada, con ésta como colateral, a través de la banca de desarrollo, para la modernización de empresas medianas y pequeñas. Se buscaría incrementar la productividad y favorecer la integración de la industria pequeña y mediana a cadenas productivas globales de mayor valor agregado 