

# Reforma financiera en América Latina

**Eugenia Correa y Alicia Girón (coordinadoras)**

*Colaboran: Alicia Girón, Gregorio Vidal, Eugenia Correa, Felipe de Jesús Peredo y Rodríguez, Jorge Ludlow Wiechers, Patricia Rodríguez López, Alma Chapoy Bonifaz, Rodolfo García Zamora Juan Castaingts Teillery, Jaime Puyana Ferreira, Sergio Cabrera Morales, Alejandra Cabello, Robert Johnson, Edgar Ortiz, Teresa López González, Arturo Huerta G., Noemí Levy Orlik, Alfredo Delgado Guzmán y Jan Kregel*

ISBN 987-1183-42-9

Buenos Aires: CLACSO, 2006

(23 x 16 cm)

El presente libro analiza los cambios y la dinámica económica de las finanzas globalizadas en el contexto regional y mundial. América Latina no es la excepción: participa como tributaria del enorme crecimiento del mundo rentista que no ha encontrado límites en los movimientos sociales ni en la convulsión de las guerras. Especialmente en los temas del dinero y de las finanzas, las ideas más neoclásicas se han generalizado casi sin cuestionamiento. El equilibrio fiscal, e incluso el superávit de las finanzas públicas, son el mantra tantas veces repetido en nuestros países, de obligado cumplimiento, mientras que el mundo desarrollado sostiene importantes déficit casi sin censura. Ello profundiza la brecha entre el desarrollo y el subdesarrollo e impide la determinación soberana y la construcción política e institucional de una vida democrática, libre e independiente de los pueblos de América Latina.

Este libro muestra el camino que han tomado las reformas financieras del Washington Consensus y su coherencia con los intereses del corporativo financiero transnacional. Asimismo, plantea la ingente necesidad de recuperar el dinero y las finanzas para el interés de los pueblos latinoamericanos a fin de encontrar nuestro propio camino al desarrollo y a la equidad.

## A LA MEMORIA DE MARCOS KAPLAN

### AMIGO Y MAESTRO

*El propio avance de las fuerzas y procesos de transnacionalización y mundialización desgasta o destruye actores y tejidos sociales, bases socioculturales y políticas, que son necesarias para su reproducción ampliada y su triunfo definitivo. A las fuerzas y tendencias que hoy se identifican con la globalización se contraponen otras que las contrarrestan y restringen, conflictos y antagonismos, resistencias, frenos y limitaciones de todo tipo. Todo ello converge en las crisis del sistema económico financiero mundial, del sistema interestatal y del modelo de crecimiento neocapitalista tardío o periférico que se ha intentado e intenta aplicar en las últimas décadas. La globalización en sentido estricto es un escenario posible, pero no probable.*

*Estado y Globalización  
Marcos Kaplan, 2002*



EUGENIA CORREA Y ALICIA GIRÓN

## INTRODUCCIÓN

LAS REFORMAS FINANCIERAS han sido el ámbito más cuidadosamente dispuesto del cambio estructural e institucional en América Latina promovido por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los grupos acreedores de los países de la región. Dichas reformas han transformado no sólo a los sistemas financieros nacionales sino impulsado el empoderamiento de corporaciones financieras cuya actividad como agentes económicos es dominante a nivel regional y global. Estas reformas fueron presentadas como la vía al financiamiento del desarrollo ante los problemas derivados del endeudamiento externo durante los años ochenta.

Desde los años setenta, con el paso a una época de tipos de cambio flexibles de las más importantes monedas y del abandono de la paridad fija del dólar, diversos países en la región iniciaron cambios importantes en sus mercados financieros locales. Estas reformas buscaban mantener la estabilidad de sus monedas y el ahorro financiero en sus mercados, frenar las presiones a la salida de capitales y disfrutar de la ola de incremento de la liquidez internacional y bajas tasas de interés reales en el curso de la expansión del euromercado.

Los más importantes bancos de las mayores economías de la región se aprestaron a participar en esta etapa expansiva para no quedar fuera del negocio de colocar importantes fondos de préstamos a los gobiernos de países en desarrollo. Así, fue la propia dinámica de las rela-

ciones de crédito-endeudamiento de los setenta la que imprimió un sentido de cambio en los sistemas financieros de la región, a fin de adaptar su marco jurídico, institucional y regulatorio a las nuevas condiciones que se venían presentando en los mercados financieros internacionales. En ese sentido, las reformas financieras, desde su inicio en los años setenta, han sido de carácter adaptativo a la dinámica e interés de los más importantes consorcios financieros en expansión.

Después de la crisis de deuda de principios de los ochenta, las reformas financieras se encaminaron a alcanzar la mayor capacidad de pago de los países endeudados, de manera que empezaron a difundirse las técnicas de titulación y de intercambio de deuda por inversión. Muy pronto al inicio de los noventa, la nueva estructura institucional de los mercados financieros internacionales hace presencia en las mayores economías de la región a través de elevados montos de inversión externa de cartera, cautivando a los agentes económicos locales y difundiendo una idea de progreso y de aceptación o incorporación a la globalización y a los negocios de “clase mundial”. A su paso, esas colocaciones de cartera que irrumpieron a gran velocidad en la primera mitad de los años noventa, impusieron el ingreso al mercado de valores de grandes empresas locales y la titulación de gran parte de la deuda pública interna, con graves consecuencias sobre las finanzas públicas. Las reformas financieras avanzaron más aún en la segunda mitad de los años noventa, especialmente modificando los sistemas de ahorro para el retiro y la propiedad de los grandes intermediarios locales, bajo la promesa de alcanzar sistemas financieros sanos y equilibrios presupuestales. Sistemas financieros que actualmente tienen una activa participación en las decisiones por parte de los corporativos financieros extranjeros.

Las ideas de desregulación y liberalización de los sectores financieros se aceptaron casi sin excepción por las autoridades financieras de los países de la región y fueron creando un consenso hasta que las hicieron suyas empresarios, funcionarios públicos y economistas de todos los niveles. Las reformas financieras para la región han sido devastadoras en términos de la capacidad de inversión y de crecimiento económico que América Latina presenta hasta nuestros días. En realidad, la recurrente dolarización y las constantemente elevadas tasas de interés reales para el financiamiento a las empresas frenaron, y de hecho obstaculizaron, el proceso de financiamiento de la inversión.

Las reformas financieras se han desarrollado en el marco de los cambios estructurales que fueron resumidos en lo que se conoce como el Consenso de Washington, que son la respuesta al reordenamiento de nuevos espacios económicos en la expansión y reestructuración del conglomerado transnacional. En un principio, durante los años setenta, las reformas estuvieron encaminadas a la expansión del capital financiero transnacional a través de los flujos de capital a préstamo.

Flujos que, en términos del financiamiento de la región, rápidamente condujeron a transferencias netas negativas desde la región durante casi todos los años ochenta, y nuevamente al finalizar los noventa hasta, al menos, la primera mitad de la presente década. Los nuevos flujos externos –inversiones de cartera e inversión extranjera directa en empresas y bancos privatizados, característicos de los años noventa– tampoco ampliaron la capacidad productiva regional sino que, por el contrario, exigen transferencias en utilidades, dividendos, intereses, comisiones, etcétera.

El estancamiento económico de la región y las crisis de Argentina, Uruguay y Brasil de los últimos años no han rebajado las exigencias de reforma del FMI y del Banco Mundial (BM). Estos organismos continúan buscando firmemente, por todos los medios, elevar el nivel de excedente transferible, bien sea mediante pago de intereses, dividendos y utilidades, o a través de mayor apertura a la explotación de recursos naturales y energéticos por parte de las grandes corporaciones extranjeras y los organismos financieros internacionales, o bien con la desregulación de la economía local, para la creciente penetración en los sectores más rentables de dichos corporativos.

Por el otro lado, los bancos extranjeros cuyas inversiones en la región tuvieron una expansión inusitada con la ola de apertura financiera de los noventa, no han logrado elevar la inversión productiva y ampliar la capacidad de crédito de la gran mayoría de la población. En realidad, con la apertura de los sistemas financieros, el manejo del tipo de cambio y la política monetaria por las autoridades financieras de los países de la región, no han podido desligarse de los intereses expansivos de los grandes consorcios financieros y no financieros extranjeros, permitiendo la consolidación de un proyecto económico ajeno a los intereses de las grandes mayorías latinoamericanas, empobrecidas y desempleadas; pero también ajeno a los intereses de la gran mayoría de los empresarios nacionales, que están siendo desplazados por el consorcio transnacional o por las importaciones con la indiscriminada apertura comercial.

El BM, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) están preocupados por el empobrecimiento acelerado y el decrecimiento de la inversión productiva de América Latina, a pesar de los esfuerzos que han hecho los países por mantener sus indicadores macroeconómicos estables.

Las consecuencias y perspectivas de las reformas financieras en América Latina deben ser abordadas en, por lo menos, tres niveles diferentes. El primero de ellos es el relativo al enfoque teórico general con el que se elaboraron los diagnósticos y las propuestas del cambio estructural, puesto que este continúa siendo la base para justificar las políticas restrictivas y de virtual estancamiento. Un segundo plano se refiere a la evaluación de la trayectoria seguida por las reformas finan-

cieras. Si bien, de acuerdo con los informes de los organismos financieros internacionales, las reformas han alcanzado grandes éxitos en diversos países de la región –pues la inflación disminuye y se aumenta la capacidad de transferencias vía pago de intereses y utilidades– también han fracasado en promover el crecimiento económico así como el desarrollo económico y el empleo. La desigual distribución del ingreso se profundizó con el crecimiento del ingreso del decil más alto de la población, el aumento de la pobreza y la expulsión de mano de obra hacia Estados Unidos, entre otros hechos. El mercado interno en las economías de la región ha tenido interés en cuanto a la penetración de corporativos extranjeros en ciertos ámbitos a través de la inversión extranjera directa, venta de activos y las privatizaciones, pero tuvo muy bajo impacto en la ampliación de la demanda agregada. Es decir, las reformas financieras en los países no han sido orientadas para suministrar crédito suficiente y de bajo costo al aumento de las capacidades productivas, ni los estados nacionales –ampliamente endeudados– han podido en ese permanente ajuste al gasto siquiera mantener el nivel de gasto social per cápita. El tercer plano del análisis apunta a la reevaluación de la experiencia del financiamiento a la inversión productiva en la región y a la mediación estatal de este a través de la banca de desarrollo. En este ámbito es importante agregar las diversas propuestas de reforma financiera que han surgido desde perspectivas teóricas diferentes a la dominante, especialmente en lo que corresponde a políticas monetarias, fiscales y de reforma institucional. Comprenden una amplia temática que incluye proyectos de banca de desarrollo regional multinacional latinoamericana, reformas sobre las normas de calificación y la organización de estos procesos, supervisión y gobierno corporativo en los mercados bursátiles, reestructuración de pasivos externos, procesos de pesificación y de control de capitales. Un proceso de reformas financieras que permita fortalecer el financiamiento para el crecimiento de la producción y el empleo bajo esquemas de cooperación regional, y que incluso ayude a profundizar las experiencias de integración económica regional, es sin duda un objeto de estudio relevante que empieza a penetrar ampliamente en aquellos gobiernos de la región comprometidos con programas económicos alejados del neoliberalismo prevaleciente.

Desde la perspectiva compartida por los diversos autores que conforman este libro se abrirá una etapa de reconstrucción de los sistemas financieros, pues estos serán la base de las formas y condiciones en que se presentará el financiamiento de la inversión en la previsible, o deseable, nueva etapa de crecimiento económico mundial estable. De ahí la necesidad de llevar a cabo los trabajos que ahora presentamos. América Latina, las transformaciones en sus mercados financieros, los problemas del financiamiento del desarrollo y los cambios institucio-

nales requeridos para avanzar hacia una estructura financiera estable constituyen el objeto de estudio en torno del cual se organizan las diversas contribuciones, que desde las varias perspectivas buscan caracterizar las consecuencias de las reformas financieras sobre las frustradas expectativas de desarrollo de la región.

El libro está dividido en cuatro partes, la primera, “Reformas Financieras y Desarrollo en América Latina”, tiene el objetivo de analizar las transformaciones en el financiamiento del desarrollo a partir de las reformas del Consenso de Washington. Así, en el trabajo de Alicia Girón, “Obstáculos al desarrollo y paradigma del financiamiento en América Latina”, la autora nos dice que la fragilidad y la turbulencia financieras que se traducen en crisis bancarias de los mercados emergentes son resultado del proceso de desregulación y liberalización financieras. Las corrientes de capital se mueven de acuerdo con un planteamiento estratégico de los organismos financieros internacionales y de los conglomerados. En este trabajo, Girón elaboró un recuento del debate sobre el desarrollo económico, las características del sendero del crecimiento desde la posguerra hasta nuestros días y las consecuencias de la liberalización financiera en América Latina en los últimos sesenta años.

“América Latina: banca, mercados de capital y determinación externa del crédito” es la contribución en que Gregorio Vidal resalta que durante los años noventa, en todos los países América Latina, se realizó una gran cantidad de reformas en el ámbito financiero: en materia de financiamiento público, en las competencias y régimen institucional de los bancos centrales, en la organización y características del funcionamiento de las instituciones financieras. Dichas reformas han permitido que prospere un nuevo mecanismo de financiamiento de la inversión entre los países de la zona, y más en general en un amplio grupo de países en desarrollo. Este entorno de liberalizaciones financieras en las más importantes economías de América Latina, sumadas a cambios en las reglas para la participación del capital extranjero en la zona, hizo posible que aumentara significativamente la participación de la banca extranjera en la región. El mismo autor destaca que la extranjerización de la banca no ha presentado resultados positivos en el desempeño económico. Cuando aparecieron procesos de crisis bancarias y cambiarias, la banca extranjera no aportó ningún medio para enfrentarlos. Por ello, debe procederse a restablecer los sistemas de crédito en cada país, para generar un mejor ambiente en el sistema financiero y, por ende, en el sistema económico.

Por su parte, Eugenia Correa, en su ensayo “Banca extranjera en América Latina”, señala que las transformaciones financieras en la región se comprenden en el contexto mundial de acelerado cambio tecnológico, innovación financiera y proceso de conglomeración económica. En este marco, la región debió introducir una serie de reformas econó-



micas y financieras a partir de la creciente injerencia en las políticas domésticas del FMI y BM, por el elevado endeudamiento que mantienen sus economías con los megaconglomerados financieros. La desregulación y apertura financiera resultantes, lejos de incrementar el ahorro y disminuir los costos financieros de la inversión, han sido consideradas símbolos de fragilidad e inestabilidad financiera, pérdida de confianza en la moneda y en las instituciones. Sin embargo, acreedores y diversos inversionistas extranjeros se beneficiaron de las rentas que proceden de la titulación de la deuda y de activos productivos, lo que constituyó uno de los mayores atractivos para la expansión de consorcios financieros extranjeros. En este trabajo, la autora expone algunas de las principales tendencias que explican la creciente presencia de la banca extranjera en América Latina, sus características y sus consecuencias sobre el financiamiento. Concluye que las olas de dolarización de las economías con sobrevaluación que culminan en procesos devaluatorios de las monedas locales han conducido, en parte, a una desintermediación financiera local principalmente de empresas, a la dolarización de activos, y con ello a la transferencia del riesgo cambiario a los deudores. En general, los problemas relativos a la inestabilidad cambiaria no han encontrado solución en los mercados con importante presencia de banca extranjera como Argentina y Uruguay. En todo caso, las pérdidas se transfieren por diversos mecanismos a los presupuestos gubernamentales, o simplemente a los ahorristas y deudores. Nuevos episodios de fragilidad financiera son inevitables, incluso en condiciones de amplia presencia de intermediarios financieros extranjeros.

En la contribución “La relación inflación-desempleo en América Latina: un análisis empírico” de Felipe de Jesús Peredo y Rodríguez, Jorge Ludlow Wiechers y Patricia Rodríguez López, se propone una ecuación y una medición puntual del nivel de desempleo utilizando el marco conceptual de la Curva de Phillips y de la NAIRU, y tomando como muestra de la región económica de América Latina a sus cinco países económicamente más grandes. Se considera que la instrumentación del modelo económico basado en la estabilización de precios, bajo el marco de liberalización comercial y financiera –es decir, el *Washington Consensus*– ha generado un estancamiento económico de la región, que presenta como característica sobresaliente un proceso deflacionario acompañado de altas tasas de desempleo.

Alma Chapoy Bonifaz, en su ensayo “Cooperación financiera regional en Latinoamérica: posibilidades y obstáculos”, hace un recuento de las experiencias de cooperación económica y financiera en la región durante los últimos años. Resalta que la globalización supone una dependencia recíproca entre los participantes, aunque en realidad tiene efectos diferentes según la fortaleza de los países. Sumado a ello, la situación de la economía mundial, la disminución del financiamiento al

desarrollo y de la cooperación multilateral, afectan de manera significativa a América Latina. Ante esto, el subcontinente debe establecer relaciones intrarregionales, incluso acuerdos de integración financiera, que podrían ser una fuente de financiamiento al desarrollo. La autora considera que los acuerdos de integración entre países latinoamericanos, aunque de larga data, han tenido resultados limitados –sobre todo en los aspectos financieros– por la inestabilidad de su política macroeconómica. En los noventa se suman a ello las negociaciones para crear el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA), que podrían echar por tierra cualquier esfuerzo de integración en Latinoamérica.

El trabajo “Microfinanciamiento e instituciones financieras para el desarrollo de comunidades de origen de trabajadores migrantes en México y América Latina”, de Rodolfo García Zamora, tiene como objetivo principal detallar el papel que las instituciones de microfinanciamiento adquieren para las organizaciones de migrantes mexicanos y latinoamericanos arraigados en Estados Unidos. Esto lleva a considerar el microfinanciamiento como un mecanismo de empoderamiento (incidencia social), debido a que en las últimas décadas, en muchas partes del mundo aumentó la oferta de servicios financieros “sustitutos” como reflejo del interés por atacar las raíces de la pobreza rural. Se planteó entonces que la mejor vía para reducir la pobreza por medio de las microfinanzas podría ser combinar programas focalizados para ayudar a los pobres con medidas generales para crear un sistema financiero competitivo y sostenible, adquiriendo un papel fundamental las actividades que, en este sentido, realicen el sector privado, las ONGs, el sector público y los organismos de desarrollo.

La segunda parte del libro, “Globalización: precios y tipo de cambio”, contiene dos importantes contribuciones en el debate acerca de la determinación de los precios y del tipo de cambio en economías en desarrollo. El ensayo de Juan Castaingts Teillery, “Precios de producción con sistema financiero”, examina la manera en que se pueden ligar los circuitos monetarios con un sistema de ecuaciones de formación de precios. El artículo se divide en dos partes. En la primera se presenta una síntesis de la teoría de los precios integrada a la teoría del circuito monetario; allí se resumen los análisis llevados a cabo por Eric Berr, Frédéric Poulon, Lbouzaiane y M. Boudhief, principalmente en lo que se refiere al trabajo “Reproducción Srafianna y flujo Keynesiano” de Eric Berr. En la segunda parte se presenta el enfoque del autor, basado en una aplicación de las ecuaciones presentadas por E. Berr al caso de los países latinoamericanos.

El trabajo de Jaime Puyana Ferreira, “Globalización financiera y determinación de los tipos de cambio”, aborda las teorías sobre la determinación de los tipos de cambio a partir de las transformaciones suscitadas en el sistema financiero internacional, que divide en dos períodos

básicos: tipos de cambio fijos pero ajustables (vigencia de los acuerdos surgidos en Bretton Woods) que denominará Régimen Bretton Woods (RBW), y tipos de cambio fluctuantes o régimen Dólar-Wall Street (RDWS). Las teorías acerca de la determinación del tipo de cambio estaban ligadas a los diversos enfoques sobre los desequilibrios en los componentes de la balanza de pagos (en particular a la cuenta corriente, dado que la cuenta de capital se encontraba sometida a fuertes regulaciones). El autor sostiene que, actualmente, el problema básico en la determinación del tipo de cambio parece ser el desdoblamiento entre los tipos de cambio establecidos en los mercados financieros y las variables “reales” que definen el comercio internacional y los niveles de inversión.

Desentrañar la conexión entre estos dos aspectos es el problema fundamental que constituye el núcleo mismo de las más recientes teorías del tipo de cambio. Puyana Ferreira examina las varias generaciones de modelos de crisis financieras con el objetivo de señalar el fracaso de los mercados para determinar un tipo de cambio de equilibrio en el largo plazo. Considera que la alta volatilidad de los mismos requiere el establecimiento de algún tipo de control internacional a los movimientos internacionales de capital especulativo de corto plazo, dentro del marco de una nueva arquitectura financiera internacional.

La tercera parte del libro está dedicada al análisis de la “Política financiera y reforma estructural en México”. Aquí el trabajo de Sergio Cabrera Morales, “Política económica y financiamiento al desarrollo: las bases del financiamiento de la industrialización”, estudia el papel de la política económica y del Estado en el proceso de consolidación del capitalismo mexicano. Se explora la nueva relación financiamiento-instituciones políticas a partir de la ruptura porfiriana, cuya dinámica estuvo sustentada en un modelo excluyente, dependiente del capital extranjero y con escasas expectativas de crecimiento en el largo plazo. Se plantea la introducción de una nueva dinámica económica integral, sustentada en una intervención más activa del Estado. Cabrera resalta la inoperancia de la burguesía a la cabeza del proceso modernizador de la economía nacional. Ante este vacío, será el Estado quien lo lleve a cabo, afianzando las instituciones políticas, sociales y financieras, que encontraran en el régimen cardenista la consolidación de este proceso, al romper con el capital transnacional en algunas áreas de la economía.

El propósito del trabajo de Alejandra Cabello, Robert Johnson y Edgard Ortiz, “Paridad del poder adquisitivo y mercados eficientes: análisis a largo plazo del peso mexicano”, es determinar si la teoría de la paridad del poder adquisitivo con mercados eficientes es válida para el caso de México. Se efectúan dos análisis de regresión y pruebas de raíz unitarias. La primera regresión trata de establecer si los tipos de cambio pasados, ajustados por la inflación, contienen información útil para predecir tipos de cambio futuros. La segunda regresión prueba si las series

de tipos de cambio siguen un proceso *martingala*. Estas últimas pruebas son complementadas con pruebas de raíz unitaria. Con anterioridad a la presentación de los resultados se examinan las características estadísticas básicas de las series de tiempo del tipo de cambio del peso mexicano. En general, la evidencia empírica presentada no favorece la teoría de la paridad del poder adquisitivo con mercados eficientes. Los resultados obtenidos conducen a la conclusión de que en México se desenvuelve un mercado cambiario ineficiente resultante de políticas cambiarias débiles. Los autores encuentran que el peso ha estado sujeto a rígidos controles gubernamentales, aunque moviéndose hacia un mercado más libre después de la devaluación de 1994 y la crisis en los siguientes dos años. Finalmente, concluyen que la evidencia empírica sugiere la necesidad de desarrollar los mercados de futuros, opciones y *swaps* cambiarios en México a fin de contar con un mercado cambiario completo y a su vez proveer alternativas de cobertura para el inversionista internacional, así como para las empresas e instituciones financieras que operan negocios internacionales denominados en dólares.

En el ensayo de Teresa López González, “Deuda pública interna en México: el alto costo de los flujos de capital externo”, la autora sostiene que el incremento de la liquidez internacional debilitó y finalmente provocó el rompimiento del Sistema Bretton Woods, no sólo modificando la vieja estructura del sistema financiero internacional, sino también las reglas de valorización del capital. En la nueva arquitectura financiera mundial es claro el dominio y dinamismo del sector bursátil sobre el sector bancario. Bajo esta perspectiva, la autora estudia los efectos que los movimientos de capitales han provocado en las finanzas públicas de México, centrando su enfoque en el nuevo papel antiinflación que se le ha asignado a la deuda pública interna para enfrentar los efectos monetarios que generan los altos flujos de capitales externos de cartera. La recurrencia del gobierno mexicano a la colocación de valores públicos con fines antiinflacionarios no sólo ha estimulado la expansión y el carácter altamente especulativo de los mercados internacionales de títulos públicos, sino que, más grave aún, se ha convertido en un serio problema sobre las finanzas públicas, al entramparse en el “triángulo de incompatibilidad”, según el cual no se puede tener simultáneamente estabilidad de la moneda, movilidad de los capitales y autonomía de la política monetaria.

En el trabajo “La autonomía del Banco Central y la pérdida de manejo soberano de política económica”, Arturo Huerta G. analiza el papel que el banco central adquiere a partir de su autonomía. El autor critica el manejo restrictivo de las políticas fiscal y monetaria, al considerar que el capital financiero le ha quitado al gobierno el control del banco central, acto que propicia un manejo de la política monetaria que va en contra de la recuperación económica, al colocar como su objetivo principal la reducción de la inflación. Huerta G. nos muestra

cómo el banco central, en aras de evitar presiones inflacionarias, deja de actuar como prestamista de última instancia, privilegiando políticas contraccionistas, desertando de generar la liquidez que se requiere para la producción y las ganancias, por lo que las empresas dejan de contar con los recursos suficientes para hacer frente a los adeudos contraídos y mantener la dinámica económica.

Noemí Levy Orlik, en su ensayo “El efecto de los fondos de pensiones en el mercado financiero mexicano”, investiga el impacto de la privatización de los fondos de pensiones en el sistema financiero. Argumenta la importancia de los fondos de pensiones en el contexto de la demanda efectiva, que supone que el ahorro estabiliza el crecimiento. Los fondos de pensiones privados son una característica reciente del sistema financiero mundial que coincide con los cambios institucionales ocurridos en los años setenta y la dominación de instrumentos financieros no bancarios que incrementaron drásticamente la liquidez financiera mundial y modificaron el comportamiento de los agentes financieros. La autora plantea que los fondos de pensiones en los países desarrollados requieren de ganancias en aumento de capital que inducen a procesos inflacionarios en el mercado financiero, lo cual genera una inestabilidad creciente en el sistema financiero y afecta fundamentalmente a los agentes privados. En cambio, en los países emergentes, dada la debilidad del mercado de capitales, el Estado asume el papel de garante de ganancias de las instituciones financieras privadas, lo cual, entre otros efectos, impone un alto costo fiscal y desvirtúa la política monetaria, trasladando la generación de ganancias financieras al mercado de dinero. Los inversionistas institucionales obtienen sus ganancias a costa del erario público, sin incurrir en riesgo alguno ni aportar recursos nuevos.

La última parte de este libro, “Algunas Propuestas”, está formada por dos ensayos. En el primero de ellos, “Calificadoras y costos financieros asociados con la calificación riesgo-país”, Alfredo Delgado Guzmán muestra la importancia que tendría para nuestro país crear un Instituto Nacional de Calificación, que evaluara los aspectos de riesgo de la deuda de las pequeñas y medianas empresas. Aborda aspectos generales necesarios para entender mejor esta problemática, como es el caso de las calificadoras del riesgo país, e incluye una lectura del manejo del análisis para el grado de inversión dentro de México. Asimismo, abunda acerca de los costos financieros que implica para una empresa obtener una calificación de su riesgo, y termina describiendo los requisitos que debería tener el Instituto Nacional de Calificación para facilitar el acceso de la pequeña y mediana empresa a los mercados de capital.

Finalmente, el ensayo de Jan Kregel “Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias netas hacia los países en desarrollo” examina los aportes de Minsky al estudio de la fragilidad e

inestabilidad financieras y sostiene que esta teoría se puede aplicar a la deuda soberana. De acuerdo con Kregel, en la teoría de Minsky la fragilidad financiera aumenta la endogeneidad. Esta teoría se basa en la idea de que, en una expansión económica sostenida, tanto los deudores como los acreedores están comprometidos con la actividad con bajos márgenes de seguridad y, por ello, se encuentran en una economía dominada por empresas con perfiles de finanzas cubiertas. Sin embargo, estas pueden gradualmente transformarse en finanzas especulativas y ser empujadas fácilmente a finanzas Ponzi. Para el autor, la clave de la fragilidad financiera en la aproximación de Minsky está en términos de la volatilidad de los ingresos de la inversión en activos en relación con los compromisos de pago. Cualquier fenómeno que reduzca uno y aumente el otro, aumenta la volatilidad. Cualquier medida que reduzca los compromisos de pago, aun cuando los ingresos estén cayendo, reduce la fragilidad y la necesidad de pedir prestado, lo cual disminuye la probabilidad de pasar de finanzas Hedge a finanzas Ponzi. De manera que si los países en desarrollo son capaces de escapar de la trampa de las finanzas Ponzi, ello puede hacerse a través de financiar la capitalización y la inversión real, dirigiendo el gasto público a la formación de capital, incrementando la deuda para la inversión productiva. La deuda que se contrate deberá estar determinada por las capacidades reales y, por tanto, generará la capacidad de pagar en términos del valor neto presente de las perspectivas de ingresos corrientes de dichas inversiones, en términos de credibilidad y de compromiso con la formación de capital.

Este libro fue posible gracias al soporte financiero de la UNAM y el apoyo de CLACSO, así como la asistencia a lo largo de casi quince años de una red de académicos especialistas en cuestiones financieras a nivel nacional e internacional. Los agradecimientos son en primer lugar para el Instituto de Investigaciones Económicas (IIEc) y la Facultad de Economía, que a través de sus académicos, profesores y alumnos han hecho realidad esta obra. También para el Seminario de Economía Fiscal y Financiera del IIEc, cuya creación propició un debate innovador en el campo del conocimiento de la economía financiera. Agradecemos el apoyo de la Mtra. Patricia Rodríguez, coordinadora del Seminario, y la Mtra. Alma Chapoy, miembro de la Unidad de Economía Fiscal y Financiera del IIEc. Por supuesto, cabe resaltar el trabajo acucioso de los becarios del proyecto Aderak Quintana, Martín Peña y Roberto Soto, y de los alumnos tesistas y becarios Atón Herrastí, Alejandro López y Mario Barrón. También el apoyo logístico y secretarial de la Sra. Blanca Sánchez, secretaria de la Unidad de Investigación.

PRIMERA PARTE

REFORMAS FINANCIERAS Y DESARROLLO  
EN AMÉRICA LATINA





ALICIA GIRÓN\*

# OBSTÁCULOS AL DESARROLLO Y PARADIGMA DEL FINANCIAMIENTO EN AMÉRICA LATINA\*\*

*“Mr. Canning, traductor y ejecutor fiel del interés de Inglaterra, consagraba con ese reconocimiento el derecho de estos pueblos a separarse de España y, anexamente, a organizarse republicana y democráticamente. A Mr. Canning, de otro lado, se habían adelantado prácticamente los banqueros de Londres que con sus préstamos –no por usurarios menos oportunos y eficaces– habían financiado la fundación de las nuevas repúblicas”*

José Carlos Mariátegui (1956)

## INTRODUCCIÓN

Los obstáculos al desarrollo de América Latina son parte de la historia y de la realidad actual. Su descripción y su comprensión son sinónimo de

\* Académica del Instituto de Investigaciones Económicas y tutora del Posgrado de Economía de la UNAM. Especialista en cuestiones financieras relacionadas principalmente con las estructuras financieras de países latinoamericanos. Perteneció al Sistema Nacional de Investigadores y a la Academia Mexicana de Ciencias.

\*\* La autora agradece la valiosa ayuda de Roberto Soto, becario del proyecto Reformas y Asimetrías Financieras: Regulación y Cooperación Financiera Regional de la Dirección General de Asuntos Académicos de la UNAM.

una gran complejidad. La inserción de esta región en el mercado mundial y el fortalecimiento del capitalismo como eje mundial de acumulación desde la conquista, sientan las bases de una estructura económica política y social frágil y con grandes turbulencias. A partir del siglo XIX:

la estructura económico-social heredada del período colonial se caracterizó por un bajísimo nivel de desarrollo de las fuerzas productivas y por relaciones sociales de producción basadas en la esclavitud y la servidumbre, hecho que constituyó un *handicap*, por decir lo menos, para el desarrollo posterior de nuestras sociedades (Cueva, 1977: 15).

La debilidad del desarrollo en América Latina obedece al hecho de que buena parte del excedente económico producido se trasladó a los centros de poder europeos. Este excedente generado en la región no fue invertido en los espacios económicos donde se concibió su propia rentabilidad. Es decir, el financiamiento al desarrollo vía inversión extranjera directa, endeudamiento externo o los recientes flujos de capital, no sirvieron para fomentar inversiones de largo plazo. Por otra parte, los organismos internacionales coinciden en que el financiamiento al desarrollo a lo largo de las últimas seis décadas se caracteriza por la necesidad histórica de flujos netos de capital desde los países desarrollados a los países subdesarrollados. Se requiere de la transferencia de capitales a los países latinoamericanos, no obstante el implícito regreso de dicha transferencia por concepto del servicio de tal financiamiento. La rentabilidad de ese flujo de capital no se reinvierte en la región para promover un desarrollo autónomo y sostenido. El financiamiento al desarrollo lleva implícito un déficit comercial y de capitales que se vuelve un círculo vicioso difícil de romper. Para Kregel (2002), los flujos de capital externos como base de la política de desarrollo son como el filo de una navaja que debe de ser manejada con precaución, a fin de lograr beneficios, generando tasas altas de crecimiento del ingreso per cápita y una mejor distribución de los recursos financieros globales para incidir en un mayor crecimiento a nivel global.

## EL PARADIGMA DEL FINANCIAMIENTO

El traslado de la riqueza producida de los países receptores a los dueños del capital es parte de una historia sin fin. La fragilidad y la turbulencia financieras se manifiestan, entre otras cosas, en devaluaciones de las monedas nacionales frente a la moneda hegemónica, en problemas de liquidez para enfrentar el pago del servicio de la deuda externa y en crisis bancarias en los mercados emergentes de América Latina, que son una constante.

A ello es importante añadir la obsesión de los dirigentes de los gobiernos latinoamericanos por realizar reformas económicas y financieras tendientes a la apertura de los sistemas financieros y a su mayor competitividad y eficiencia, lo que constituye una traición al desarrollo de las naciones latinoamericanas. El resultado de las reformas de las últimas tres décadas, básicamente desregulación y liberalización, no fue el esperado.

Ante las turbulencias monetarias de los setenta y los problemas de la deuda externa se introduce el debate en torno de la inestabilidad financiera y los procesos de desregulación y liberalización financiera en América Latina. Prevalecen, por tanto, en el pensamiento de los dirigentes latinoamericanos las ideas de McKinnon (1973), Gurley y Shaw (1979), acompañadas del pensamiento monetarista de los Chicago Boys. A ello se agregan las lecturas, en los círculos académicos, de Minsky (1982), Díaz-Alejandro (1991) y otros, que han influido en el análisis y debate teórico económico de la liberalización y apertura de los sistemas financieros.

Pero hay otro debate, desdibujado en los últimos años, que es necesario reabrir en los círculos académicos y de decisión económica-política por la vigencia en el panorama actual: el pensamiento de Celso Furtado (1980). De acuerdo con lo anterior, es preciso introducir el concepto de desarrollo para relacionar el desenvolvimiento de los procesos de liberalización financiera expresados en las crisis financieras, así como en los flujos de capital y en la reforma financiera, todo lo cual es fundamental para comprender la teoría del desarrollo económico.

En América Latina, el financiamiento se caracteriza por:

- El alto grado de extranjerización de los sistemas de pago, que en el caso de México, Argentina y Brasil llega al 73%, 35% y 13%, respectivamente.
- Los bancos compradores que predominan en la adquisición de los bancos latinoamericanos son los españoles BBVA y Santander y los estadounidenses Citigroup y Bank of America.
- Los diez principales bancos de Estados Unidos concentran activos por un total de 4,7 billones de dólares (The Banker, 2003) cantidad muy por arriba del producto interno bruto (PIB) de todos los países de América Latina y el Caribe (1,6 billones de dólares).
- El proceso de concentración en América Latina se ha profundizado mediante privatizaciones, cuya tasa de crecimiento fue del 51,5 % entre 1996 y 2000.

- Los procesos de privatización de empresas financieras y no financieras se caracterizaron, en una primera etapa, por la venta de empresas públicas al sector privado nacional; posteriormente ocurrieron fusiones y megafusiones entre las propias empresas nacionales; finalmente, muchas de ellas fueron adquiridas por capital extranjero.
- UNCTAD (2004), en su reporte sobre inversiones, señala el desplazamiento de las inversiones extranjeras directas de América Latina hacia otras economías emergentes (China, India y Europa del Este) y que el 80% de las empresas incluidas en las 500 de *Fortune* (2003) invirtieron en China y sólo el 33% canalizaron sus recursos hacia América Latina.
- A principios de 1980, los flujos de inversión extranjera ascendían a 8.392 millones de dólares en los países subdesarrollados, de los cuales América Latina recibió 7.485 millones y Asia sólo 516 millones.
- En 2000, cuando la inversión extranjera directa (IED) alcanzó su máximo a nivel mundial (1.392.957 millones de dólares), los países desarrollados recibieron 1.120.528 millones y los subdesarrollados, 246.057 millones. Latinoamérica recibió 95.358 millones y Asia 142.091 millones. La tendencia al cambio en la orientación de los flujos de inversión extranjera continúa, caracterizándose por una mayor concentración en China (UNCTAD, 2003).

Lo anterior confirma que en América Latina, la apertura financiera no indujo los resultados esperados. Tanto Asia como Latinoamérica sufrieron crisis financieras en los años noventa, pero las políticas de desarrollo, las reformas y la apertura de los sistemas financieros fueron diferentes en ambas regiones (Kaminsky y Reinhart 1998). Mientras en Asia los sistemas financieros salieron fortalecidos de la crisis, en América Latina se extranjerizaron.

## EL SENDERO DEL CRECIMIENTO Y EL DEBATE DEL DESARROLLO

Al finalizar la Segunda Guerra Mundial, la influencia de la revolución keynesiana se hizo sentir en las instituciones nacionales, tanto de los países devastados en ese conflicto, como en los países de la periferia. El Estado-Nación, junto con los organismos financieros internacionales, planteó como prioridad el crecimiento con estabilidad. Tipos de cambio fijo, bajas tasas de interés y tasas de crecimiento económico por encima de la inflación fueron los pilares del modelo de desarrollo económico.

El pensamiento latinoamericano, en busca de una interpretación sobre la región, tomó tres vertientes. Por un lado, la interpreta-

ción estructuralista de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), cuyo exponente, Raúl Prebisch, definió el proceso de sustitución económica como una etapa previa al desarrollo industrial de los países subdesarrollados. En una perspectiva crítica, conocida como teoría de la dependencia, estuvieron Theotonio Dos Santos, Ruy Mauro Marini y Aníbal Quijano. Otros autores, como Celso Furtado y Osvaldo Sunkel, cuestionaron las diferentes corrientes teóricas en boga. De esta manera, los autores latinoamericanos no pueden ubicarse en una sola escuela en busca de una teoría del desarrollo con una perspectiva regional.

Tanto en los países industrializados como en los subdesarrollados existía el deseo de lograr el bienestar económico; debe señalarse además, que la lucha por el desarrollo se daba en un mundo bipolar, en el cual avanzaba el socialismo a nivel mundial, haciéndose presente en Latinoamérica con la irrupción de la revolución cubana.

Descubrir la clave para alcanzar un desarrollo industrial semejante al de los países desarrollados, con una distribución del ingreso tendiente a la equidad, implica analizar el tipo de desenvolvimiento del capitalismo en la economía mundial a partir del descubrimiento de América Latina. Legado que permite acercarnos a un proceso de *desacumulación originaria*:

Resulta entonces justo concebir el período colonial, en los términos en que lo hace Enrique Semo<sup>1</sup> para México; esto es, como un período de “desacumulación originaria”. Del enorme excedente generado en la Nueva España, sólo una porción se queda en el país. El gobierno virreinal y los españoles se encargan de transferir la mayor parte hacia la metrópoli [...] De ahí el contraste “inexplicable” entre la pobreza de las masas y la falta de poderío de las clases dominantes novo hispanas (Cueva, 1977: 14).

En pocas palabras, el desarrollo de las fuerzas productivas, y con ello el de las clases sociales que conformarían el desarrollo capitalista (empresarios, trabajadores y Estado), se dio en forma raquítica. Hasta antes de la Segunda Guerra Mundial, el único país de la región que había tenido una revolución social había sido México. A pesar de ello, la conformación del Estado-Nación en América Latina, junto con los embrionarios grupos industriales y financieros autóctonos ligados a los consorcios internacionales desde finales del siglo XIX, bajo la hegemonía del sistema financiero organizado a nivel internacional, hizo

---

<sup>1</sup> Agustín Cueva cita el libro de Enrique Semo 1973 *Historia del capitalismo en México. Los orígenes. 1521/1723* (México DF: ERA) 232 y 236.

posible el surgimiento de una burguesía articulada en función de los intereses de los países centrales:

no se puede entender el subdesarrollo en una sociedad dependiente como la latinoamericana si no se plantea éste históricamente como producto de una política burguesa que responde a intereses y a una estructura de clases que son a su vez determinados por la dependencia del satélite latinoamericano con respecto a la metrópoli colonialista e imperialista (Gunder, 1976: 11).

Aun después del reordenamiento económico posterior a la Segunda Guerra Mundial y de la creación de los organismos financieros internacionales que marcaron las políticas de desarrollo económico para la región, muy pocos países lograron formar una burguesía capaz de encabezar un proyecto nacional y competitivo en el terreno de los mercados internacionales, como lo hicieron los países asiáticos. En la posguerra, las tres décadas de crecimiento económico con distribución del ingreso que hicieron posible el “milagro económico” de México y Brasil se basaron en los flujos de capital provenientes de los bancos de desarrollo, vía endeudamiento externo, y en la protección de los mercados nacionales, que cuando se desregularon no pudieron sobrevivir por sí solos.

Furtado trata el mito del desarrollo para los países de la región latinoamericana, en función del reordenamiento económico a nivel mundial. He aquí su idea central:

La teoría del desarrollo (más conocida como teoría del crecimiento) se ha preocupado casi exclusivamente por la dinámica de los sistemas industriales, es decir, de las economías llamadas desarrolladas. Una interpretación persistente, desde Marx hasta Hicks, pretende que la explicación de los procesos económicos en los países más avanzados en la industrialización sería suficiente para entender lo que ocurre en las economías de desarrollo retardado. Si fuera así, a los países atrasados no les cabría sino trillar los caminos ya conocidos, beneficiándose con la experiencia de los que se encuentran en etapas más avanzadas. El subdesarrollo se trata aquí como fenómeno coetáneo del desarrollo, consecuencia de la forma en que se viene propagando hasta nuestros días la revolución industrial. Por lo tanto, constituye una temática aparte, que requiere para su interpretación un trabajo autónomo de teorización (Furtado, 1980: 4).

En conclusión, el desarrollo en los países latinoamericanos es un mito, ya que no ocurre el desarrollo de las fuerzas productivas ni la inclusión de los cambios tecnológicos en el proceso productivo regional, debido a que se protegieron las economías nacionales. Ello promovió la incompetencia y la ganancia extraordinaria de los empresarios nacionales, quedando en desventaja frente a los conglomerados transnacionales.

Los empresarios no incorporaron las innovaciones tecnológicas en los procesos productivos, pues prefirieron basar su competitividad en el empleo barato, incluso cuando se incrementó la productividad en los sectores dinámicos que lograron con ello altas tasas de rentabilidad. Esto ocurrió en el petróleo en el caso de México; no obstante, los ingresos así generados no se canalizaron debidamente a otras actividades ni dieron lugar a mayores ganancias.

En los países asiáticos, en cambio, los empresarios del sector exportador compitieron en la arena internacional hasta lograr una competitividad que los colocó al nivel de los conglomerados transnacionales. Los exportadores latinoamericanos se basaron en el bajo precio de la mano de obra, sin elevar la productividad, lo que los dejó fuera de la competencia internacional.

En los años sesenta, la discusión en torno del desarrollo se centró en cinco aspectos muy importantes: el proceso de sustitución de importaciones, que eliminó de alguna manera el problema de la vulnerabilidad y de los bajos niveles asociados con la exportación; el incremento sustancial de la población; las dificultades para la integración centroamericana en el marco de la Alianza para el Progreso; el auge de las empresas multinacionales; y el hecho de que el crecimiento se calificara como un *mal desarrollo* o *no desarrollo*<sup>2</sup>.

Osvaldo Sunkel manifestaba en los setenta que, en los años cuarenta, la gran mayoría de las investigaciones se había centrado en las relaciones económicas y financieras de América Latina con el exterior. Esto había sido muy importante pero descuidaba dos cuestiones relevantes: “primero, que había relaciones muy estrechas e importantes entre comercio, ayuda, inversión directa y transferencia tecnológica y, segundo, que dichas variables y sus interrelaciones eran parte de un sistema muy amplio en las relaciones internacionales y políticas” (Sunkel, 1976: 19).

Por tanto, a falta de ahorro interno, el financiamiento al desarrollo se basó principalmente en endeudamiento externo con los organismos financieros internacionales, destinándose los recursos así obtenidos a grandes obras de infraestructura realizadas por el sector público. Por otra parte, la IED penetró principalmente la industria en co-inversiones con empresarios nacionales. Se fue conformando así un desarrollo caracterizado, en un principio, por la sustitución de importaciones, regulado y controlado por el Estado nacional y soberano, proceso que fue calificado de industrialización tardía por autores como Fajnzylber, (1983). En Argentina, Brasil, Chile y México hubo un sorprendente cre-

---

<sup>2</sup> La expresión en inglés es “...there may have been some growth but it has been at best ‘maldevelopment’”.

cimiento en las manufacturas, textiles, alimentos y bienes de consumo provenientes de sectores de mediana y alta tecnología, lo que les permitió estar por encima del resto de los países subdesarrollados carentes de innovaciones tecnológicas (Amsden, 2001).

A principios de los años ochenta, los países latinoamericanos estaban fuertemente endeudados con los principales bancos transnacionales que habían permitido el reciclaje de los eurodólares, resultantes del incremento en los precios del petróleo. Parte del “milagro económico” de Argentina, Brasil y México, se debió al financiamiento para obras de infraestructura y el empoderamiento del sector privado y público, principalmente en mercados regulados y cerrados frente a la competencia internacional y con mínimas normas de calidad.

Al iniciarse el proceso de desregulación de la cuenta de capital, los organismos financieros internacionales pasaron a ocupar el segundo lugar en el otorgamiento de financiamiento, detrás de los grandes bancos transnacionales ansiosos de prestar a los países emergentes. La gestación de la problemática de la deuda externa en los años ochenta tiene su origen en la fuerte devaluación de las monedas nacionales por el déficit comercial de sus balanzas de pagos y por la caída de los precios de sus exportaciones –principalmente materias primas–, que hicieron imposible el pago de su deuda externa.

La etapa de sustitución de importaciones llegó a su fin en 1982, iniciándose entonces la apertura de los sectores productivo y financiero, y el rompimiento de los pilares de las políticas de desarrollo con equidad. La deuda externa y el pago de la misma se volvieron una carga en los años ochenta, a pesar de las múltiples renegociaciones y del Plan Brady. Este período, denominado la década perdida, fue la transición hacia una estrategia de crecimiento en mercados abiertos competitivos orquestada por los conglomerados transnacionales, pero sin una sólida estructura económica nacional, debido a que las fuerzas productivas eran por lo general totalmente obsoletas comparadas con las existentes a nivel internacional.

En los años noventa, el sector externo fue el más perjudicado por la falta de desarrollo; se agudizaron entonces el desempleo y la falta de crédito, y se acentuó la destrucción de las cadenas productivas.

El enorme déficit por la acumulación de deuda externa y la necesidad de importaciones en un mercado integrado a los países desarrollados, principalmente a EE.UU., provocó una gran incertidumbre que determinó que los sistemas financieros no cumplieran con su función de otorgar crédito.

La crisis de la deuda en los años ochenta trajo como consecuencia la volatilidad de los flujos de capital, no sólo en América Latina sino también en Asia. Hasta fines de 1998, la CEPAL había registrado doce



países con problemas bancarios, a los cuales deberían agregarse Argentina y Uruguay por la crisis iniciada al concluir 2001.

En suma, se distorsionó el proyecto de crecimiento económico y se profundizó la vulnerabilidad de la región. El modelo de desarrollo basado en la apertura irracional de la cuenta de capital y el continuo endeudamiento externo, supuestamente orientados a financiar el desarrollo, en realidad llevó a la economía a la bancarrota. El Estado no ha sido capaz de canalizar de manera ordenada los flujos de capital hacia los sectores productivos, sino que en su mayoría han sido utilizados para sostener tipos de cambio con fines políticos, como sucedió en México antes de que estallara la crisis de 1994. Un fallido intento de resolver los problemas financieros sin transformar la estructura productiva fue la Ley de Convertibilidad impulsada por el Consejo Monetario establecido en Argentina, que concluyó con un tremendo fracaso a finales de 2001, registrándose una fuerte devaluación del peso argentino frente al dólar.

### REFORMAS FINANCIERAS: ¿UNA PROPUESTA ALTERNATIVA?

Para comprender las reformas financieras en América Latina es preciso conocer al menos los trabajos del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). En cuanto al BID, se destaca su publicación *Progreso económico y social en América Latina: América Latina tras una década de reformas: el ajuste, ¿valió la pena? Democracia y déficit* (1997), coordinada por Richard Hausmann. Por su parte, el CEMLA editó *Reformas y reestructuración de los sistemas financieros en los países de América Latina*, y la CEPAL *Crecimiento, empleo y equidad: el impacto de las reformas económicas en América Latina y el Caribe* (Stallings, 2001). Cabe mencionar otros tres libros importantes que plantean la urgencia de las “reformas”: *Hacia una renovación del crecimiento económico en América Latina* (Balassa et al., 1986), *Latin American adjustment. How much has happened?* (Williamson, 1990), donde se acuña el concepto de Consenso de Washington, y *After the Washington Consensus: restarting growth and reform in Latin America* (Kuczynski y Williamson, 2003).

Los innumerables estudios sobre el desarrollo económico y la esperanza del crecimiento que fincaron las nuevas democracias del Cono Sur a finales de los años ochenta, junto con la aparente solución al problema de la deuda externa mediante el Plan Brady, prometían, a principios de los años noventa, un desarrollo y un crecimiento para el pensamiento institucional. Desde la perspectiva ortodoxa, se habían establecido reformas económicas con planes de estabilización que mostraban el regreso al crecimiento económico. La lucha contra la inflación y el déficit fiscal fueron un reto en los años noventa; además, tendrían

que profundizarse la liberalización de la cuenta de capital y el proceso de privatizaciones y hacerse reformas en los terrenos comercial, fiscal y sobre todo financiero, para hacerlos más eficientes.

Antes de pasar a analizar el fracaso de las reformas aplicadas en los años noventa, es conveniente comentar que el estudio *Hacia una renovación del crecimiento económico en América Latina* (Balassa et al., 1986) señaló la imperiosa necesidad de cambiar el rumbo de la economía a principios de los años ochenta y de realizar el cambio institucional de regímenes militares a sistemas democráticos, principalmente en el Cono Sur. Si bien dicho estudio centra su atención en el problema del endeudamiento externo como origen de la crisis, enfatiza que para lograr el crecimiento económico es muy importante el crecimiento del empleo, la distribución equitativa del ingreso y el mejoramiento de los servicios sociales.

Todo esto ha sido planteado desde la posguerra como norma para un Estado de Bienestar, tanto para los países desarrollados como para los subdesarrollados. La importancia del planteamiento de estos autores radica en la desregulación del aparato productivo en aras de la competencia internacional, al orientar la economía hacia el sector externo como prioridad de la política económica; a lo anterior se suma una restricción del consumo interno para fomentar el ahorro de la sociedad, al transferir recursos al Estado mediante la política fiscal, y por último, la participación de la inversión extranjera como motor del crecimiento económico. El estudio destaca el apoyo de EE.UU. a este cambio estructural en Latinoamérica. Al respecto, conviene recordar los puntos principales del “decálogo” del Consenso de Washington: disciplina y reforma fiscal; liberalización del sector comercial y aumento de las exportaciones; reducción del gasto público y disminución del déficit fiscal; privatización del sector público; reducción de la inflación y control de la política monetaria; desregulación y liberalización del sector financiero.

El fracaso del Consenso de Washington se hace evidente no sólo en los indicadores macroeconómicos, sino también en la disminución del salario real, en el incremento de la economía informal y en las remesas de los migrantes; a todo ello se suma la violencia social. Los promotores de las reformas de segunda generación atribuyen tal fracaso a la forma en que fue aplicado. El Estado fue incapaz de retomar el desarrollo, al alejarse del financiamiento otorgado por la banca de desarrollo de finales de los años cuarenta a principios de los ochenta. Con el estallido de las crisis bancarias, los bancos centrales participaron como prestamistas de última instancia, condicionando el proyecto macroeconómico a nuevos planes de estabilización del Fondo Monetario Internacional (FMI) (México en 1995, Brasil en 1998 y Argentina en 2002).

El cambio estructural que tiene lugar en Latinoamérica en la década del noventa, por la erosión de sus sistemas financieros nacionales y por la falta de concesión de nuevos créditos, determina la acumulación de préstamos incobrables y el rompimiento de las cadenas productivas.

Al menos en México, el mercado interno no constituye una oportunidad de crecimiento. La entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) produjo un crecimiento sorprendente de las exportaciones hacia EE.UU., pero también de importaciones, dada la dependencia de la economía mexicana. Después del petróleo, las remesas de los migrantes ocupan el segundo lugar en cuanto al ingreso de divisas al país, lo cual motivó que incluso las más altas autoridades del país vean en la migración hacia EE.UU. una forma de abatir el desempleo.

La eficiencia marginal del capital y su relación con la tasa de interés, vía la política monetaria, ha sido una tarea no cumplida, al imperar la política de restringir el circulante monetario. La importancia del sector público y el grado de su institucionalidad eficiente radica en su función de capacitador de sus trabajadores y de su población, de propietario de sectores estratégicos como el energético y de proveedor de la alimentación básica. Al sector privado corresponde satisfacer las necesidades del consumo interno, y al Estado, garantizar su competencia en la arena del comercio internacional, promoviendo la innovación tecnológica y su productividad –entendiendo por productividad una mejor calificación de la mano de obra y mejor tecnología, no bajos salarios–. Por último, mediante una política fiscal adecuada, el Estado debe procurar la redistribución del ingreso para aumentar la capacidad de consumo y de bienestar de la población, además de proporcionar servicios tales como salud, educación, vivienda y alimentación.

## INESTABILIDAD Y FRAGILIDAD FINANCIERA

Los estudios sobre mundialización, fragilidad y liberalización financiera han ocupado a los científicos sociales al menos por casi tres décadas; a este respecto destacan autores como Chesnais (1997), Aglietta (1995) y Minsky (1982), quienes han trabajado la hipótesis del fracaso de la mundialización junto con la desregulación financiera en sistemas financieros competitivos. Una de las aportaciones de Minsky al estudio de la inestabilidad de los sistemas financieros es la descripción que hace de la situación que precede a las crisis financieras. En primer lugar, la inestabilidad financiera emerge justo en un período de tranquilidad y crecimiento económico, cuando las expectativas de los activos y de la economía general son optimistas. Es en ese momento cuando surgen los pánicos especulativos, las deflaciones y las profundas depresiones

económicas, (Minsky, 1986: 173). En segundo lugar; Díaz-Alejandro (1991) describe cómo cuando los sistemas financieros regulados tratan de ser más competitivos y entran en procesos desregulatorios caen en procesos de inestabilidad y fragilidad que los erosionan, lo cual tiene un costo social muy alto. Un tercer elemento es la separación entre la propiedad y la dirección de las empresas; Keynes (1936: 138) lo señala como un elemento de organización que ayuda a los mercados de inversión, pero que también contribuye a la inestabilidad del sistema.

En los últimos setenta años, ha sido muy importante la participación en la economía mundial de los grandes conglomerados, así como su concentración y centralización en varias ramas. Si bien la integración del proceso productivo encabezado por las corporaciones internacionales ayudó a la organización de los mercados de inversión, también profundizó la inestabilidad financiera en el nivel global. A fines de los años sesenta, entre cuatrocientas y quinientas corporaciones internacionales poseían las dos terceras partes de los activos fijos del mundo (Barber, 1968: 7). En 2002, según datos de The Banker (2003), los diez primeros bancos controlaban 8.136.937 millones de dólares, cuando doce años antes la cifra era de 3.059.741 millones. La coordinación de las políticas monetarias y de las políticas de tasas de interés en los mercados internacionales es fundamental para los agentes financieros. En esta situación, diez megaconglomerados financieros dictan los lineamientos del orden y desorden monetario internacional. Las crisis bancarias de los últimos años han sido el resultado de los procesos de desregulación y liberalización financiera.

## DESARROLLO Y CORRIENTES DE CAPITAL

El pensamiento hegemónico de la teoría del crecimiento económico insiste en que el desarrollo de las economías subdesarrolladas debe basarse en la recepción de flujos de capital, pues estos ayudan a acelerar el desarrollo. El fundamento teórico de estos enunciados está muy bien trabajado por Jan Kregel (2002) al describir todas las resoluciones de las Naciones Unidas, de la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial, quienes desde 1950 plantearon la necesidad de transferencia de recursos externos ante la insuficiente generación de ahorro interno en los países subdesarrollados. Sin embargo, es obvio que dichos planteamientos no responden directamente a los intereses de quienes realizan la inversión extranjera, tanto directa como indirecta. Si bien una región puede ser importante para las grandes corporaciones en determinado momento, años después puede no resultarles lo suficientemente rentable o productiva o se han abierto nuevas zonas a las que consideran más convenientes para trasladar sus inversiones.

Los países que, como los latinoamericanos, quieren basar su desarrollo económico en la apertura comercial y financiera, han visto cómo la IED se desplazó paulatinamente a Europa oriental y a Asia, en especial a China e India. En 2001, los flujos de capital en Latinoamérica cayeron un 41% en relación con el año anterior (ONU, 2003), como consecuencia del debilitamiento del crecimiento de la economía latinoamericana, de la fragilidad de los mercados de valores y del fin de la ola de privatizaciones, fusiones y adquisiciones. Solamente los flujos de capital procedentes de EE.UU. y del Reino Unido cayeron el 54%.

Para los organismos financieros internacionales, México es un ejemplo por la forma en que llevó a cabo la desregulación y liberalización de su economía. Además, el TLCAN aumentó las exportaciones hacia EE.UU. y Canadá, razón por la cual este proceso de integración es considerado por muchos como un éxito. Sin embargo, diez años después de la entrada en vigor del TLCAN, muchas maquiladoras salieron del país y las exportaciones mexicanas a EE.UU. estaban siendo desplazadas por las exportaciones chinas, mucho más competitivas.

Al iniciarse el siglo XXI, el flujo de inversiones a nivel mundial fue de 1.400 billones de dólares (ONU, 2004). El promedio recibido por los países en desarrollo –161,1 mil millones de dólares en el período 1992-1996– se redujo a una cuarta parte en 2000. Pese a haberse recuperado de la crisis del “tequila” (1994-1995) y la crisis asiática (1997), América Latina había dejado de captar dichos flujos, situación que se agudizó con la crisis argentina (2001).

América Latina recibió 7,8 mil millones de dólares, que contrastan con los 57 mil millones que recibió Asia. En total, los mercados emergentes recibieron 80,3 mil millones de dólares (FMI, 2003).

Los últimos sesenta años han sido el laboratorio de ideas en torno de la teoría del desarrollo, confrontando políticas económicas que lograron un desarrollo económico sostenido hasta finales de los setenta, para posteriormente enfrentarse la fragilidad de los sistemas económicos y la ampliación de la brecha entre los actores sociales. Las reformas financieras en América Latina y el *Big Bang* en Asia, junto con los procesos de desregulación en EE.UU., Escandinavia y otras regiones de Europa, han sido también el laboratorio de la apertura de las estructuras financieras en aras de una mayor competitividad entre los agentes financieros, cuyo objetivo principal es la mayor rentabilidad:

los mercados financieros volvieron a caer entre un 40-60 por ciento menos que los picos alcanzados en 2000. Esto representa en el largo plazo incertidumbre y riesgo financiero [...] además el dólar se ha depreciado en el último año un 14 por ciento con respecto al euro [...] la marcada reducción de la inflación por abajo del pro-

medio del 2 por ciento, tanto en los países desarrollados como en las economías emergentes, incrementan el riesgo de la deflación a nivel mundial (FMI, 2003).

Entre junio y julio de 2003, el desempleo en EE.UU. bajó de 6,4 a 6,2%, en tanto que el gasto de consumo tuvo un ligero repunte de 0,3% en el mismo período y, sorprendentemente, en el segundo trimestre, el PIB creció a una tasa anual de 2,4%, en contraste con el crecimiento de 1,4% de los dos trimestres anteriores. No cabe duda de que estas cifras responden al gasto realizado con motivo de la invasión a Irak, lo cual no es conveniente, pues el crecimiento económico se debe lograr por una política monetaria expansiva que realmente dispare el crecimiento del empleo, no sólo en EE.UU. sino a nivel mundial, para evitar el fantasma de la deflación que amenaza al mundo.

Hace treinta años Urquidí y Thorp (1973: 430) afirmaban:

las relaciones externas a través de la historia han sido la llave para el desarrollo en América Latina. Recientemente, sin embargo, los estudios en torno a las relaciones del sector externo y la forma actual en que se han venido dando los cambios significativos son temas de discusión. Esta discusión hace veinte años se daría en los términos de intercambio, materias primas, estabilización y los enclaves de exportación.

Por su parte, Reynolds (1973: 235) manifestaba:

esta es una reflexión en torno al cambio de la producción básica en la economía donde se ha pasado de productores de materias primas y productores primarios a productores de manufacturas y de servicios producidos localmente para el mercado doméstico y proveedor de insumos para la exportación.

Enseguida se analiza la información sobre IED proporcionada por la ONU, el FMI y el Banco de Pagos Internacionales (BPI).

En los años noventa, del total recibido por los países subdesarrollados (119.997 millones de dólares), América Latina y el Caribe recibieron 43.569 millones de dólares y la región de Asia y Pacífico, 70.066 millones de dólares. En los años ochenta, los países desarrollados recibieron el 97% de la IED y el 75% de las inversiones indirectas. El 81% de esas inversiones provenían de inversionistas de los propios países desarrollados (UNCTAD, 2003). En los años noventa, las economías desarrolladas recibieron 266.548 millones de dólares y las subdesarrolladas 119.997 millones de dólares. Seguramente en la primera década del siglo XXI la tendencia será la misma, pues entre 2001 y 2003 los países desarrollados recibieron 507.738 millones de dólares, casi siete veces

más que en el decenio de los ochenta; y los países subdesarrollados, 175.759 millones, ocho veces más que en ese mismo período<sup>3</sup>.

A pesar del crecimiento de las inversiones, la participación de lo recibido por los países subdesarrollados fue mayor en los ochenta que al inicio del siglo XXI.

En los años ochenta, la salida de flujos de capital por concepto de inversiones directas de América Latina fue de 844 millones de dólares; en el período 1997-2000, esta suma representó casi una tercera parte del total de los países subdesarrollados, en tanto que la región Asia-Pacífico representó casi las dos terceras partes del total. Al inicio del siglo XXI, la zona de mayor salida de flujos de inversión extranjera seguía siendo, con casi 40 mil millones de dólares, esta última. Esto indica un dinamismo económico muy rápido de Asia-Pacífico, al contrario de lo que ocurre en América Latina.

En este contexto, las transformaciones de las estructuras económicas y financieras a nivel mundial y regional en los últimos sesenta años han atravesado dos etapas muy diferentes; la primera, llamada era Bretton Woods, va desde la posguerra hasta los años setenta, que es cuando se crea la infraestructura de los circuitos productivos y financieros acompañada del fortalecimiento de grandes concentraciones y centralizaciones de capital (las empresas transnacionales), más una nueva división del trabajo que da lugar a países de industrialización reciente (NICs, por sus siglas en inglés) y una baja acelerada del precio de los recursos naturales. La era Bretton Woods permitió estabilidad en los tipos de cambio, crecimiento del PIB y tasas de inflación moderadas, y sobre todo, entronizó al “dólar como el equivalente internacional de curso legal, tan bueno y sólido como el oro”.

El desarrollo de los NICs (Hong Kong, Taiwan, Singapur y Corea) en los setenta se basó en su inserción en los circuitos productivos de alta concentración y centralización de capital, utilizando mano de obra barata y un gran endeudamiento externo proveniente del reciclaje

---

3 Estas cifras contrastan con las cantidades que se negocian en el mercado de derivados que, incipiente en los ochenta, cobró fuerza con la desregulación y liberalización de los sistemas financieros nacionales y con su integración en un mercado financiero global que funciona permanentemente. En los años noventa, los derivados negociados fuera de bolsa (en mercados no organizados) ascendieron a 25,8 billones de dólares, casi lo mismo que los negociados en bolsa durante 2000-2003. Los derivados no negociados en bolsa se multiplicaron cinco veces entre 1990-1999 y 2000-2003, cuando llegaron a 129,2 billones de dólares. La exuberancia financiera a la que aludió en varios discursos el presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos a finales de los años noventa, posteriormente se convirtió en una deflación de los activos, preocupante para las altas finanzas internacionales, y con graves consecuencias negativas para Latinoamérica y en general para los países subdesarrollados. Por ejemplo, en 2000-2003, los *swaps* de interés ascendieron a 70,2 billones de dólares y los contratos de divisas a plazo a casi 11 billones de dólares.

de eurodólares y petrodólares, que fortaleció al Estado en un primer momento, pero que posteriormente lo debilitó en cuanto a la defensa de la soberanía nacional.

La segunda etapa, o era post Bretton Woods, abarca los últimos treinta años y es un “período de desregulación”, caracterizado por fuertes turbulencias acompañadas de planes de estabilización, que determinaron que se pasara de sistemas financieros regulados a sistemas financieros complejos, encabezados, al menos en América Latina, por corporativos extranjeros; el proceso de privatización de las empresas públicas permitió a los estados soberanos superar en parte sus crisis fiscales y pagar el servicio de su deuda externa, en virtud también de las múltiples renegociaciones realizadas en los años ochenta.

En esta era existe una notable asimetría entre los NICs asiáticos y Latinoamérica, tanto en las reformas y reestructuraciones de los sistemas financieros como en el tipo de políticas económicas aplicadas y la forma de abrir la cuenta de capital. Por una parte, a nivel mundial, el crecimiento tiende a disminuir; y por otra, los circuitos productivos y financieros no logran penetrar las estructuras económicas para permitir un desarrollo económico sostenido, sino sólo en determinados sectores que responden a alianzas estratégicas de largo plazo de las transnacionales.

Los NICs hicieron una reconversión exportadora muy rápida, pero también elevaron la capacidad de consumo y el bienestar de su población. En la década del ochenta, el PIB ascendió a 562 mil millones de dólares en América Latina, en tanto que en los NICs fue de 247 mil millones de dólares, esto es, en ese período el PIB latinoamericano era un 127% mayor que el de los NICs; en 2001-2003, el latinoamericano superaba al de los NICs en tan sólo el 32%.

Entre 1980-1989 y 1997-2000 el PIB per cápita de América Latina se duplicó, al pasar de 2.571 a 5.565 dólares. Sin embargo, en 2001-2003 bajó a 4.437 dólares. Sorprendentemente, el ingreso per cápita de los NICs se triplicó entre 1980-1989 (5.234 dólares) y 2001-2003 (16.891 dólares).

## CONCLUSIONES

En las últimas seis décadas, una de las preocupaciones fundamentales de los científicos sociales ha sido el desarrollo económico de las regiones como espacios económicos que se han ido conformando con la expansión, profundización y desenvolvimiento del capitalismo como sistema hegemónico y totalizador. En la posguerra, la reconstrucción de Europa y Japón sirvió de plataforma para la expansión de las empresas transnacionales y de grandes corporativos que posteriormente penetraron en América Latina y Asia. Con la caída del muro de Berlín, los países en transición de Europa del Este y de la ex Unión Soviética se convirtieron también en espacios rentables controlados por los me-



gaconglomerados, cuyo fortalecimiento se basa, entre otras cosas, en el control de los recursos no renovables.

En este ensayo se ha hecho énfasis en la necesidad de una teoría del desarrollo que permita crecer con equidad a Latinoamérica, tan castigada desde el Consenso de Washington, cuyo decálogo amplió la brecha entre ricos y pobres, rompió las cadenas productivas e incrementó la migración hacia Estados Unidos. Vivir de las remesas de los trabajadores, de las inversiones directas o de las exportaciones de las maquilas no contribuye al desarrollo económico. Es importante releer el pensamiento económico latinoamericano para buscar una mejor forma de participación en la globalización como sociedad y como región.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aglietta, Michel 1995 *Macroéconomie financière* (Paris: La Découverte).
- Amsden, Alice H. 2001 *The rise of the rest. Challenges to the West from late-industrializing economies* (Oxford: Oxford University Press).
- Aspe Armella, Pedro 1993 *El camino de la transformación económica*, Textos de Economía (México: Fondo de Cultura Económica).
- Balassa, Bela; Bueno, Gerardo M.; Kuczynski, Pedro Pablo; Simonsen, Mario Enrique 1986 *Hacia una renovación del crecimiento económico en América Latina* (Río de Janeiro/Washington DC: El Colegio de México, Fundação Getúlio Vargas, Institute for International Economics).
- Banco Interamericano de Desarrollo 1997 Informe *Progreso económico y social en América Latina: América Latina tras una década de reformas: el ajuste, ¿valió la pena? Democracia y déficit* (Washington DC: BID).
- Banker, The 2003 *The Top One Thousand World Banks*, <http://www.thebanker.com/>
- Barber, A. 1968 "Emerging new power. The world corporation" in *War/Peace Report*, October.
- Calva, José Luis 1996 "La liberalización financiera y el desastre bancario de 1994-1996" en *Liberalización de los mercados financieros: resultados y alternativas* (México: Juan Pablo Editor).
- Chesnais, François 1997 *La mondialisation du capital* (Paris: Syros).
- Clavijo, Fernando y Valdivieso, Susana 2000 *Reformas estructurales y política macroeconómica: El caso de México 1982-1999*. Serie Reformas Económicas, N° 67 (Santiago de Chile: CEPAL).
- Correa, Eugenia 1996 *Crisis y desregulación financiera* (México: Siglo XXI).
- Cueva, Agustín 1977 *El desarrollo del capitalismo en América Latina* (México: Siglo XXI).

- Daniels, P. W. and Lever, W. F. 1996 *The global economy in transition* (United States: Addison Wesley Longman Limited).
- De Bernis, Gérard D. 1983 *Crise et régulation* (France: GRREC, Presses Universitaires de Grenoble).
- Díaz-Alejandro, Carlos 1991 "Adiós represión financiera. ¡Qué tal, crac financiero!" en Bendesky, L. (comp.) *El papel de la Banca Central en la actualidad* (México: CEMLA-Banco de España).
- Economic Commission for Latin America and the Caribbean 2000 *Growth with stability: financing for development in the new international context* (Santiago de Chile: CEPAL).
- Fajnzylber, Fernando 1983 *La industrialización trunca de América Latina* (México: Nueva imagen).
- FMI 1988 *Perspectivas de la economía mundial (Crisis financieras: causas e indicadores)* (Washington: FMI).
- Fortune 2003 *Fortune's annual ranking of the world's largest corporations*, <http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/>.
- Furtado, Celso 1980 *Breve introducción al desarrollo: un enfoque interdisciplinario* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Furtado, Celso 1999 *Teoría y política del desarrollo económico* (México: Siglo XXI).
- Fry, M. J 1990 *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico* (México: CEMLA-Felaban).
- Girón, Alicia 1994 "Calidad de los activos de la banca comercial en el bloque de América del Norte" en Gutiérrez, A. y Garrido, C. (comp.) *Transiciones Financieras y TLC* (México: Ariel Economía).
- Girón, Alicia 1994 "La banca comercial de México frente al TLC" en *Comercio Exterior* (México: Banco Nacional de Comercio Exterior) Vol. 44, N° 12, diciembre.
- Girón, Alicia 1996 "Colapso y quiebras bancarias emergencia internacional" en *Momento Económico* (México: Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM) N° 87.
- Girón, Alicia 1998 "Crisis bancarias, crisis financieras y crisis económicas" en *Momento Económico* (México: Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM) octubre-diciembre.
- Girón, Alicia 1999 "Mutaciones financieras y crisis bancarias en el Sudeste asiático" en *Comercio Exterior* (México: Banco Nacional de Comercio Exterior) Vol. 49, N° 1, enero.
- Girón, Alicia 2000 "Inestabilidad financiera y fondos mutualistas y de cobertura" en *Comercio Exterior* (México: Banco Nacional de Comercio Exterior) Vol. 50, N° 6, junio.
- Girón, Alicia 2001 "Inestabilidad y fragilidad financiera del peso mexicano" en *Problemas del Desarrollo* (México: Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM) Vol. 32, N° 124, enero-marzo.

- Girón, Alicia y Correa, Eugenia 1998 *Crisis financiera: mercados sin fronteras* (México: El Caballito).
- Girón, Alicia y Correa, Eugenia 1999 "Global financial markets: financial deregulation and crises" in *International Social Science Journal* (England: Blackwell Publishers- UNESCO) Vol. 160, June.
- Guillén, Arturo 1994 "El sistema financiero y la recuperación de la economía mexicana" en *Comercio Exterior* (México: Banco Nacional de Comercio Exterior) Vol. 44, N° 12.
- Gunder, Frank 1976 *América Latina: subdesarrollo o revolución* (México: Era).
- Gurley J. G. y Shaw, E. S. 1979 *Money in a theory of finance* (Washington: The Brookings Institution).
- Huerta A. 1997 *Carteras vencidas, inestabilidad financiera* (México: Diana).
- IMF 2003 *World Economic Outlook* (Washington DC: IMF).
- Kaminsky, Gabriela L. y Reinhart, Carmen M. 1998 "Financial crises in Asia and Latin America: then and now" in *The American Economic Review* (United States: American Economic Association) Vol. 88, N° 2, May.
- Kaminsky, Gabriela L. y Reinhart, Carmen M. 1999 "The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems" in *The American Economic Review* (United States: American Economic Association) Vol. 89, N° 3, June.
- Kennen, Peter B. 1997 "Preferences, domains, and sustainability" in *The American Economic Review* (United States: American Economic Association) Vol. 87, N° 2.
- Keynes, John Maynard 1936 *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Kregel, Jan 2004 "Two views on the obstacles to development" in *Social Research* - Special issue to celebrate the 50th anniversary of the publication of Heilbroner's *Worldly Philosophers* (New York: New School University) Vol 71, N° 2., Summer.
- Kregel, Jan 2002 "External financing for development and international financial instability". Documento preparado para la XVIII Reunión del Grupo-24 en temas monetarios y financieros, mimeo.
- Kuczynski, Pedro Pablo and Williamson, John 2003 *After the Washington Consensus: restarting growth and reform in Latin America* (Washington DC: Institute for International Economics).
- Lukauskas, Arvid John and Rivera Batiz, Francisco L. 2001 *The political economy of the East Asian crisis and its aftermath: tigers in distress* (Cheltenham/Northampton: Edward Elgar).
- Mariátegui, José Carlos 1956 *Ensayos escogidos* - Selección de Aníbal Quijado y Prólogo de Manuel Scorza (Lima: Patronato del Libro Peruano. Empresa Gráfica T. Scheuch).

- McKinnon, Ronald I. 1963 "Optimum currency areas" in *The American Economic Review* (United States: American Economic Association) Vol. 53.
- McKinnon, Ronald I. 1973 *Money and capital in economic development* (Washington, DC: Brookings Institution).
- McKinnon, Ronald I. 1974 *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico* (México: CEMLA Estudios).
- Minsky Hyman P. 1982 *Can "It" happen again: essays on instability and finance* (United States: M. E. Sharpe, Armonk).
- Minsky Hyman P. 1986 *Stabilizing an unstable economy, a Twentieth Century fund report* (United States: Yale University Press).
- Mundell, Robert 1963 "A theory of optimum currency areas" in *The American Economic Review* (United States: American Economic Association) N° 5.
- Ortiz, Guillermo 1994 *La reforma financiera y la desincorporación bancaria* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Reynolds, Clark W. 1973 "Relations with Latin America: an American View" in *Latin America in the international economy. Proceedings of a conference held by the International Economic Association in Mexico City, Mexico* (United Kingdom: The MacMillan Press).
- Shaw, Edward S. W. 1973 *Financial deepening in economic development* (New York: Oxford University Press).
- Stallings, B. 2001 *Crecimiento, empleo y equidad: el impacto de las reformas económicas en América Latina y el Caribe* (Santiago de Chile: CEPAL)
- Sunkel, Osvaldo 1976 "La naturaleza de la dependencia latinoamericana" en Urquidi, Víctor L. y Thorp, Rosemary (comp.) *América Latina en la economía internacional* (México: Fondo de Cultura Económica).
- UN 2003 *Global development finance* [CD].
- UN 2004 *World economic situation and prospects* (New York: UN) January.
- UNCTAD 2003 *Foreign Direct Investment*, <<http://www.unctad.org>>.
- UNCTAD 2004 *World Investment Report* (New York: UN).
- Urquidi, Víctor L. and Thorp, Rosemary 1973 *Latin America in the international economy. Proceedings of a conference held by the International Economic Association in Mexico City, Mexico* (United Kingdom: The MacMillan Press).
- Urrutia, Miguel 1988 *Financial liberalization and the internal structure of capital markets in Asia and Latin America* (Tokyo: The United Nations University).
- Williamson, John (ed.) 1990 *Latin American adjustment. How much has happened?* (Washington, DC: Institute for International Economics).

GREGORIO VIDAL\*

# AMÉRICA LATINA: BANCA, MERCADOS DE CAPITAL Y DETERMINACIÓN EXTERNA DEL CRÉDITO

## INTRODUCCIÓN

Durante la década del noventa se realizó en los países de América Latina un amplio conjunto de reformas en el ámbito financiero. En materia de financiamiento público, en las competencias y régimen institucional de los bancos centrales, en la organización y características del funcionamiento de las instituciones financieras. En varios países cambiaron las reglas sobre quién podía comprar títulos gubernamentales, se suprimieron controles o regulaciones en materia de tasas de interés, desaparecieron las políticas que orientaban el crédito y se eliminaron las restricciones para ingresos o salidas de capitales del país. Sin duda hubo diferencias, y no necesariamente en todos los casos se optó por la liberalización absoluta e, incluso, en algunos se establecieron nuevamente diversas restricciones (Correa, 1998; 2003). Entre los cambios se destacan los procesos de privatización de bancos, seguros y fondos de pensión. Pero también, la supresión –en los casos en que

\* Profesor de Economía, UAM Iztapalapa. Doctor en Estudios Latinoamericanos (Ciencias Políticas), UNAM. Miembro de la Academia Mexicana de Ciencias y del Sistema Nacional de Investigadores. Premio en Investigación Económica, IIEc, UNAM. Entre sus obras recientes: *Grandes empresas, economía y poder en México* (Plaza y Valdés); *Privatizaciones, fusiones y adquisiciones: Las grandes empresas en América Latina* (Anthropos), “Las privatizaciones de servicios básicos en América Latina: procedimientos y resultados” en *Claves de la Economía Mundial 04* (Instituto Español de Comercio Exterior).

existía— de los límites a la participación del capital extranjero en las instituciones financieras.

Las reformas financieras han permitido que prospere un nuevo mecanismo de financiamiento de la inversión entre los países de la zona y, más en general, en un amplio grupo de países en desarrollo. Se ha constituido una intermediación internacional del proceso de financiamiento de la inversión que incluye los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) —en gran parte utilizados para adquirir empresas, activos productivos en operación y participar en la privatización de los servicios públicos—, las colocaciones de títulos de deuda por las empresas de los países de América Latina en los mercados financieros de algunos países desarrollados, las colocaciones de fondos y sociedades de inversión e inversionistas institucionales en general en los mercados de los países en desarrollo, las operaciones de crédito —y en sentido amplio, de las tesorerías entre las empresas transnacionales y sus filiales en los países en desarrollo— y los créditos de la banca transnacional.

La determinación externa de la inversión es una pieza de una estructura financiera altamente vulnerable, que no necesariamente permite vincular el crédito con el financiamiento de la actividad productiva. Constituye parte de una economía internacional de rentistas en la que incluso las empresas alcanzan su rentabilidad en un modelo de acumulación por el tributo (Parguez, 1992: 45-63). En las economías de América Latina el proceso ha sido notable, como también las recurrentes crisis bancario—cambiarías que le son endógenas (Correa, 2003).

En este artículo se presenta el análisis de la *extranjerización* de la banca en América Latina como parte de este proceso. Se sostiene que con el aumento de la participación de la banca extranjera en la región, por lo menos para el caso de las mayores economías, no existe un fortalecimiento del sistema de crédito. Por el contrario, los bancos reproducen comportamientos rentistas y de obtención de utilidades por comisiones o por manejo de títulos de los gobiernos. La adquisición por bancos y empresas financieras extranjeras de las más diversas instituciones financieras en América Latina es un dato del desarrollo de la intermediación internacional del crédito. Así, de un lado el endeudamiento interno se transforma en externo; y de otro, las estrategias de crecimiento de bancos e instituciones financieras obedecen a razones de rentabilidad exógenas a las economías en desarrollo.

Para los agentes financieros extranjeros es más importante controlar y obtener alta rentabilidad con el manejo de los fondos de pensiones o de las remesas de trabajadores emigrantes que ampliar el crédito y lograr una profundización financiera. Las utilidades y los

movimientos de efectivo de los agentes financieros son datos de la cuenta corriente de la balanza de pagos, y la demanda de divisas incluye nuevos actores sociales. Desde esta perspectiva, la apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos y la desregulación financiera han generado un nuevo actor social, cuyo modo de constituir su rentabilidad puede ser contrario a una dinámica de crecimiento de las economías de los países en desarrollo.

### LA LÓGICA DE LOS MERCADOS EFICIENTES: EL RETORNO DE UNA FALSA SOLUCIÓN

El Fondo Monetario Internacional (FMI) insiste, desde la segunda mitad de los años noventa, en que las medidas implantadas por los más diversos gobiernos y organismos financieros internacionales durante los años previos lograron recuperar la tendencia a la integración de los mercados financieros globales, lo que implica la constitución de un sistema financiero mundial eficaz. Los cambios efectuados desde principios de la década del setenta –cuando el gobierno de Estados Unidos abandona la convertibilidad del dólar en oro según lo pactado después de la Segunda Guerra Mundial y el sistema de Bretton Woods deja de operar– han dado resultados, gestándose las condiciones para que opere la lógica de los mercados eficientes.

Como sostuvo quien fuera secretario del Tesoro durante parte de la administración Clinton:

En última instancia, las funciones sociales [de los mercados financieros son] repartir riesgos, guiar la inversión del capital escaso y procesar y diseminar la información que tengan los distintos agentes [...] Los precios siempre reflejarán los valores fundamentales [...] La lógica de los mercados eficientes es contundente (Summers y Summers, 1989: 166).

Según el FMI, los cambios registrados permitieron recuperar las condiciones en que funcionaban los mercados durante los años veinte, cuando era dominante la idea de libre movilidad del capital en el ámbito internacional en las condiciones del patrón oro. Se insistía en que cualquier acción que limitara los flujos financieros –incluidos los flujos *transfronterizos*, sin considerar cualidad alguna en los capitales que se desplazan– imponía costos a la sociedad y resultaba en ineficacia en la asignación de los recursos. Consistente con esta lectura del proceso económico, el FMI estima que en los años treinta se inició un proceso que impidió la correcta asignación de los recursos financieros, la distribución eficiente de la inversión y la integración global de la economía. El problema inicial, una vez que los mercados se encontraban en crisis, fue no adoptar medidas para

permitir la plena flexibilidad en los tipos de cambio manteniendo la libre movilidad de los capitales (FMI, 1997). El FMI postula que la integración de los mercados financieros globales fue interrumpida por la gran depresión, la Segunda Guerra Mundial y el sistema de controles de capital del período de posguerra que se prolonga hasta los años setenta (FMI, 1997: 27).

En el curso de los últimos quince años, la continua liberalización financiera, la supresión de las restricciones a los movimientos internacionales de capital y el mantenimiento de políticas flexibles en materia de tipo de cambio configuran un entorno totalmente diferente. Este contexto crea condiciones para hacer frente de una manera distinta a un problema como la deuda pública. Desde la segunda mitad de la década pasada hay un crecimiento importante de la deuda pública como proporción del PIB entre los países en desarrollo de Asia y de América Latina. Incluso, la deuda pública total de los llamados países de mercados emergentes en relación con el PIB es superior en varios puntos a la de los países industrializados (FMI, 2003: 116-118). El FMI considera necesario para resolver posibles problemas por altos niveles de deuda pública: mantener el superávit fiscal primario, reforzar la confianza en la política fiscal de los gobiernos, realizar reformas en materia de impuestos que permitan incrementar los ingresos públicos, profundizar la apertura de la economía, garantizar la confianza de los sectores corporativo y financiero y promover la inversión extranjera de largo plazo (FMI, 2003: 141-143). En síntesis, dar continuidad y profundidad a la lógica de la liberalización de los mercados financieros y de la austeridad moderna.

Los gobiernos de los más diversos países –en forma notable varios de las mayores economías de América Latina– han insistido en dar todas las garantías a la inversión extranjera, e incluso han adoptado una política explícita de atracción de la banca transnacional sobre la base de las privatizaciones y los procesos de fusiones y compras *transfronterizas* (Vidal, 2001; CEPAL, 2003). Las continuas crisis monetarias, cambiarias y bancarias no se consideran argumento para plantear otras opciones.

En los círculos dominantes de las finanzas mundiales y entre los ejecutores de la política económica se considera que las crisis monetarias y financieras son un mecanismo disciplinario necesario y se perfeccionan los medios para que los inversionistas –banca privada internacional, fondos de inversiones, tesorerías de transnacionales– puedan contar con garantías para las exportaciones de utilidades y la reestructuración de deudas ante eventuales crisis o problemas de solvencia por parte de países o empresas del mundo en desarrollo.



Aún más, quienes observan problemas por el desarrollo de las crisis financieras sostienen que la liberalización de los mercados financieros tiene atractivos beneficios, no existiendo mejor solución (Eichengreen, 2000). Según esta lectura, la liberalización financiera doméstica e internacional van de la mano y, junto con el incremento en los flujos de capital en el planeta, son inevitables e irreversibles. De acuerdo con este enfoque, las crisis financieras

no ocurren al azar. Más bien afectan a países cuyos gobiernos sientan las bases para la caída. Algunos lo han hecho al seguir políticas incongruentes, poniendo en marcha imprudentes políticas fiscales y monetarias expansionistas incoherentes con su intención de estabilizar el tipo de cambio; o dando garantías implícitas al sistema bancario, que estimulan préstamos insensatos y conducen a una crisis bancaria que socava la confianza en la moneda y en la economía (Eichengreen, 2000: 163-164).

Como lo enfatiza Davidson en un ensayo crítico acerca de la obra de Keynes, según esta teoría –la de los mercados eficientes– la aparición de las crisis monetarias es un dispositivo disciplinario necesario (Davidson, 2001: 14). La corriente dominante en el campo de la teoría económica y amplios grupos de dirigentes que están en los puntos clave de la toma de decisiones en materia de política económica se encuentran aferrados a una concepción que considera a las crisis de liquidez, las recesiones y las depresiones como un medio que elimina a los productores ineficaces y restablece la salud económica. De Angelis sostiene que, considerando la economía global y las condiciones más pertinentes para generar ganancias, las crisis de liquidez tienen la función sistémica de ayudar a garantizar que se hagan cumplir los patrones de competitividad o los movimientos hacia una mayor integración global (De Angelis, 1999–2000).

La idea de que las crisis de liquidez son un mecanismo para fortalecer la competitividad y apoyar la integración global de los mercados financieros no constituye una novedad en la política ejecutada por el gobierno de Estados Unidos (Davidson, 2001). En el pasado, ha sido una política de los tiempos de la depresión y la gran crisis, que no fue capaz de restablecer las condiciones para el crecimiento y la estabilidad estructural en la acumulación. Esta concepción fue presentada en forma simple y contundente por el secretario del Tesoro del presidente Hoover, Andrew Mellon, como el único recurso que debía guiar la acción gubernamental y la herramienta necesaria para hacer frente a la recesión en curso a principios de los años treinta. En sus memorias, Hoover afirma:

El señor Mellon tenía una sola fórmula. Dar liquidez al empleo, dar liquidez a las acciones, dar liquidez a los campesinos, dar liquidez a

todos los bienes inmuebles. Esto purgará lo podrido del sistema [...] La gente trabajará con más esfuerzo, llevará una mejor vida moral (Hoover, 1952: 30).

Davidson concluye en una dirección radicalmente diferente, sosteniendo el punto de vista de Keynes, quien insistía en que la crisis de liquidez no era necesariamente un purgante que restauraba la salud económica. Por el contrario, desde este enfoque, los procesos de liquidación y el desempleo son un escándalo y un desperdicio de recursos (Davidson, 2001: 14).

En consistencia con esta conclusión –y dado lo avanzado de los procesos que eliminan los límites para los movimientos internacionales del capital, la supresión de todo compartimiento o diferenciación entre las instituciones financieras en las más diversas economías, el desplazamiento de los medios internos en la constitución del circuito del crédito en los países en desarrollo, la conversión de deudas internas en deudas externas y el constante incremento de las deudas de corporaciones y hogares (asunto particularmente delicado en el caso de la economía de EE.UU.)– es que se sostiene imprescindible, urgente y perentorio establecer controles a los flujos internacionales de capital, un régimen regulado en materia de tipos de cambio que anule las operaciones de arbitraje de divisas, y reglamentaciones en los sistemas de créditos nacionales y regionales que vinculen esta actividad al financiamiento del aumento de la capacidad de producción y al empleo productivo y estable.

#### DESREGULACIÓN FINANCIERA, LIBRE MOVILIDAD DE CAPITALES Y PENETRACIÓN DE LA BANCA EXTRANJERA EN AMÉRICA LATINA

A principios de la década pasada, aun cuando en el conjunto de los países de América Latina se aplicaban las políticas del Consenso de Washington, la participación de la banca extranjera en los activos de la banca de la región era mínima. Entre las mayores economías de la región, el porcentaje más alto –como se observa en el Cuadro 1– correspondía a Chile, que llevaba años aplicando políticas privatizadoras y buscando el apoyo del capital extranjero. En otras de las mayores economías –por ejemplo, México y Argentina– hacía años que se avanzaba en la desregulación financiera y la apertura del mercado de capitales, no obstante lo cual, la mayor parte de los activos bancarios era propiedad de capitales del país e incluso era importante la banca en manos del Estado.

**CUADRO 1**  
**PARTICIPACIÓN DE LA BANCA EXTRANJERA EN LOS ACTIVOS**  
**DE LA BANCA LATINOAMERICANA, 1990-2001 (%)**

	<b>1990</b>	<b>1994</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Argentina</b>	10	18	49	49	61
<b>Brasil</b>	6	8	17	23	49
<b>Chile</b>	19	16	54	54	62
<b>Colombia</b>	8	6	18	26	34
<b>México</b>	-	1	19	24	90
<b>Perú</b>	4	7	33	40	61
<b>Venezuela</b>	1	1	42	42	59

Fuente: CEPAL, 2002.

En México, la privatización de la banca ejecutada entre los años 1990 y 1992 consideró la participación exclusiva de capitales del país como parte de un proyecto que buscó la constitución o el fortalecimiento de grupos empresariales y financieros capaces de construir una relación distinta con la economía mundial (Vidal, 2001; 2002). En Brasil, el programa de privatizaciones contemplaba en su primera etapa la venta de algunas grandes empresas industriales, buscando igualmente apoyar el crecimiento de diversos corporativos del país (BNDES, 1997; 1998; Vidal, 2001). Con la caída de Fernando Collor de Mello, en 1992, el programa de privatizaciones se frenó y no es sino hasta avanzada la segunda mitad de la década del noventa que se procede a una suerte de privatización indiscriminada que no distingue entre capitales del país y del extranjero.

En otras economías las privatizaciones prosperaron, y también el ingreso de capitales del exterior. Sin embargo, en la banca no aumentó significativamente la presencia del capital extranjero. Incluso en el TLCAN, que entró en vigor en enero de 1994, México mantuvo reservas en materia de banca, estableciendo protecciones temporales para evitar el ingreso de bancos extranjeros y la participación de capitales del exterior en este sector (Armendáriz y Mijangos, 1995: 258-301). En la segunda parte de la década, la situación cambió rápidamente (ver Cuadro 1).

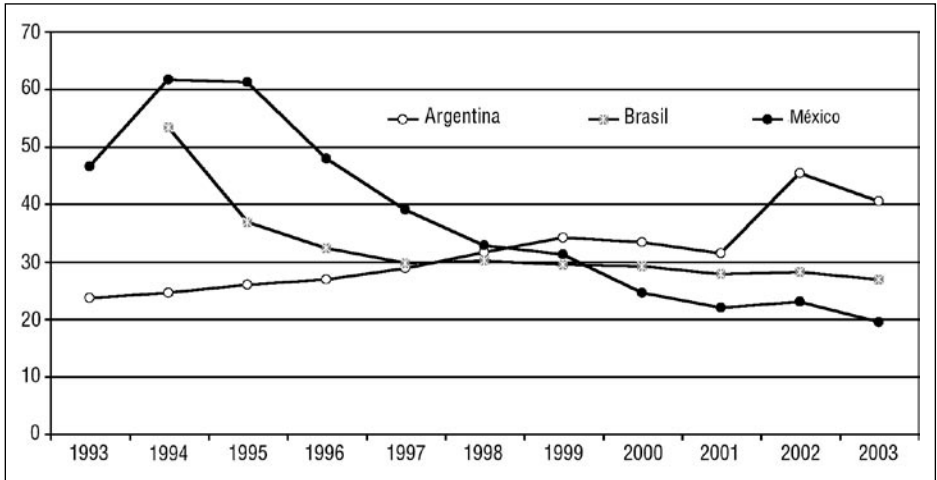
El incremento de la participación del capital extranjero en la segunda parte de los años noventa implica cambios importantes en la estrategia de reforma de los sistemas financieros y en el tipo de participación de los capitales privados que se busca promover en varios países. Estos cambios son el resultado de la política económica ejecutada en la primera parte de los años noventa.

En el terreno financiero convergen dos procesos. Un nuevo ambiente macroeconómico y la contratación de créditos en el exterior por parte de los bancos, que en conjunto propiciaron el desarrollo de crisis bancarias y monetarias (Correa, 1998). Inmediatamente después de realizar privatizaciones bancarias en algunos países del área y avanzar en la desregulación financiera y en los procesos de apertura a los movimientos de capital, hay en varios países de América Latina un importante crecimiento del crédito, principalmente debido a créditos para el consumo o hipotecarios, con liberalización de las tasas de interés. A la vez, los bancos toman recursos de fuentes externas. Prospera el sobreendeudamiento y, ante cambios en los flujos internacionales de capital, las crisis bancarias se precipitan.

En los años 1994 y 1995 hay crisis bancarias en Argentina, Bolivia, Brasil, Costa Rica, Ecuador, Jamaica, México, Paraguay y Venezuela (Lindgren, García y Saal, 1996). Se puede sostener que las crisis bancarias y financieras son un elemento que impulsa las reformas económicas, acelerando la apertura y la liberalización financiera (Correa, 2003). Frente a estas crisis, los gobiernos realizan nuevas reformas y adoptan una política explícita de atracción de la banca internacional (CEPAL, 2003). Así, al lado de las crisis bancarias, se sucedieron los rescates de los bancos por cuenta del Estado. Los bancos, una vez rescatados utilizando fondos públicos, cambiaron de dueño, avanzando la presencia de los capitales del exterior. El dato es particularmente notable en algunos países, entre ellos México, Chile, Perú y Argentina (ver Cuadro 1).

Sin embargo, y este es un elemento específicamente sobresaliente para los efectos de este artículo, la mayor presencia de la banca extranjera no se expresa en una profundización de los mercados financieros –por lo menos para el caso de varias de las mayores economías del área– ni tampoco hay una contribución relevante al financiamiento del proceso de inversiones. En México, no obstante ser la economía con la mayor participación de banca extranjera, que incluye a fondos de pensión y compañías de seguro, la oferta de dinero (M2) como proporción del PIB es en 1992 del 29% y en 2000 del 21%. En Brasil es en 1996 del 28% y en 2000 del 29% (CEPAL, 2003: 120).

GRÁFICO 1  
 PROFUNDIZACIÓN DEL CRÉDITO EN MÉXICO, BRASIL, ARGENTINA, 1993-2003  
 (CRÉDITO TOTAL COMO PROPORCIÓN DEL PBI)



Fuente: elaboración propia con información del Banco Central de la República Argentina; INDEC; Banco Central Do Brasil; Banco de México (2004).

En México, el crédito otorgado por el sistema bancario como proporción del PIB ha estado cayendo sostenidamente en los últimos años hasta alcanzar el 20% en el año 2003 (ver Gráfico 1). En el año 1994 equivale al 61,6% del producto. En Brasil también hay una clara tendencia a la baja en la primera parte de los años noventa y hasta 1997 (ver Gráfico 1). En 1998 equivale al 30% del PIB y continúa bajando ligeramente hasta el 26,8% del producto. El incremento que se observa en la participación de la banca extranjera en el período de 1999 a 2001 (ver Cuadro 1) no implica ampliación del sistema de crédito. En Argentina, los incrementos en el peso del crédito en relación con el PIB que se suceden desde 1992 hasta 1999 parten de una muy baja proporción, muy cercana al 20%. Además, incluyen una importante cantidad de crédito en moneda extranjera. En los años siguientes, en el contexto de una nueva crisis bancaria y cambiaria, hay una drástica contracción que sólo se frena en el año 2002 con un amplio aumento del crédito al gobierno y del crédito en moneda nacional. Hay también un retiro de las inversiones de algunos bancos extranjeros y un claro fortalecimiento de la banca estatal.

Son estos hechos los que permiten avanzar en la hipótesis de que el aumento de la participación de la banca extranjera en los ac-

tivos de la banca que opera en América Latina es parte de una nueva estructura monetaria fundada en la intermediación internacional que no constituye una fuerza positiva del proceso de formación de capital articulado con la expansión de los mercados internos de los diversos países del área.

En México, la participación del capital extranjero en la banca, los seguros y otras instituciones financieras continúa creciendo en el período de 2000 a 2003. Se han presentado varias ofertas para aumentar el capital en bancos que estaban en control de socios extranjeros, se han realizado compras por el total del capital, y los bancos extranjeros han vendido porciones de sus acciones a otras instituciones financieras extranjeras. Los bancos implicados son cuatro de los cinco mayores del país y, en el año 2002, el segundo, tercero, octavo y doceavo en América Latina según el monto de sus activos (ver Cuadro 2).

Una operación implicó la salida del capital de Santander Central Hispano, la no consideración de la oferta de ING de Holanda y la adquisición de la totalidad del banco por HSBC con matriz en Inglaterra. El banco comprado en México tenía el nombre de Bital. En otra hay una venta en el año 2002 del 24,9% del capital de Santander Serfín a Bank of América por cuenta de los españoles de Santander Central Hispano que habían concluido la compra del banco en México en el año 2000 y apenas avanzaban en su integración operativa: el objetivo de la venta es lograr una asociación que permita participar en el manejo de las remesas que los trabajadores mexicanos envían desde EE.UU. a sus familias en México. También se incluye la mayor adquisición hasta la fecha en el caso de instituciones financieras: la compra de Banacci-Banamex por Citigroup en el año 2001, y recientemente la oferta de los españoles de BBVA por el resto del capital que no controla de BBVA-Bancomer.

Sólo en el caso de Brasil hay una estructura bancaria financiera que sigue contando con los mayores bancos en manos del Estado o de capitales del país y con una estrategia de fortalecimiento de esas firmas e instituciones. Bradesco, Itaú y Unibanco, todos ellos controlados por capitales del país, son en el año 2002 respectivamente el quinto, séptimo y noveno banco de la región por activos; mientras que los estatales Banco do Brasil y Caixa Econômica General son el primero y el cuarto respectivamente (ver Cuadro 2). En los años 2001 y 2002 Bradesco, Itaú y Unibanco efectuaron la recompra de varios paquetes accionarios. Además, Bradesco ha participado en varias privatizaciones e incluso adquirió a principios del año 2003 los intereses de BBVA en Brasil, ampliando su red de asociaciones. También Itaú y Unibanco han realizado compras de algún banco o de otras firmas financieras.

**CUADRO 2**  
**LOS 25 MAYORES BANCOS EN AMÉRICA LATINA 2001-2002**  
 (CLASIFICADOS POR ACTIVOS)

2002	2001	Banco	País	Activos <sup>i</sup>
1	1	Banco do Brasil	Brasil	59.150
2	5	Banamex	México	39.543
3	3	BBVA Bancomer	México	39.104
4	4	Caixa Econômica Federal	Brasil	36.348
5	2	Bradesco	Brasil	29.501
6	10	Banco Santander Chile <sup>ii</sup>	Chile	27.666
7	6	Banco Itaú <sup>iii</sup>	Brasil	22.712
8	7	Banco Santander-Serfin <sup>iv</sup>	México	20.194
9	8	Unibanco	Brasil	19.329
10	19	Banorte <sup>v</sup>	México	18.308
11	21	Banco de Chile <sup>vi</sup>	Chile	16.432
12	9	Banespa-Santander Brasil <sup>vii</sup>	Brasil	15.541
13	12	Bital <sup>viii</sup>	México	14.772
14	15	Banco del Estado de Chile	Chile	13.692
15	14	ABN-Amro Bank	Brasil	10.746
16	18	JP Morgan Chase Bank	Chile	10.350
17	28	Banco de Crédito e Inversiones	Chile	9.511
18	11	Banco de la Nación Argentina	Argentina	8.720
19	29	Citibank	Chile	8.719
20	26	Nossa Caixa	Brasil	8.099
21	27	Scotiabank Inverlat	México	7.694
22	16	Banco de la Provincia de Bs. As.	Argentina	7.452
23	72	Deutsche Bank	Chile	7.286
24	23	HSBC Bank Brasil	Brasil	7.151
25	24	Banco Safra	Brasil	7.051

Fuente: elaboración propia con información de *Latin Trade*, (2003-2004)

i Activos para el año 2002 en millones de dólares.

ii Fusión con Banco Santiago.

iii No se consideran los activos de Banco Itaú BBV.

iv Santander Central Hispano compró ambos bancos y los integró.

v Fusión con Bancrecer.

vi Fusión con Banco Edwards.

vii Santander Central Hispano es dueño de ambos bancos.

viii Comprado por HSBC con matriz en Inglaterra.

En Argentina, no obstante la penetración del capital extranjero y la destrucción del sistema financiero de los últimos años, se mantienen dos importantes bancos con capital del Estado: el Banco de la Nación Argentina y el Banco de la Provincia de Buenos Aires. El primero ha jugado un papel significativo en la recuperación del sistema de crédito de los últimos años. Así, en México, el país donde mayor es la presencia de la banca extranjera, mayor ha sido la disminución del crédito. Pero además, gran parte de ese crédito corresponde al propio programa de rescate de la banca con fondos públicos que es realizado por el FOBAPROA-IPAB (Correa, 2002; Vidal, 2002).

La experiencia de las últimas décadas de los países desarrollados permite sostener que el financiamiento para alcanzar un proceso de acumulación estable y de largo plazo ha contado siempre con estructuras financieras controladas nacionalmente. Incluso los recientes procesos de fusiones y compras *transfronterizas* no han modificado este hecho. Si esto sigue siendo un dato positivo, además de los controles y regulaciones en materia de movimientos internacionales de capital y del establecimiento de límites entre diversas formas del crédito, será necesario reconstruir las estructuras financieras nacionalmente controladas para contar con condiciones para el crecimiento sostenido en América Latina.

#### LA TRAMPA DE LA INESTABILIDAD: LIBERALISMO Y FINANCIARIZACIÓN DE LAS RENTABILIDADES

Los datos históricos no permiten afirmar que las economías alcancen un mejor desempeño cuando los mercados de capital operan según la libre movilidad del mismo. Conforme se han suprimido las regulaciones y leyes que limitaban los movimientos del capital y se opera con plena flexibilidad en los tipos de cambio, los resultados que se alcanzan en las diversas economías no mejoran, por lo menos en términos de PIB per cápita y productividad. Lo mismo para el caso de los países en desarrollo que para los desarrollados. Incluso, el comportamiento en las dos décadas más recientes de la economía de EE.UU., considerando el auge y crecimiento de los años noventa, confirma esta idea (Adelman, 1991; Palazuelos, 2000; 2002).

En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) el PIB per cápita crece desde 1973 hasta finales de la década del noventa en menos del 1,5%; mientras que la inversión en infraestructura y equipo y la productividad laboral crecieron con tasas inferiores a la mitad de las alcanzadas en los años previos a 1973, cuando se efectúan las primeras medidas en las principales economías que propiciarán el avance de la liberalización y desregulación financiera (Davidson, 2001: 7).



El incremento del PIB entre los países miembros de la OCDE en el período de 1961 a 1973 es de alrededor del 5% anual en cada uno de ellos –con las excepciones de Japón en el punto superior, con un aumento del 9,2%, y del Reino Unido en el punto inferior, con una cifra de 3,2%–. En los períodos 1974-1980 y 1981-1990, los incrementos son inferiores en promedio en un 50% a los alcanzados en la década del sesenta, incluyendo Japón que tiene tasas del 4,2% y 4,1%. En la década de los noventa hay un crecimiento aún menor del producto, con Japón a la cabeza con la mayor contracción desde los años de la Segunda Guerra Mundial (IFRI, 1997). Estados Unidos tiene un crecimiento medio real del PIB en los años de 1961 a 1973 del 4,5%, mientras que de 1974 a 1980 y de 1981 a 1990 fue del 2,9% y 3,0% respectivamente. En los años noventa, durante las dos administraciones de Clinton, cuando se produce el auge más prolongado con una duración de 115 meses y una amplia transformación tecnológica encabezada por la microelectrónica, la informática y las telecomunicaciones, el producto creció en promedio anual al 3,9%.

La denominada era de la nueva economía no logra superar los incrementos de los años sesenta. Sin embargo, a diferencia de lo acontecido en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial y hasta finales de la década del sesenta, el crecimiento en EE.UU. no es parte de un proceso que acompañe y empuje al conjunto de la economía mundial. En Europa no existe un ciclo de crecimiento equivalente. En Asia y América Latina hay diversos momentos en que las economías se contraen. Y, como ya lo mencionara en un texto anterior (Vidal, 2003: apartado 2), el ciclo de crecimiento en EE.UU. se acompaña del mayor período de estancamiento de la economía de Japón, sin que la reducción en la tasa de interés haya reactivado la economía por un largo tiempo y bajo las condiciones de una deflación abierta. Por ejemplo, las grandes empresas transnacionales de Japón no han participado de adquisiciones de activos importantes en América Latina y deben aceptar un incremento de la participación de otros capitales en algunas de sus matrices (Vidal, 2001). Tampoco se destaca la internacionalización de la banca japonesa desde el comienzo de la década pasada.

Además de la crisis en Japón, la economía mundial –como para el caso de América Latina mencionado en el apartado anterior– conoce a lo largo de los años noventa el estallido de diversas crisis monetarias y bancarias que se presentan en algún país o conjunto de países, pero que se traducen en inestabilidad para la totalidad de los mercados de capital, y que han reclamado la acción de gobiernos y organismos multilaterales. Son los casos de la crisis de 1992 en el Sistema Monetario Europeo; la crisis monetaria y bancaria de México de 1994 y 1995, que como mínimo causó serios problemas en las mayores economías de América Latina; la denominada crisis asiática de 1997 con un cla-

ro impacto en el conjunto de los mercados financieros incluidos los mercados bursátiles de Estados Unidos; la crisis rusa que comprometió nuevamente a los mercados bursátiles en 1998, seguida inmediatamente de la operación de rescate del fondo de cobertura Long-Term Capital Management convocada por la Reserva Federal de Nueva York con el apoyo de la Reserva Federal e involucrando recursos de Goldman Sachs, Merrill Lynch, J.P. Morgan y del principal banco suizo, UBS; inmediatamente después, la caída de Turquía, que demandó nuevamente recursos por cuenta del FMI; posteriormente, la crisis en Brasil en 1998 y 1999, y desde finales del año 2001 el derrumbe de Argentina y las operaciones de rescate de Uruguay y Brasil, esta última incluyendo el mayor crédito del FMI para fortalecer las reservas de un país. El ciclo se cierra con la recesión en EE.UU., que se produce en medio de dos importantes caídas bursátiles cuyos efectos en términos de reducción de patrimonios de algunos sectores de ese país y de acentuación de los niveles de endeudamiento de empresas y familias aún no se desarrollan plenamente (Vidal, 2003).

La recesión de la economía de EE.UU. es un dato particularmente relevante, dado lo que se puede conceptuar como la *excepcionalidad* de Estados Unidos. Durante los últimos años, las políticas de liberalización, desregulación y privatización han permitido el avance de las colocaciones financieras múltiples, de los intermediarios financieros, pero también de la IED y de los intercambios de mercancías y servicios. Han tenido un papel institucional fundador de la mundialización del capital, pero también de un régimen de acumulación con dominación financiera. Es un proceso que crea –como sostiene Chesnais– condiciones de crecimiento pasajero, abierto a un número muy pequeño de países (Chesnais, 2001: 22). No es un régimen mundial en el sentido de que abarque en una totalidad sistemática al conjunto de la economía mundial. Por el contrario, opera sobre la base de la exclusión y la concentración: es el mundo de la tríada excluyente (Castaingts, 2000). La acumulación se organiza en los tres puntos de la tríada, siendo EE.UU. y las principales empresas e instituciones financieras con matriz en ese país los que establecen las tendencias fundamentales (Chesnais, 2003). El crecimiento que se alcanza es lento, con amplias zonas en estancamiento o con recesiones recurrentes y que funcionan como proveedoras de excedente. El régimen de acumulación con dominación financiera se establece en pocos países y es intrínsecamente frágil (Lordon, 1999; Vidal, 2003; Chesnais, 2001; 2003). Chesnais concluye que “...únicamente en EE.UU. el régimen de acumulación con dominación financiera se ha implantado plenamente y afirmado todos sus rasgos” (Chesnais, 2001: 26).

La *excepcionalidad americana* se soporta en el tipo de desempeño económico que alcanzan otras regiones y países. Si esto es correcto, las crisis monetario-bancarias y de cambios que se multiplican a lo largo

de los últimos quince años son un componente estructural de este régimen de acumulación (Vidal, 2003; Chesnais, 2003). Y en tanto tal, son un medio que mantiene y profundiza el problema de la determinación externa del crédito para muy diversas economías.

En EE.UU. –como lo destaca Minsky en un artículo que tiene entre sus principales contenidos lo que su autor denomina las resonancias entre 1933 y 1993– no ocurre ninguna amenaza seria de crisis financiera entre el fin de la Segunda Guerra Mundial y 1968. En ese año se presenta la crisis en el mercado de papel comercial por la quiebra del Penn Central Railroad. En los años siguientes, las intervenciones de la Reserva Federal para abortar o controlar crisis financieras se han multiplicado (Minsky, 1994: 154). Minsky agrega que la evolución de las instituciones y los mercados en los años ochenta volvieron ineficaces o suprimieron las estructuras y anularon las restricciones para el uso extendido de cualquier medio de endeudamiento.

El resultado fue una serie de crisis de las instituciones financieras y corporaciones sobre-endeudadas. Una gran depresión no ha sucedido en el inicio de los años noventa porque el gobierno ha validado las deudas de las instituciones financieras que se volvieron insolventes y el vasto déficit gubernamental ha sostenido las ganancias (Minsky, 1994: 160).

Un ejemplo notable fue el caso de las Asociaciones de Ahorro y Préstamo.

Sin embargo, conforme avanzaron los años noventa, los restos de las reglamentaciones creadas para limitar los efectos negativos del liberalismo de los años veinte y de los años de la gran depresión, así como la separación y distinción por tipos de mercado entre las instituciones financieras, fueron suprimidas. Las familias desplazaron sus ahorros desde depósitos bancarios hacia activos financieros, se multiplicaron las instituciones financieras no bancarias, y se han ido eliminando las restricciones para la colocación de recursos por los fondos de pensiones, como también para que sociedades de inversión y fondos compren papeles en el extranjero.

Para el año 2000 se había dado un paso definitivo: habían desaparecido los restos de la ley Glass–Steagall aprobada en el año 1933 y la Bank Holding Company Act de 1956. En otras economías se ha estado actuando en la misma dirección. Por ejemplo, en las economías europeas las empresas pasaron de un régimen de financiamiento por medio de los bancos a otro fundado en emisiones de acciones, colocaciones de títulos de deuda y manejos de tesorería. Es un mecanismo de financiamiento que Hicks definió como economía de fondos propios, frente al previo, entendido como economía de endeudamiento (Plibon, 2003). En una economía de fondos propios crece la importancia de los accionistas, de los fondos de inversión extranjeros y en general de la *financiarización* de la gestión de las empresas (Plibon, 2003).

Las grandes empresas con matriz en los países de América Latina también han desarrollado un esquema de financiamiento con fondos propios. Sin embargo, las colocaciones de títulos de deuda se realizan principalmente en el mercado de EE.UU. y en dólares. Los manejos de tesorería también son, en gran parte, en moneda extranjera. Además, como se destaca desde líneas previas, en gran cantidad de economías en desarrollo se ha suprimido toda restricción a los movimientos de entradas y salidas de capital, se da trato equivalente a capitales del país y del exterior; no hay límites ni regulaciones que diferencien las formas de colocar recursos y emitir documentos por cuenta de las instituciones financieras (e incluso de brazos financieros de corporaciones) y no existen restricciones para el uso extendido de cualquier medio de endeudamiento. El resultado es el fortalecimiento de la intermediación internacional del crédito y la continua merma del excedente económico, entendido a la manera de Baran (1959), con lo que se vulneran las condiciones de la acumulación o se generan tendencias al estancamiento económico.

Los títulos emitidos por los gobiernos son libremente adquiridos, por lo que en diversos casos su liquidación involucra el uso de divisas extranjeras. En los hechos, comienza a borrarse la diferencia entre deuda pública externa y deuda pública interna. El FMI advierte este cambio (FMI, 2003), pero insiste –como se expuso en el apartado primero de este documento– con que no representa un problema en tanto se mantenga el proceso de integración de los mercados financieros. Como en los años veinte, se proclama la era de la *nueva economía*; sin embargo, la fragilidad financiera no cesa y se multiplica la desigualdad social y la desintegración en las más diversas sociedades.

Además de la destrucción de las reglas e instituciones que emergen de la anterior crisis de regulación, las empresas que efectivamente conducen los procesos de crecimiento tienen una dimensión más allá de sus estados nacionales. Un grupo de grandes compañías cuenta con una estrategia mundial de ventas; organiza su producción considerando plantas y procesos en diversos espacios; mantiene filiales en diversas regiones dada la naturaleza de los mercados en que participa –por ejemplo: energía, telecomunicaciones, turismo, ventas de alimentos procesados, banca y servicios financieros–; cuenta con procesos de reclutamiento de personal de carácter internacional y coloca recursos financieros; maneja su tesorería o desarrolla su brazo financiero –para el caso de las empresas no financieras– considerando los más diversos mercados y la adquisición de títulos y documentos privados y públicos lo mismo en EE.UU. como en Europa, Asia del Este y del Sudeste, y las principales plazas en América Latina (Andreff, 1996; Chesnais, 1997; Vidal, 2003).

Para América Latina, la mayor presencia de empresas transnacionales, aun cuando tengan activos en la industria o en actividades comerciales, significa un incremento de la determinación externa del

financiamiento. En diversos casos esas compañías realizan actividades financieras tan importantes como la operación de otros activos. Pero incluso las utilidades, el pago de licencias y marcas y aun las transacciones de mercancías entre la matriz y sus filiales son un dato clave en las cuentas de divisas. Pero además, las operaciones por cuenta de las tesorerías de las grandes empresas explican gran parte de las transacciones de arbitraje de divisas, que es la mayoría de lo que se mueve día a día en los mercados financieros internacionales (Chesnais, 1997).

No obstante, los centros de decisión de las firmas se ubican en un punto en el que se resuelven las estrategias planetarias y se toman las decisiones sustantivas a propósito del crecimiento, inversiones y colocaciones de las firmas. La relación entre conjuntos de empresas transnacionales y Estado no se ha roto del todo y puede ser significativa en algunos casos. Es así –por lo menos es una hipótesis de trabajo en este documento– para el caso de Estados Unidos. De tal suerte que el régimen de acumulación con dominación financiera se apoya en su construcción al interior de EE.UU., como también en su despliegue internacional en las políticas ejecutadas por el Estado de Estados Unidos. Pero también se acompaña –mediando, sin duda, disputas– por la gestión y crecimiento de un reducido grupos de empresas transnacionales. Hay gobiernos y grupos de grandes empresas que están aceptando la condición de socios de los capitales de EE.UU., y avanzan instrumentando los medios para crear condiciones que les permitan obtener pequeñas rentabilidades o empresas que buscan disputar algunos mercados con las firmas de Estados Unidos. En síntesis, para los efectos de este documento: la compañía transnacional –teniendo en cuenta las diferencias nacionales y las relaciones profundamente asimétricas y no estables que se han construido entre ellas– es un dato relevante en la organización de la economía mundial, y considerando este elemento es que debe procederse a reconstruir las estructuras financieras y las relaciones económicas internacionales.

## CONCLUSIONES

La liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos realizada en todas las economías más importantes de América Latina, sumadas a cambios en las reglas para la participación del capital extranjero en la zona, han permitido que aumente significativamente la participación de la banca extranjera en la región. El método utilizado para crecer por los bancos extranjeros ha sido la compra de activos. Es en la segunda mitad de los años noventa cuando la participación de la banca extranjera en la región se vuelve determinante. En esos mismos años, como se estudia en el segundo apartado del texto, no hay profundización del crédito. Por el contrario, la banca extranjera actúa en América Latina como un elemento más de una estructura de

financiamiento definida desde el exterior y que es propia de un régimen de acumulación por el tributo. La banca extranjera en América Latina es un componente del régimen de acumulación con dominación financiera, que está más desarrollado en Estados Unidos. Las empresas transnacionales con matriz en ese país y algunas otras más se benefician igualmente de ese régimen de acumulación, que tiene entre sus características lo que se ha definido como la *excepcionalidad americana*.

Como se argumenta en la tercera parte del texto, la denominada integración global de los mercados no produce resultados positivos globales en el desempeño económico. Las crisis bancarias y cambiarias son un componente estructural de esta forma de organización del capitalismo, sin que se modifique la debilidad del proceso de inversiones. Como lo evidenció la crisis Argentina, la banca extranjera no aporta ningún medio para enfrentar los procesos de crisis cambiaria y bancaria. Por ello, debe procederse a restablecer los sistemas de crédito en cada país. Esto implica contar con bancos cuya dinámica esté asociada a la producción y su financiamiento en ese mismo espacio económico. Un sistema de crédito vinculado a la actividad de los países de la región de América Latina, que se profundice en la medida en que aumenten la inversión y el crecimiento económico, será sin duda parte de una alternativa que permita desarrollar la capacidad de producción y generar los medios para que las necesidades productivas de hombres y mujeres en los diversos espacios geográficos de la región puedan comenzar a cubrirse íntegra y globalmente.

## BIBLIOGRAFÍA

- Adelman, I. 1991 "Long term economic development". *Working Paper* N° 589 (Berkeley: California Agricultural Experiment Station), March.
- Andreff, W. 1996 *Les multinationales globales* (Paris: La Découverte).
- Armendáriz, P. y Mijangos, M. 1995 "Retos de la liberalización en el Tratado de Libre Comercio: el caso de los servicios bancarios" en Girón, A.; Ortiz, E. y Correa, E. (comp.) *Integración financiera y TLC: retos y perspectivas*, 1° edición (México: Siglo XXI).
- Baran, P. 1959 *La economía política del crecimiento*, 1° edición (México: Fondo de Cultura Económica).
- BNDES 1997 *Brazilian Privatization Program, Report of activities 1997* (Río de Janeiro: BNDES).
- BNDES 1998 *Privatizações no Brasil 1991-1998* (Río de Janeiro: BNDES), julio.
- Castaingts, J. 2000 *Los sistemas comerciales y monetarios en la tríada excluyente* (México: Plaza y Valdés y UAM Iztapalapa).
- CEPAL 2002 *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe* (Santiago de Chile).

- CEPAL 2003 *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe 2002* (CEPAL) 8 de abril. En <<http://www.eclac.cl/ddpe/default.asp>>.
- Correa, E. 1998 *Crisis y desregulación financiera* (México: Siglo XXI).
- Correa, E. 2002 “FOBAPROA e IPAB: crisis y ocaso de los bancos mexicanos” en Correa, E. y Girón, A. (comp.) *Crisis y futuro de la banca en México* (México: Miguel Ángel Porrúa Editor).
- Correa, E. 2003 “Los sistemas financieros en América Latina: algunas transformaciones”, mimeo.
- Chesnais, F. 1997 *La mondialisation du capital* (Paris: Syros).
- Chesnais, F. 2001 *La théorie du régime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations*. Ponencia presentada en el Forum de la régulation, Paris, 11 y 12 de octubre, mimeo.
- Chesnais, F. 2003 “¿Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual?” en Chesnais, F. y Plibon, D. (coord.) *Las trampas de las finanzas mundiales* (Madrid: AKAL).
- Davidson, P. 2001 “John Maynard Keynes y la economía del siglo XXI” en *Comercio Exterior* (México: Banco Nacional de Comercio Exterior) Vol. 51, N° 1, enero.
- De Angelis, M. 1999-2000 “Capital movements, Tobin tax and permanent fire preventions” in *Journal of Post Keynesian Economics* (Armonk, New York) Vol. 22, N° 2.
- Eichengreen, B. 2000 *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional* (México: Oxford University Press).
- Hoover, H. 1952 *The memories of Herbert Hoover. The great depression 1929-1941* (New York: Macmillan).
- IFRI 1997 *RAMSES 98* (París: Dunod).
- IMF 2003 *World Economic Outlook*, September. En <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2003/02/>>.
- IMF 1997 *International Capital Markets* (Washington: IMF) November.
- LatinTrade* 2003/2004 “Los 100 mayores bancos”. En <<http://www.latintrade.com>>.
- Lordon, F. 1999 “Le nouvel agenda de la politique économique en régime d'accumulation financiarisé” en Duménil, G. y Lévy, D. (coord.) *Le triangle infernal: crise, mondialisation, financiarisation* (Paris: PUF).
- Minsky, H. 1994 “Full employment and economic growth as an objective of economic policy: some thoughts on the limits of capitalism” in Davidson, P. y Kregel, J. A. (edit.) *Employment, growth and finance* (England and United States.: Edgar Elgar).
- Palazuelos, E. 2000 *Estructura económica de Estados Unidos* (Madrid: Síntesis).
- Palazuelos, E. 2002 “Estados Unidos: esplendor y oropel de la Nueva Economía. Del auge a la recesión” en Palazuelos, E. y Vara, M. J.

- (coord.) *Grandes áreas de la economía mundial* (Barcelona: Ariel Economía).
- Parguez, A. 1992 “La era de la austeridad” en *Investigación Económica* (México: Facultad de Economía, UNAM) N° 201, julio–septiembre.
- Plibon, D. 2003 “La economía de fondos propios: un nuevo régimen de acumulación financiera” en Chesnais, F. y Plibon, D. (coords.) *Las trampas de las finanzas mundiales* (Madrid: AKAL).
- Summers, L. H. and Summers, V. P. 1989 “When financial markets work too well: a cautious case for a securities transactions tax” in *Journal of Financial Services Research* (New York), N° 3.
- Vidal, G. 2003 “La contracción económica en Estados Unidos, los mercados financieros internacionales y los flujos internacionales de capital: los multiplicadores de la inestabilidad” en Rozo, C. (coord.) *Capital global e integración monetaria* (México: Miguel Ángel Porrúa Editor).
- Vidal, G. 2002 “Bancos, fortunas y poder: una lectura de la economía en el México del 2000” en Correa, E. y Girón, A. (comp.) *Crisis y futuro de la banca en México* (México: Miguel Ángel Porrúa Editor).
- Vidal, G. 2001 *Privatizaciones, fusiones y adquisiciones. Las grandes empresas en América Latina* (Barcelona: Anthropos).



EUGENIA CORREA\*

BANCA EXTRANJERA EN  
AMÉRICA LATINA\*\*

INTRODUCCIÓN

Los sistemas financieros de todo el mundo han sufrido cambios profundos en los últimos años, impulsados por el acelerado cambio tecnológico, la innovación financiera y el proceso de conglomeración económica. La explicación de estas transformaciones debe considerar la creciente injerencia en las políticas domésticas del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial (BM), a raíz del elevado endeudamiento de estas economías con los megaconglomerados financieros. La desregulación y apertura, lejos de incrementar el ahorro y disminuir los costos financieros de la inversión, han significado fragilidad e inestabilidad financieras, pérdida de confianza en la moneda y en las instituciones. Acreedores y diversos inversionistas extranjeros se han beneficiado de las rentas que proceden de la titulación de la deuda y de activos produc-

\*Profesora del Posgrado en Economía y miembro de la Unidad de Investigación en Economía Fiscal y Financiera en el Instituto de Investigaciones, UNAM. Miembro de la Academia Mexicana de Ciencias, del Sistema Nacional de Investigadores, de la Red Eurolatinoamericana de Estudios del Desarrollo Celso Furtado y de la International Society for Intercommunication of New Ideas.

\*\*La autora agradece el invaluable apoyo de los becarios Martín Peña, Roberto Soto, Aderak Quintanilla, Alejandro López y Atón Herrastí, y de la DGAPA al proyecto "Reformas y Asimetrías Financieras: Regulación y Cooperación Financiera Regional", bajo la responsabilidad de la Dra. Alicia Girón.

tivos, lo que constituyó uno de los mayores atractivos para la expansión de consorcios financieros extranjeros.

En los años setenta, la deuda externa, las nuevas condiciones de contratación en vencimiento, tasas de interés y la preeminencia de nuevos acreedores fue la puerta que condujo a los países de la región, uno a uno, a profundas transformaciones en los sistemas financieros domésticos, al rompimiento de relaciones más o menos estables de financiamiento entre las empresas locales y los bancos, y al descrédito y quebranto de la moneda local, del crédito y de las relaciones financieras e instituciones vinculadas con esta.

Las ideas acerca de los mercados financieros reprimidos y el planteamiento de la necesidad de liberarlos con el objetivo de incrementar el ahorro y la inversión fueron creciendo, en el discurso y en la práctica, entre las autoridades políticas y financieras en los países de la región. La diversidad regional se diluye cuando se trata de la penetración y expansión de la filosofía de libre mercado que motivó las políticas de liberalización y apertura.

Las transformaciones acaecidas por las reformas estructurales inspiradas-impulsadas por las sucesivas renegociaciones de la deuda externa con el FMI y el BM y por las crisis financieras incluyen tres generaciones de reformas. La primera, bajo la crisis de deuda de los primeros años de la década del ochenta, cuando básicamente se empuja a la apertura y liberalización financieras; la segunda, que levanta el edificio institucional, organizativo, contable, regulador y de supervisión de los mercados con creciente presencia de intermediarios financieros no bancarios y promueve la modificación de los sistemas de pensiones. Una tercera generación de reformas está en curso, a partir del crecimiento de la presencia de consorcios financieros extranjeros con posicionamiento sistémico, principalmente fomentando los mercados de productos derivados y acuerdos y regulaciones de carácter internacional, y buscando recuperar la credibilidad y el poder perdidos del FMI y el BM.

Especialmente en lo que toca a las relaciones de financiamiento, los sistemas financieros de la región van expresando las múltiples relaciones de fuerza e intereses entre los diferentes actores. Así, indican la trayectoria de cambio en las relaciones de poder y en el bloque hegemónico. Las nuevas modalidades que adquieren las relaciones de financiamiento no dependen de la discusión de modelos financieros o conceptos en estructuras financieras, sino del juego de intereses económico-sociales. Durante los últimos años del pasado siglo, en el curso de la ola de conglomeración financiera, la región se constituyó, o al menos algunos países, en una de las arenas de la competencia financiera conglomerada. En este trabajo se pretende exponer algunas de las principales tendencias que explican la creciente presencia de la

banca extranjera en América Latina, sus características y consecuencias sobre el financiamiento.

## REFORMAS ESTRUCTURALES Y FLUJOS DE CAPITAL

Los sistemas financieros de la región empezaron a cambiar desde los años setenta, cuando algunos grandes bancos habían emprendido su expansión extraterritorial para enfrentar las nuevas condiciones de la competencia financiera, participando en los sindicatos bancarios que prestaron a los gobiernos de las mayores economías de la región desde el euromercado (Correa, 1992). Los grandes bancos de la región buscaron enfrentar la nueva competencia, en un mercado que se internacionalizaba rápidamente a partir de la quiebra del patrón oro-dólar. Pero al mismo tiempo, estos flujos de crédito competían con sus actividades locales, de manera que las tasas de interés activas y pasivas y los instrumentos de captación fueron adaptándose a estas nuevas condiciones. Por ello, las tasas de interés internas empezaron a estar estrechamente vinculadas a las prevalecientes en los mercados internacionales, y se alejaban así de las condiciones económicas de cada país. Así, desde finales de los años setenta, los mercados financieros de la región fueron entrando en una dinámica de inestabilidad y crisis relacionada con la dolarización, con la elevación de las tasas de interés reales y su vínculo con las tasas internacionales en dólares. La crisis de deuda en los años ochenta afectó gravemente los balances financieros, limitándose drásticamente la expansión de los activos bancarios, y presentándose situaciones de estrés, quiebra de bancos y la primera ola de crisis bancarias.

En los años ochenta, el cierre de los mercados internacionales de capital, y especialmente la negativa de la banca extranjera y transnacional a aumentar su crédito con la región, convirtió a las mayores economías en exportadoras netas de capital, condición que sólo habían abandonado por algunos años de la década del setenta. Gobiernos, bancos de desarrollo y empresas privadas dejaron de tener acceso al llamado mercado voluntario de capitales.

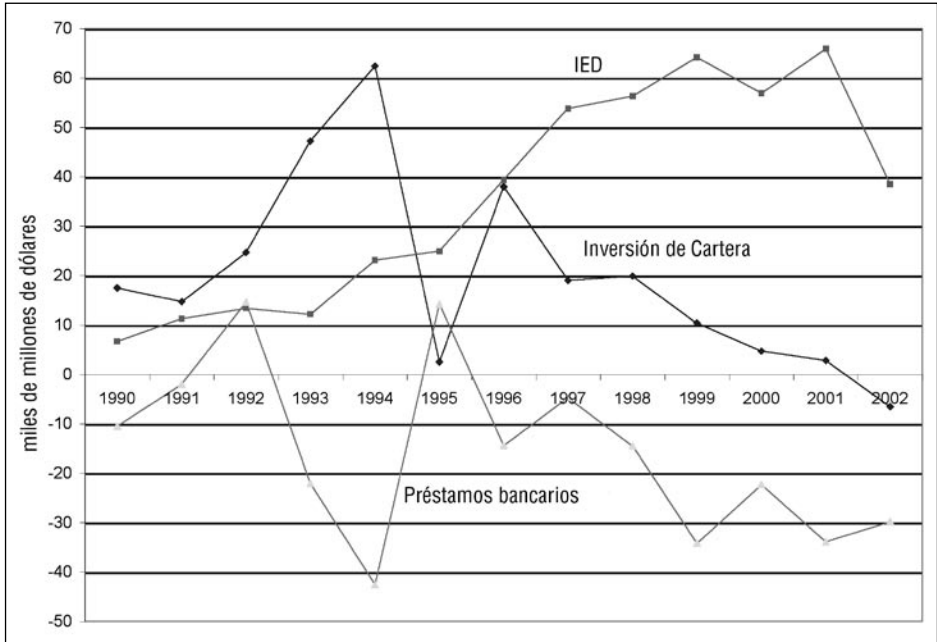
Los programas de estabilización y ajuste pactados en aquellos años con el FMI fueron imponiendo nuevas transformaciones sobre los sistemas financieros, ya no únicamente como ajustes a las condiciones competitivas de los intermediarios financieros locales, sino como parte de las negociaciones con los bancos acreedores extranjeros. La constante presión del FMI para la reducción del déficit fiscal (primer punto del Consenso de Washington) significó el cierre del fondeo a la banca de desarrollo. En América Latina, esta banca ocupaba un lugar importante en todo el sistema financiero, especialmente como intermediaria en el financiamiento de la inversión fija,

financiando la composición importada de dicha inversión, e intermediando así los fondos en moneda extranjera para la inversión de las empresas privadas. De ahí que su debilitamiento o virtual desaparición haya acompañado en los años ochenta el descenso en la formación bruta de capital fijo.

Las sucesivas devaluaciones, exportación neta de capitales y creciente apertura comercial, generaron procesos de rápido cambio en los precios relativos e inflación que se auto-reprodujeron en espiral. El deterioro de la confianza y del poder adquisitivo de las monedas locales se convirtió nuevamente en dolarización de diferente magnitud en cada país. Las políticas antiinflacionarias con ancla cambiaria empezaron a rendir sus frutos cuando cambió el signo de los flujos de capital hacia las mayores economías, en la primera mitad de los años noventa.

La titulación de la deuda y las desregulaciones financieras, especialmente en Estados Unidos al inicio de los años noventa, permitieron a los inversionistas institucionales participar de la rentabilidad de los nuevos títulos, bonos y acciones de lo que se empezó a conocer como mercados emergentes, precisamente por esa condición. Por ello, hacia los años noventa, se destaca la nueva presencia de intermediarios financieros no bancarios en los procesos de privatización y colocación de valores, intercambio de deuda por acciones de las empresas, desregulación local de las tasas de interés y liberalización de la cuenta de capitales (Correa, 1998). Así, estos nuevos flujos financieros (ver Gráfico 1) proceden del nuevo interés de los inversionistas institucionales, que canalizaron fondos hacia algunos países de la región aprovechando: la atractiva rentabilidad de títulos gubernamentales; la incorporación al mercado de valores de empresas locales; y el interés de los intermediarios financieros domésticos en asociarse con bancos de inversión y corredurías para poder participar en los lucrativos negocios de *bursatilización*, emisión y colocación de bonos, así como arbitraje de tasas de interés. Los flujos de capital a través de colocaciones de cartera, también entre las mayores economías de la región, tienen una rentabilidad basada principalmente en las ganancias procedentes de las empresas privadas recientemente incorporadas al mercado de valores o de empresas recién privatizadas. En ambos casos, sus valores fueron creando mercado y buscando un precio que ha permitido ganancias extraordinarias a los colocadores.

GRÁFICO 1  
AMÉRICA LATINA: FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO NETO



La rentabilidad de los emergentes mercados latinoamericanos encontró un primer límite de manera temprana hacia 1994, cuando nuevamente la Reserva Federal incrementa de manera acelerada las tasas de interés. Sin embargo, prosigue hacia 1996 y 1997 con la colocación en bonos de deuda externa de empresas locales, así como una nueva ola de privatizaciones hacia finales de los noventa, especialmente en las tres mayores economías de la región. Otra vez fue el estallido de la crisis financiera mexicana el que marcó el cambio de tendencia en estos flujos de capital, volviéndose preponderantes desde entonces los flujos de inversión extranjera directa (IED). La dinámica de dicha inversión en esos años se explica principalmente por los procesos de privatización de empresas y la adquisición de empresas locales por empresas conglomeradas extranjeras, incluyendo de manera destacada a varios de los mayores bancos e instituciones financieras no bancarias de la región, debilitados o quebrados por las crisis bancarias de estos años (particularmente en México, Argentina, Chile, Venezuela, Perú y, en menor medida, Brasil) (Vidal, 2001).

## APERTURA Y CRISIS BANCARIAS

La primera ola de crisis bancarias en la región en los años ochenta consistió en crisis articuladas con los procesos de liberalización financiera más o menos avanzados y la crisis de deuda. Esta primera ola tiene su origen en: el brusco freno a la expansión del balance que impuso la propia dinámica financiera ante las dificultades de refinanciamiento de los pasivos externos; la imposibilidad temporal de continuar intermediando la internacionalización de capitales y patrimonios locales; la devaluación de las monedas locales con una dolarización parcial de los balances bancarios; pero, de manera singular, el hecho de que gobierno y bancos dejaron de tener acceso al mercado de crédito voluntario. La característica estructural del doble patrón monetario en los sistemas financieros de la región, con la liberalización y desregulación financieras, se convierte en la interiorización del prestamista de última instancia en dólares, de sus condiciones y fórmulas de operación para los sistemas financieros en América Latina.

En los años noventa, una segunda ola de estrés y crisis bancarias se desarrolló al seno de la gran mayoría de las economías de la región. Los factores que desgastaron a los sistemas bancarios nacionales fueron: la nueva competencia financiera en los mercados domésticos con la presencia financiera de bancos y corredurías extranjeras, la transformación en los mercados de capitales con la liberalización llevada a cabo, la confrontación con estructuras de rentabilidad diferentes y la insistencia en mantener el equilibrio fiscal que llevó a la constante reducción relativa del gasto público. Con la apertura comercial y financiera llevada a cabo en esos años, los bancos domésticos no tuvieron ocasión de expandir sus actividades extraterritoriales al ritmo que sus economías les demandan, especialmente en condiciones de salidas masivas de capitales o bien de elevada y sostenida rentabilidad de los capitales que ingresan, e incluso para aquellos domésticos que se internacionalizan. Más aún, la participación de los bancos domésticos en la conglomeración y globalización financiera enfrenta la limitante monetaria, puesto que no poseen las condiciones para encontrar y desarrollar fuentes crecientes de flujos en moneda extranjera, a la velocidad requerida por las tasas de interés de sus diversos pasivos, las condiciones de precios relativos entre las exportaciones y las importaciones, y las utilidades repatriadas.

Esta segunda ola de crisis bancarias significó para varios países quiebras bancarias masivas y diversas modalidades de asistencia gubernamental y elevados costos fiscales. Países de Asia, África, Europa y Europa del Este nos acompañaron. En varias de estas economías se observa notablemente que la crisis impulsó un proceso de control extranjero del sistema financiero. Este cambio en la propiedad de los más

importantes intermediarios financieros no se limitó a los bancos de depósito, también alcanzó a las aseguradoras y a la creciente influencia de bancos de inversión y corredurías. En las olas de entradas y salidas masivas de capital extranjero sucedidas en los últimos lustros –sea a través de crédito, posicionamiento en acciones o bonos, o IED–, los gobiernos regionales han sido el soporte financiero a través de la deuda pública interna y externa.

### CARACTERÍSTICAS DE LA IMPLANTACIÓN Y DESEMPEÑO DE LA BANCA EXTRANJERA EN AMÉRICA LATINA

Los mayores conglomerados financieros mundiales tienen su matriz y principales operaciones en los países desarrollados, pero, a pesar de la relativamente marginal posición de los países en desarrollo en los mercados financieros mundiales, estos han sido el escenario de sucesivas crisis financieras en los años noventa. En realidad, estas crisis mostraron el agotamiento de la organización institucional financiera internacional acaecido en virtud de muchos años de desregulación financiera y profundización de los desequilibrios económico-financieros regionales.

Así, al finalizar la década del noventa se sucede una rápida introducción de algunos grandes conglomerados financieros en algunos de los mayores países emergentes en crisis. Los esfuerzos de una reforma financiera para la región, que el FMI propone como estabilizadora, fueron sencillamente el cambio en la propiedad de las instituciones, incluyendo los bancos de depósito. Por supuesto, como en otras ocasiones, estas reformas se plantean como aquellas que lograrán un descenso en los costos de financiamiento y mayor seguridad para los ahorristas, un financiamiento estable al desarrollo y la salida de la pobreza.

La expansión de consorcios financieros extranjeros en la segunda mitad de los años noventa sucede característicamente a través de la adquisición de bancos locales, principalmente privados y también públicos. El ingreso de bancos construyendo su propia red ha sido bajo el modelo de banca al mayoreo, con pequeña participación en el mercado. Es decir, la mayor parte de la participación de mercado de los bancos extranjeros se obtuvo por la adquisición de la infraestructura y cartera preexistentes, de manera que la inversión empezó a rendir flujos de efectivo, tamaño de activos y de mercado de inmediato. Fueron seis bancos globales los que se posicionaron en unos cuantos meses en la región: Citigroup, BBVA, BSCH, y en menor medida HSBC, AMRO y Scotiabank (Vilariño, 2001).

**CUADRO 1**  
**PARTICIPACIÓN DE LA BANCA EXTRANJERA EN LOS ACTIVOS**  
**DE LA BANCA LATINOAMERICANA, 1990-2001 (%)**

	1990	1994	1999	2000	2001
<b>Argentina</b>	10	18	49	49	61
<b>Brasil</b>	6	8	17	23	49
<b>Chile</b>	19	16	54	54	62
<b>México</b>	ns*	1	19	24	90
<b>Perú</b>	4	7	33	40	61
<b>Venezuela</b>	1	1	42	42	59

Fuente: CEPAL, 2002

\* No significativo.

La creciente participación en unos cuantos años fue especialmente notable en las mayores economías de la región, como puede verse en el Cuadro 1. Así, de entre los mayores 50 bancos en los países latinoamericanos, 21 de ellos han pasado a tener inversión extranjera mayoritaria o se han convertido en subsidiaria de algún banco extranjero. La importante excepción en esa lista, hasta ahora, son los mayores bancos públicos y privados brasileños, como puede verse en el Cuadro 2.

**CUADRO 2**  
**AMÉRICA LATINA: ACTIVOS BANCARIOS SEGÚN LA PROPIEDAD**  
**DE LOS 50 MAYORES BANCOS\* (EN %)**

	Número de bancos**	Privado Local	Privado Extranjero	Público
<b>Argentina</b>	7,0	0,0	49,9	53,1
<b>Brasil</b>	17,0	43,7	13,4	42,8
<b>México</b>	8,0	17,1	82,9	0,0

Fuente: elaboración propia a partir de *América Economía* (2003).

\* Se consideran la suma de activos de los bancos de cada país y el porcentaje de participación según la propiedad de los bancos. A partir de la lista de los 50 mayores bancos de América Latina con la clasificación por activos y propiedad de la fuente.

\*\* Número de bancos de ese país en la lista de los mayores 50 bancos. La suma no corresponde a 50, pues bancos de otros países de la región están en esa clasificación.

En Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, El Salvador, México, Perú y Venezuela la presencia de los bancos extranjeros fue



creciente en los años noventa, mientras que en otros países de la región su participación ha sido importante y estable desde años atrás, como es el caso de Uruguay y Panamá, principalmente, como puede verse en el Cuadro 3.

Los consorcios financieros que durante unos meses tuvieron la mayor expansión fueron BBVA y BSCH. Ambos bancos españoles son las mayores instituciones de banca con red de sucursales en América Latina hasta el momento. Con una inversión de cerca de 13 mil millones de dólares controlan 30 bancos en 10 países con activos superiores a los 153 mil millones de dólares, o casi el 10% de los activos bancarios. Además, participan en la administración de fondos de pensión, manejando cerca del 45% de los fondos totales.

CUADRO 3  
BANCA EXTRANJERA EN AMÉRICA LATINA

Presencia escasa y estable	Cuba, Ecuador, Guatemala y Nicaragua
Presencia creciente a partir de 1994	Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, El Salvador, México, Paraguay, Perú y Venezuela
Presencia importante y estable	Uruguay, Panamá, Aruba y Bahamas

Fuente: elaboración propia a partir de Foro Regional sobre Asuntos Relacionados con la Estabilidad Financiera (2002).

CUADRO 4  
UTILIDADES BANCOS EXTRANJEROS/UTILIDADES TOTALES\* (%)

	2000	2001	2002	2003
<b>Total</b>	22,8	91,3	49,3	45,1
<b>Argentina</b>	115,7	82,0	-45,2	-24,6
<b>Brasil</b>	6,3	162,8	35,5	25,1
<b>México</b>	47,3	88,5	73,6	90,8

Fuente: elaborado en base a *América Economía*.

\* Considera las utilidades de bancos extranjeros de cada país y las utilidades (pérdidas) totales de cada país en el universo de los 50 mayores bancos que clasifica la revista *América Economía*.

Las utilidades de los bancos extranjeros fueron creciendo más rápidamente incluso que aquellas de los bancos nacionales, y aun las pérdidas en Argentina han sido menores para los bancos extranjeros, como puede verse en el Cuadro 4. Considerando las utilidades reportadas, Argentina

llegó a ser el mercado más importante en la región. Sin embargo, en años recientes lo son México y Brasil, en ese orden, como puede verse en el Cuadro 5. Respecto de los márgenes bancarios, a partir de información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) puede estimarse un descenso en México y Venezuela, pero estos se mantienen, e incluso se incrementan, en los años de crecimiento de los consorcios financieros extranjeros, como puede verse en el Cuadro 6. Más aún, las tasas de interés reales activas permanecen muy por encima de la capacidad de crecimiento de la inversión y de la productividad, como puede verse en el Cuadro 7. Su nivel es muy superior al que estas alcanzan en los mercados financieros donde radican las matrices de los principales consorcios financieros extranjeros que operan en la región.

CUADRO 5  
DISTRIBUCIÓN DE UTILIDADES TOTALES DE LOS BANCOS EXTRANJEROS\* (%)

	2000	2001	2002	2003
<b>Total</b>	100	100	100	100
<b>Argentina</b>	37	18	-1	10
<b>Brasil</b>	19	27	47	38
<b>México</b>	6	44	43	63
<b>Chile</b>	21			8

Fuente: elaborado en base a *América Economía*.

\* Se consideran las utilidades (pérdidas) de los bancos extranjeros de cada país en relación a las utilidades obtenidas por los bancos extranjeros en la región que aparecen en la clasificación de los 50 mayores bancos de *América Economía*.

CUADRO 6  
MÁRGENES BANCARIOS REALES PROMEDIO\* (%)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003**
<b>Argentina</b>	2,6	1,9	5,7	3,1	2,3	3,0	3,0	2,8	10,5	13,9	9,9
<b>Brasil</b>	121,1	81,5	22,2	17,6	20,4	26,7	29,3	19,5	21,9	22,6	20,2
<b>Chile</b>	4,6	4,0	3,6	3,2	3,1	4,5	3,6	4,9	10,0	9,9	9,7
<b>México</b>	3,2	4,6	10,7	3,9	4,5	6,6	5,3	4,1	2,8	3,0	2,3
<b>Venezuela</b>	5,0	9,4	8,9	6,3	5,0	6,6	8,7	8,3	-0,3	-0,3	-3,3

Fuente: CEPAL (2002).

\* Calculado a partir de la diferencia entre tasas activas y pasivas reales promedio anual.

\*\* Promedio del período noviembre 2002-octubre 2003 anualizado.

**CUADRO 7**  
**TASAS DE INTERÉS REALES ACTIVAS\* (% ANUALIZADOS)**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003**
<b>Argentina</b>	3,1	5,7	14,0	10,3	8,7	9,6	12,4	12,2	28,8	29,7	18,9
<b>Brasil</b>	209,3	122,2	10,3	27,5	38,2	50,8	49,1	30,0	31,0	28,7	29,7
<b>Chile</b>	8,1	6,4	7,9	8,1	8,0	18,4	8,3	9,6	13,8	11,3	11,9
<b>México</b>	11,2	12,5	19,3	1,3	3,1	11,1	7,9	8,0	9,1	3,5	3,8

Fuente: CEPAL.

\* Tasas nominales deflactadas por la variación de los precios al consumidor en igual período.

\*\* Promedio noviembre 2002-octubre 2003 anualizado.

Con la excepción de Chile, en el resto de las mayores economías el crédito al sector privado ha disminuido considerablemente, como puede verse en el Cuadro 8. Los depósitos (incluyendo depósitos a la vista, a plazo y en divisas) han caído en casi todos los países, excepto en Argentina (pues la cifra incluye los depósitos en moneda extranjera) y en Chile, como puede verse en el Cuadro 9. En tanto, los depósitos en bancos extranjeros han crecido sin excepción, Cuadro 10.

**CUADRO 8**  
**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO/PIB (%)**

	1994	2002
<b>Argentina</b>	20	15
<b>Brasil</b>	50	29
<b>Chile</b>	46	64
<b>México</b>	35	10
<b>Venezuela</b>	9	10*

Fuente: estadísticas financieras internacionales del FMI.

\* Estimado.

CUADRO 9  
DEPÓSITOS BANCARIOS/PIB\* (%)

	1994	2002
<b>Argentina</b>	14	18
<b>Brasil</b>	34	24
<b>Chile</b>	26	29
<b>México</b>	18	12
<b>Venezuela</b>	18	8**

Fuente: estadísticas financieras internacionales del FMI.

\* Incluye depósitos a la vista, a plazo y divisas.

\*\* 2000.

CUADRO 10  
DEPÓSITOS EN BANCOS PRIVADOS EXTRANJEROS/TOTAL DE DEPÓSITOS\* (%)

	1994	2003
<b>Argentina</b>	10	43
<b>Brasil</b>	6	15
<b>Chile</b>	9**	38
<b>México</b>	4**	83
<b>Venezuela</b>	ns***	ns***

Fuente: *América Economía* (considera los 50 mayores bancos de la clasificación por activos).

\* Depósitos en bancos extranjeros como porcentaje total de los depósitos en cada país, considerando únicamente los 50 mayores bancos de la lista confeccionada por *América Economía*.

\*\* 1996.

\*\*\* No significativo debido al limitado universo de los 50 mayores bancos.

Así, las filiales de los consorcios financieros extranjeros no han contribuido hasta ahora a la expansión y profundización en los mercados nacionales –a juzgar por su papel en Argentina, México y Brasil– sino que en todo caso aprovechan un posicionamiento que les garantiza un flujo de efectivo constante y un nivel de rentabilidad por encima del que alcanzan en sus países de origen.

## A MANERA DE CONCLUSIÓN: LÍMITES AL FINANCIAMIENTO EN MONEDA DOMÉSTICA

Las reformas estructurales de segunda generación han venido imponiendo en los últimos años la autonomía de los bancos centrales, políticas monetarias restrictivas con elevada acumulación de reservas internacionales y superávit en las finanzas públicas. Sin embargo, estas reformas no han contenido la elevación de los requerimientos constantes de divisas en virtud del servicio de la deuda externa pública y de las transferencias por utilidades y dividendos de la IED. A lo largo de los noventa, los primeros flujos promediaron cada año el 7,4% de la deuda total, mientras que los segundos representaron casi el 37% de los flujos de IED, como puede verse en el Cuadro 11. Además, las restricciones del crédito doméstico y sus elevados costos han llevado a sectores empresariales a buscar acceso a fondos en el extranjero, de manera que la deuda privada externa ha crecido rápidamente en el curso de unos cuantos años, como puede verse en el Cuadro 12.

Las altas tasas de interés reales, el crecimiento de las deudas públicas y el descenso de los ingresos fiscales que acompañaron a la apertura económica aumentaron el peso de los costos financieros sobre los presupuestos públicos. El FMI y el BM continúan imponiendo elevadas metas de superávit fiscal, lo que impide a los gobiernos llevar a cabo políticas anticíclicas y prolonga la recesión.

**CUADRO 11**  
**AMÉRICA LATINA: UTILIDADES E INTERESES PAGADOS**  
**PROMEDIO ANUAL 1990-2001 (%)**

	<b>Utilidades/Inversión Extranjera Directa Neta*</b>	<b>Intereses Pagados/Deuda Externa**</b>
<b>Total</b>	36,6	7,4
<b>Argentina</b>	32,9	7,2
<b>Brasil</b>	27,8	8,8
<b>México</b>	36,3	7,4

Fuente: elaboración propia en base a datos del anuario estadístico de la CEPAL (2002).

\* Utilidades pagadas como porcentaje de los flujos anuales de inversión extranjera directa neta.

\*\* Intereses pagados y devengados anualmente como porcentaje de la deuda externa bruta desembolsada.

**CUADRO 12**  
**AMÉRICA LATINA: DEUDA EXTERNA PRIVADA**  
 (EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

	<b>1990</b>	<b>2000</b>
<b>Total</b>	25,10	246,70
<b>Argentina</b>	1,80	26,20
<b>Brasil</b>	6,70	112,30
<b>México</b>	5,84	49,81

Fuente: Banco Mundial (2002).

Las olas de dolarización de las economías con sobrevaluación que culminan en procesos devaluatorios de las monedas locales han conducido, en parte, a una desintermediación financiera local principalmente de empresas, a la dolarización de activos, y con ello a la transferencia del riesgo cambiario a los deudores. En general, los problemas relativos a la inestabilidad cambiaria no han encontrado solución en los mercados con importante presencia de banca extranjera como Argentina y Uruguay. En todo caso, las pérdidas se transfieren por diversos mecanismos a los presupuestos gubernamentales o simplemente a cargo de los ahorristas y deudores. Nuevos episodios de fragilidad financiera son inevitables, incluso en condiciones de amplia presencia de intermediarios financieros extranjeros. Cuando los bancos de depósito mayoritariamente son subsidiarias de bancos extranjeros, los gobiernos poseen menos instrumentos para enfrentar los posibles choques externos y sus consecuencias sobre el ritmo de la actividad económica. Por lo demás, la región aún no ha podido constatar la afirmación de que dichas subsidiarias traerán consigo un mayor volumen de financiamiento a costos más competitivos y menos aún que los depositantes verán crecer sus ahorros con tasas reales atractivas.

## BIBLIOGRAFÍA

- América Economía* 2003 (Miami) N° 267.  
 Banco Mundial 2001 *Global Development Finance* (Washington: BM).  
 Banco Mundial 2002 *Global Development Finance* (Washington: BM).  
 CEPAL 2002 *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe* (Santiago de Chile).  
 Correa, Eugenia 1992 *Los mercados financieros y la crisis en América Latina* (México: IIEc-UNAM).

- Correa, Eugenia 1998 *Crisis y desregulación financiera* (México: Siglo XXI).
- French-Davis, Ricardo y Ocampo, Antonio 2001 “Globalización de la volatilidad financiera: Desafíos para las economías emergentes” en French-Davis, Ricardo (comp.) *Crisis Financieras en Países Exitosos* (Santiago de Chile: CEPAL y McGraw Hill).
- Fondo Monetario Internacional 2001 “Mexico: Financial System Stability Assessment” *Country Report 01/192* (Washington: IMF).
- Foro Regional sobre Asuntos Relacionados con la Estabilidad Financiera 2002 “Análisis de los efectos del incremento de la banca extranjera en América Latina y el Caribe” en *Revista Monetaria*, julio-septiembre.
- Girón, Alicia 1995 *Fin de Siglo y Deuda Externa: Historia sin Fin* (México: Cambio XXI/IIEc-UNAM).
- Litan, R.; Masson, P. y Pomerleano, M. (eds.) 2001 *Open Doors: Foreign Participation in Financial Systems in Developing Countries* (Washington: BM/FMI/Brookings Institute).
- Rojas-Suárez, Liliana y Weisbrod, S. 1997 “Las crisis bancarias en América Latina: experiencias y temas” en Hausmann, Ricardo y Rojas-Suárez, Liliana *Las crisis bancarias en América Latina* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Vidal, Gregorio 2001 *Privatizaciones, Fusiones y Adquisiciones* (Barcelona: Anthropos/UAM).
- Vilariño, Ángel 2001 “La presencia de los bancos españoles en la economía mexicana” en *Información Comercial Española* (Madrid: Ministerio de Economía) N° 795, diciembre.

FELIPE DE JESÚS PEREDO Y RODRÍGUEZ\*  
JORGE LUDLOW WIECHERS\*\*  
PATRICIA RODRÍGUEZ LÓPEZ\*\*\*

## LA RELACIÓN INFLACIÓN-DESEMPLEO EN AMÉRICA LATINA: UN ANÁLISIS EMPÍRICO

### INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente trabajo es proponer una ecuación y una medición puntual del nivel de desempleo, utilizando el marco conceptual de la Curva de Phillips, tomando como muestra de la región económica de América Latina a sus cinco países económicamente más grandes (Argentina, Brasil, Colombia, Chile y México). La idea que prevalece a lo largo del trabajo es que debe considerarse la creación de políticas económicas de corto, mediano y largo plazo, no sólo a nivel de cada uno de los países, sino teniendo en cuenta el comportamiento de estas a nivel regional.

Partimos de que la instrumentación del modelo económico basado en la estabilización de precios, bajo el marco de liberalización comercial y financiera, ha generado un estancamiento económico de la

\* Profesor investigador titular de tiempo completo de la Universidad Autónoma Metropolitana (UAM) Iztapalapa. Doctorado de Matemáticas en el CINVESTAV, México. Su especialidad es el estudio de la dinámica económica.

\*\* Profesor investigador titular de tiempo completo del Depto. de Economía de la UAM Azcapotzalco. Su especialidad es la macroeconomía y los métodos cuantitativos. Doctorado de matemáticas en el CINVESTAV, México. Autor de cinco libros sobre matemáticas, econometría, series de tiempo y pronósticos en economía.

\*\*\* Académica del Instituto de Investigaciones Económicas y profesora de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Maestra en Economía por la UNAM. Su especialidad es la macroeconomía y la política monetaria.



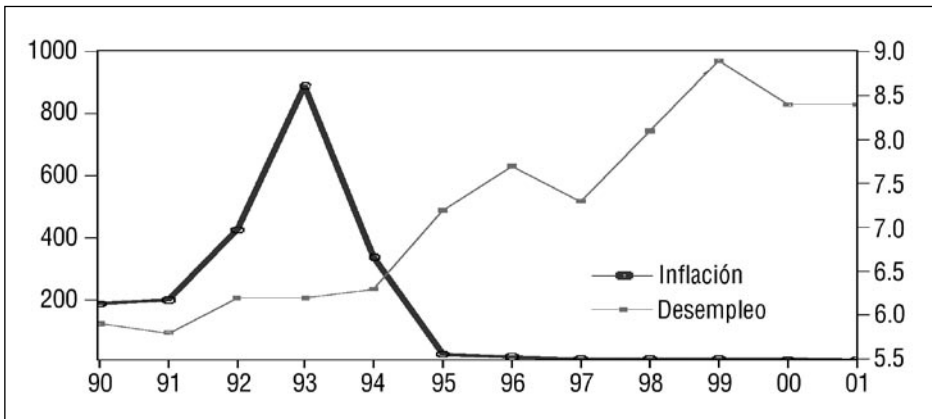
región, presentando como característica sobresaliente un proceso deflacionario acompañado de altas tasas de desempleo.

### AMÉRICA LATINA COMO REGIÓN ECONÓMICA

América Latina, durante la década del noventa, definió claramente que su objetivo económico era disminuir las altas tasas de inflación que se presentaron de manera reiterada desde los años ochenta y principios de los noventa, determinando así la instrumentación de políticas monetarias restrictivas, de desregulación financiera y comercial, que lograron la tan ansiada estabilidad de precios, obteniendo paulatinamente inflaciones de un dígito en promedio para toda la región y generando un alto costo económico y social que conllevó al incremento del desempleo.

Así, al estudiar el comportamiento conjunto de las variables inflación y desempleo de 1990 a 2001, como promedio de toda América Latina –considerándola integrada por 19 países<sup>1</sup>– claramente se observa una relación inversa. Es importante notar que de 1990 a 1995, la inflación se dispara alarmantemente en dos de los países más grandes de la región: Argentina (1.188,3 puntos en 1990) y Brasil (2.497,7 en 1993).

GRÁFICO 1  
LA INFLACIÓN Y EL DESEMPLEO EN AMÉRICA LATINA\*



Fuente: elaboración propia en base a informes de la CEPAL.

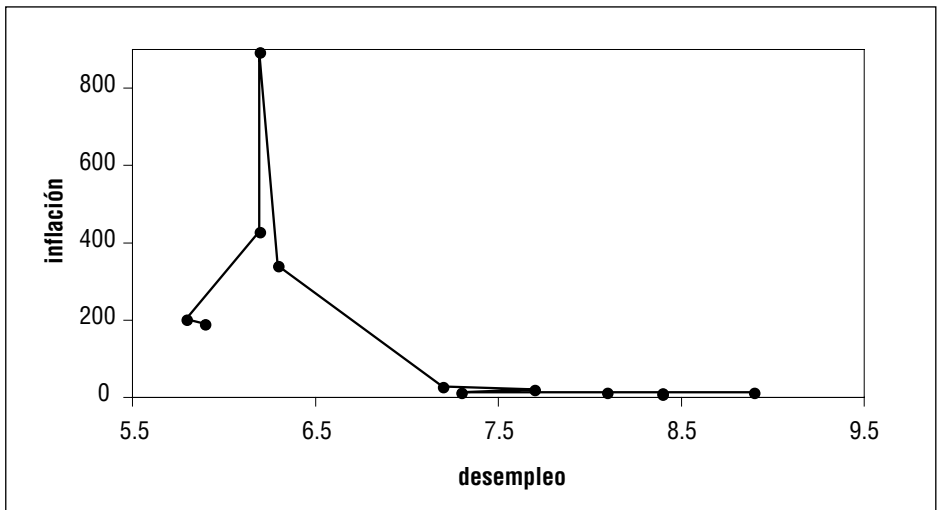
\* Se considera el promedio de los 19 países latinoamericanos.

1 Los 19 países que se consideran para determinar la región de América Latina son: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

La inflación a partir de 1993 presenta una caída severa, logrando un promedio, hasta la actualidad, por debajo del 5,0%. En tanto, la tasa de desempleo abierto tiene una tendencia hacia el alza, sin llegar a observarse niveles de inflaciones bajas que puedan generar una recuperación del nivel de empleo cercano al que existía a principios de la década del noventa (ver Gráfico 1).

Profundizando en este aspecto, al elaborar un diagrama de dispersión entre el promedio regional de las mismas variables inflación y desempleo de 1990 a 2001 (ver Gráfico 2), esta presenta la relación inversa que establece la Curva de Phillips.

GRÁFICO 2  
DIAGRAMA DE DISPERSIÓN ENTRE EL PROMEDIO REGIONAL  
DE INFLACIÓN Y DESEMPLEO, 1990 A 2001\*



Fuente: elaboración propia en base a informes de la CEPAL.

\* Se considera el promedio de los mismos 19 países latinoamericanos para los años 1990 a 2001.

Es por ello que nos parece relevante proponer un análisis y medición puntual de esta relación inversa que presentan dichas variables económicas a nivel regional. Sin embargo, dado que existen demasiadas diferencias económicas y sociales entre los 19 países que integran América Latina, para los fines de este trabajo se determina que son representativos e indicativos los resultados obtenidos con datos de sólo cinco países de características económicas más homogéneas, a través de un modelo panel.

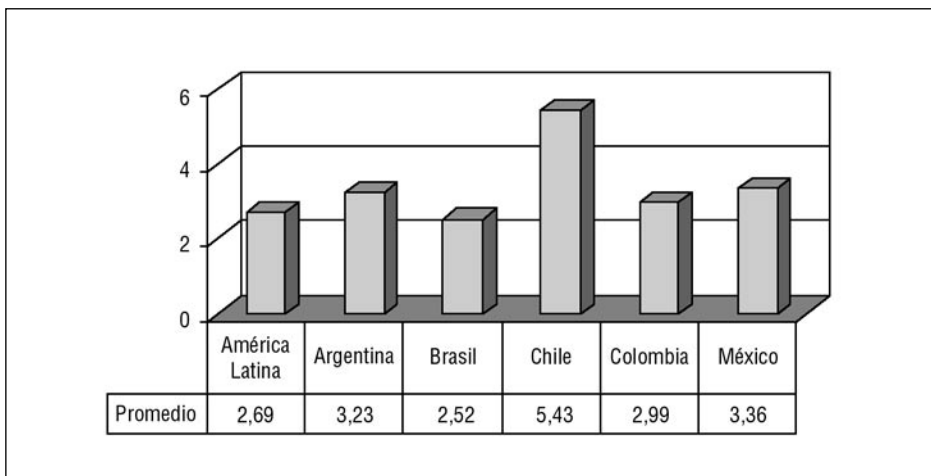
Con este propósito estudiamos aquí las economías más grandes de la región (Argentina, Brasil, Colombia, Chile y México) en las cuales

se han instrumentado políticas económicas de estabilidad de precios, como estrategia para alcanzar crecimiento económico sostenido. Dicha estrategia no considera previamente los niveles de empleo que serían necesarios para lograr ese crecimiento económico y de esta manera apoyar el tan ansiado desarrollo de la región.

EL ENTORNO MACROECONÓMICO REGIONAL

El crecimiento económico de toda la región durante los 12 años de estudio ha sido bajo, ya que el promedio de las tasas de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) –teniendo en cuenta los 19 países– fue del 2,7%. Comparándolo con el de los cinco países económicamente más grandes (ver Gráfico 3) sobresale Chile al alcanzar un crecimiento promedio del 5,4%, en tanto los otros cuatro restantes se mantuvieron alrededor del 3%. Este bajo crecimiento se explica en mucho por las reiteradas crisis financieras tanto mundiales (Tailandia, Japón, Rusia, etc.) como regionales (Chile, México, Brasil y Argentina) durante la década del noventa. Estas afectaron repetidamente la posibilidad de mantener una política económica que permitiera crecer de manera constante en el largo plazo, ya que las crisis internacionales se reflejaron en devaluaciones del tipo de cambio, que llevaron (entre otros resultados) a incrementar los precios, y profundizaron, por lo tanto, la aplicación de políticas restrictivas.

GRÁFICO 3  
 CRECIMIENTO ECONÓMICO PROMEDIO DEL PERÍODO 1990-2001  
 (VARIACIÓN PORCENTUAL DEL PIB)

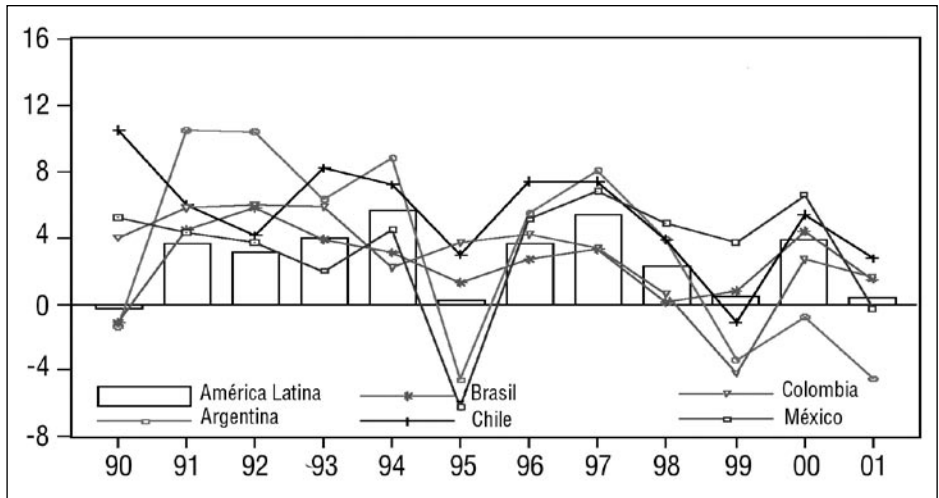


Fuente: elaboración propia en base a informes de la CEPAL.

El ritmo de crecimiento económico de los países latinoamericanos acusó una considerable inestabilidad en la segunda mitad de los años noventa. La intensidad y los mecanismos con los que cada país fue afectado por la desaceleración de la economía mundial no son los mismos. En algunos casos prevaleció el menor dinamismo del volumen de comercio (típicamente en México y Centroamérica), en otros incidió el deterioro de la relación de precios de intercambio (países exportadores de petróleo, minerales y productos tropicales) (CEPAL, 2003).

Observando las tasas de variación porcentual del producto, tanto de América Latina en conjunto como de los cinco países de la muestra, sobresalen las caídas del producto de los años 1990, 1995 y 1999 en todos y cada uno de los países seleccionados, lo que define las fuertes interacciones económicas que tienen entre ellos y en la región (ver Gráfico 4).

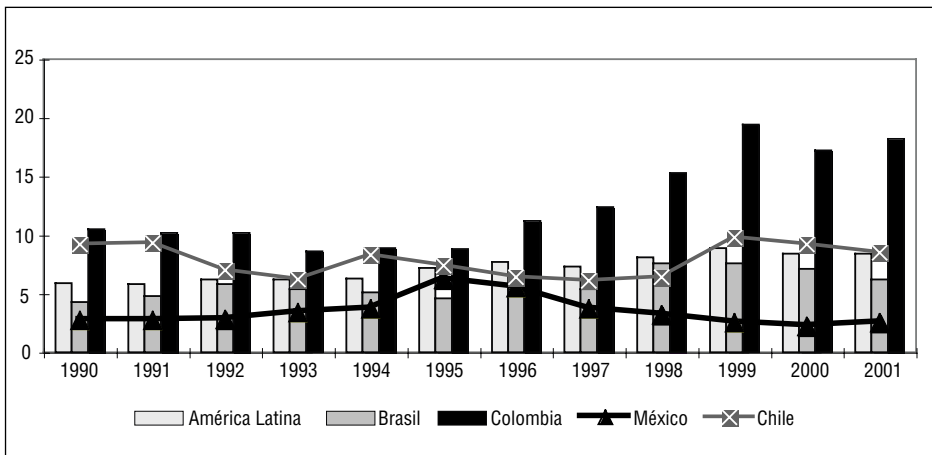
GRÁFICO 4  
PIB DE AMÉRICA LATINA, ARGENTINA, BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y MÉXICO  
(VARIACIÓN PORCENTUAL)



Fuente: elaboración propia en base a informes de la CEPAL.

En cuanto al desempleo<sup>2</sup> de América Latina como promedio de la región, presenta una tendencia creciente durante los 12 años del período de estudio. En 1999, la región alcanzó una tasa record de 8,0% (ver Gráfico 5). Ello responde a la limitada generación de empleo, explicada por los profundos cambios producidos en las economías ante la apertura comercial. Esta determinó un importante rompimiento de las cadenas productivas existentes, con la consecuente desaparición de muchas pequeñas y medianas empresas que se desarrollaban con base en el mercado interno y que forman la estructura industrial de estas economías, ya que la competencia internacional (vía precios relativos) está basada en la utilización de alta tecnología (fundamentalmente la robotización por medio de sistemas de cómputo). Por otra parte, las condiciones restrictivas monetarias han impedido incrementar de manera suficiente los niveles de inversión –tanto del sector público por control de los déficits presupuestales como la inversión privada nacional por las altas tasas de interés internas– viéndose beneficiada, por otra parte, la inversión extranjera tanto directa como de cartera.

GRÁFICO 5  
EL DESEMPLEO EN AMÉRICA LATINA, ARGENTINA, BRASIL, CHILE, COLOMBIA  
Y MÉXICO (VARIACIÓN PORCENTUAL)



Fuente: elaboración propia en base a informes de la CEPAL.

2 Esta variable está medida para todos los países por la tasa de desempleo o desocupación abierta, que no presentan entre sí grandes diferencias en su metodología. Las definiciones de esta variable por cada uno de los países son: para Argentina, "personas desocupadas todas aquellas que sin tener trabajo, lo buscaron activamente en la semana de referencia o bien lo venían buscando y en la semana de referencia suspendieron la búsqueda, se incluyen personas dentro de la tasa de des-

Considerando los países de la muestra, las tasas de desempleo de Argentina (17,5 en 1995 y en 2001) y Colombia (19,4 en 1999) evidencian una tendencia creciente en este período, mientras que las tasas de Brasil, Chile y México fluctúan alrededor de una media constante.

La política económica instrumentada en la región logró la desaceleración de los precios, obteniendo mucho mejores resultados en la reducción de la inflación que en las décadas anteriores. En general, la tendencia es claramente a la disminución. Aun cuando la dispersión de los valores obtenidos por cada uno de los países hace difícil su comparación, estos tienen la misma tendencia que la del promedio de la región. Los altos valores que predominan son los de Argentina y Brasil.

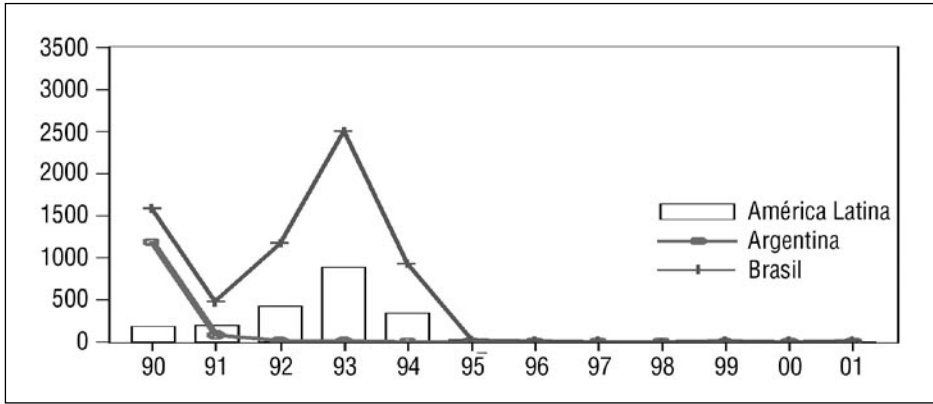
A partir de 1998, la inflación de la región se estabilizó. Países como Brasil y México cambiaron su política de utilizar el tipo de cambio como ancla y determinaron la flotación de su moneda. Mayoritariamente, se ha observado que esta medida mejoró el control de los precios internos por una mayor credibilidad en la política monetaria.

Por cuestiones de escala de valores se presentan dos gráficos sobre la inflación, ambos comparados con los datos promedio de la región de América Latina (19 países). El primero (ver Gráfico 6) con Brasil y Argentina y el segundo (ver Gráfico 7) con Chile, Colombia y México. En ambos es posible observar la tendencia hacia la baja de la inflación en todos los países de la región, logrando valores inflacionarios de un dígito generalizados en el año 2001. El promedio para ese mismo año para América Latina fue de 6,1.

---

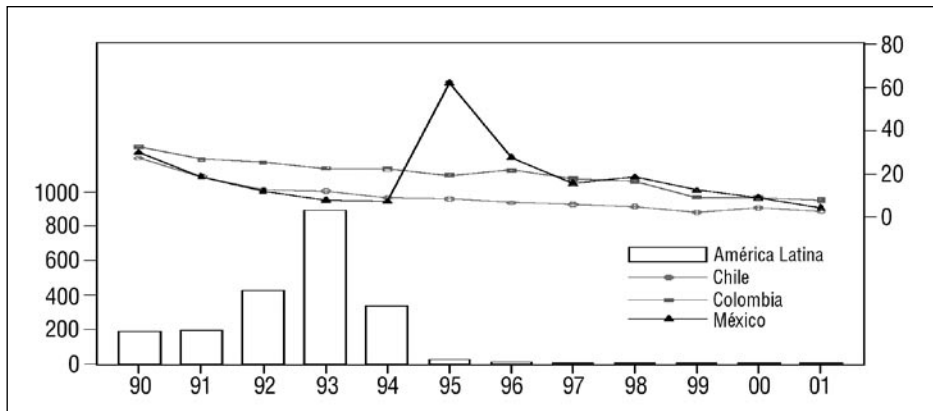
ocupación abierta y están dentro de la fuerza laboral o PEA, que incluye a personas de todas las edades" (Instituto de Estadísticas y Censos); para Brasil, desempleo abierto, "personas que procuraron trabajar de manera efectiva los 30 días anteriores a la entrevista o que accederán a un trabajo en los últimos 7 días" (Departamento Intersindical de Estadística e Estudos Sócio-Econômicos); para Chile, "tasa de desocupación: es el cociente entre los desocupados y la fuerza de trabajo, expresado en tanto por ciento. La fuerza de trabajo la constituyen las personas de 15 años y más que se encuentran en la situación de ocupado o desocupado" (Instituto Nacional de Estadística); para Colombia, "tasa de desempleo: es la relación porcentual entre el número de personas que están buscando trabajo y el número de personas que integran la fuerza laboral (PEA), la cual está definida a su vez como todas las personas en edad de trabajar que trabajan o están buscando trabajo" (Departamento de Administración Nacional y Estadística, DANE); para México, "tasa de desempleo abierto, muestra de personas desocupadas abiertas con respecto a la PEA, que incluye a las personas de 12 años y más que en el período de referencia de la encuesta no trabajaron ni una hora en la semana, pero realizaron acciones de búsqueda de un empleo o intentaron ejercer una actividad por su cuenta" (Instituto Nacional de Geografía e Informática, INEGI).

GRÁFICO 6  
 INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA, ARGENTINA Y BRASIL  
 (VARIACIONES PORCENTUALES)



Fuente: elaboración propia en base a informes de la CEPAL.

GRÁFICO 7  
 INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA, CHILE, COLOMBIA Y MÉXICO  
 (VARIACIONES PORCENTUALES)



Fuente: elaboración propia en base a informes de la CEPAL.

## MARCO TEÓRICO DE LA CURVA DE PHILLIPS<sup>3</sup>

Phillips (1958) expuso las bases de su famosa Curva, especificando cuáles eran los factores que explicaban los cambios en la tasas de crecimiento de los salarios monetarios. Partió de la ley de la oferta y demanda en el mercado de trabajo, siendo la conclusión más general de su investigación que la tasa de cambio de los salarios monetarios puede ser explicada por el nivel de desempleo y la tasa de cambio del desempleo.

Richard Lipsey (1960) asumió que el cambio en los precios respondía al mismo patrón de comportamiento que los salarios, de manera que la Curva de Phillips se reformuló en términos de la relación inversa entre la inflación y la tasa de desempleo. En ese mismo año, Paul Samuelson y Robert Solow (1960) realizaron un estudio empírico similar para Estados Unidos desde 1900 a 1960 considerando la propuesta de Lipsey, y obtuvieron también una relación de signo negativo entre la inflación y el desempleo.

De acuerdo con Blanchard (1997: 291-293, 331), una forma de expresar la relación entre las variables mencionadas (bajo los supuestos de que la inflación esperada contribuye a la determinación de la inflación y de que los agentes tienen expectativas adaptativas) es:  $\pi_t = \theta\pi_{t-1} - u_t + \mu + z$ , donde  $\pi_t$  es la inflación,  $u$  es la tasa de desempleo,  $\mu$  es el margen del precio sobre el costo (del trabajo) y  $z$  es una variable residual que incluye otros factores que influyen en la fijación del salario, tales como la cuantía del seguro de desempleo, modificaciones en la legislación sobre el salario mínimo y sobre restricciones a los despidos y contrataciones, etcétera.

Abarcaremos las propuestas previamente señaladas en una formulación amplia, en la que se consideren posibles relaciones entre la inflación, la tasa de desempleo y la variación de la tasa de desempleo del siguiente modo:

$$\pi_t = \delta - \beta_1 u_t - \beta_2 \Delta u_t + \theta \pi_{t-1} + \dots + \varepsilon_t$$

donde  $\delta$  es un término constante (componente autónomo),  $\Delta u_t = (u_t - u_{t-1})$  es la variación de la tasa de inflación con respecto al período anterior y  $\varepsilon_t$  es una perturbación estocástica (idealmente ruido blanco).

## LA RELACIÓN REGIONAL EMPÍRICA DE LA INFLACIÓN Y EL DESEMPLEO

Intentar establecer una relación empírica regional entre las variables inflación y desempleo es riesgoso, dadas las importantes diferencias económicas y sociales que existen entre los países de la muestra, que

---

<sup>3</sup> Tomado del artículo en prensa "La Curva de Phillips y la NAIRU en México" de los mismos autores del presente trabajo.



también se reflejan en la propia elaboración y presentación de sus estadísticas<sup>4</sup>. Partimos de que la globalización e integración internacional regional ha generado la posibilidad de estudiar empíricamente los fenómenos económicos de manera regional, a partir de utilizar la técnica econométrica de análisis de panel. De ser el caso, significa que coordinar la política económica será más sencillo, puesto que es posible hablar de una misma especificación que se puede aplicar a los diferentes países.

Para revisar la probable existencia de una Curva de Phillips regional se usará el método de cointegración de Granger-Engle aplicado a datos panel. Notemos que tenemos el mismo número de años para cada país, por lo que se trata de un panel balanceado (Wooldridge, 2002: 250).

Ello nos permite aprovechar las propiedades del producto de Kronecker y obtener un estimado eficiente relativo al que se obtiene con un panel no balanceado, donde el número de observaciones a lo largo del tiempo varía con cada unidad que conforma el panel.

Un panel balanceado se puede estimar por mínimos cuadrados generalizados. Y la literatura reciente sobre raíces unitarias en datos panel es relevante.

Trabajar vía un panel quiere decir que, para varios países, se busca estimar el modelo:

$$Y_{it} = \delta + X_{it}^t \beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

La idea básica de la estimación para este panel es que tanto  $\delta$  como  $\beta$  es la misma para los diferentes países, como es un panel balanceado apilamos los datos (*stack data*) denotándolo por  $Y, X$ , usamos el producto de Kronecker para especificar al modelo:

$$Y = \delta I_{MT} + X\beta + (I_M \cdot I_T)\alpha + \varepsilon$$

Aquí  $\delta$  mide el efecto fijo (la ordenada al origen) y  $\alpha$  mide la variación de cada país respecto a delta.  $T$  es el número de observaciones  $T = 12$ ,  $M$  es el número de países  $M = 5$ ,  $I_T$  denota a la matriz identidad  $T \cdot T$  ( $12 \cdot 12$ ) y  $I_T$  (vector columna de unos de longitud  $T$ ).

El producto de Kronecker se define como:  $A \cdot B = (a_{ij} B)$ .

La matriz de varianza covarianza de los errores es:

---

4 Aun cuando, de acuerdo con las definiciones presentadas en la Nota 2, se observa que son totalmente comparables.

$$\Omega = E(\varepsilon\varepsilon^t) = \left[ E(\varepsilon_i\varepsilon_j^t) \right] = \begin{bmatrix} E(\varepsilon_1\varepsilon_1^t) & \dots & E(\varepsilon_1\varepsilon_5^t) \\ \dots & \dots & \dots \\ E(\varepsilon_5\varepsilon_1^t) & \dots & E(\varepsilon_5\varepsilon_5^t) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \Omega_{11} & \dots & \Omega_{15} \\ \dots & \dots & \dots \\ \Omega_{15} & \dots & \Omega_{55} \end{bmatrix}$$

Nótese que cada  $\varepsilon_i = (\varepsilon_{it})$  es un vector columna de longitud  $T = 12$  observaciones por cada uno de los  $M = 5$  países. Por lo que cada expresión  $E[\varepsilon_i\varepsilon_j^t]$  es una matriz  $T \cdot T$  ( $12 \cdot 12$ ). La forma de la matriz cuadrada  $\Omega$  es por bloques  $T^*M \cdot T^*M$  ( $60 \times 60$ ) expresando la correlación entre el país  $i$ -ésimo y el  $j$ -ésimo  $i, j = 1, 2, \dots, 5$  para las diferentes fechas  $t = 1, \dots, 12$ . Los datos son anuales y abarcan de 1990 a 2001.

Cada relación puede presentar autocorrelación de manera individual, por lo que es posible especificar un modelo panel con  $AR(p)$  por cada país, imponiendo que  $\rho_{1i}, \rho_{2i}, \dots, \rho_{pi}$  dependen del país  $i$ -ésimo

$$\varepsilon_{it} = \sum_{r=1}^p \rho_{ir} \varepsilon_{it-r} + a_{it}$$

Decir que los errores presentan autocorrelación panel ( $AR(p)$ ) significa que  $\rho_1, \rho_2, \dots, \rho_p$  no dependen del país  $i$ -ésimo:

$$\varepsilon_{it} = \sum_{r=1}^p \rho_r \varepsilon_{it-r} + a_{it}$$

Se estimará por mínimos cuadrados generalizados, puesto que suponemos una heterocedasticidad por bloques (entre países no hay correlación y al interior de cada país sí puede darse):

$$\left[ E(\varepsilon_{it}\varepsilon_{jt} | X) \right] = \begin{bmatrix} \Omega_{11} & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \Omega_{22} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \Omega_{55} \end{bmatrix}$$

La estimación utilizada es: primero se toma una estimación individual por cada país, con esta se obtienen unos residuos preliminares que son usados para construir una matriz de covarianzas y se aplican mínimos cuadrados generalizados al modelo para estimar los parámetros. Estos permiten mejorar "los residuos preliminares" que hacen que se pueda actualizar (mejorar) la matriz de covarianzas. Nuevamente mínimos cuadrados generalizados habrán de apli-

carse para mejorar la estimación de los parámetros. Se itera hasta que la diferencia entre la estimación de parámetros sea menor al error = 0,0001.

Colocamos un posfijo a cada país, Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México, para distinguir sus respectivas variables inflación y desempleo.

Aunque la idea de la Curva de Phillips se ha aplicado a muy diversas formulaciones entre inflación, inflación esperada, desempleo, tasa natural de desempleo, tasa no aceleradora de la inflación, etc., todas mantienen una relación inversa entre inflación y desempleo en el corto plazo. Este punto va a ser crítico para juzgar si se puede hablar de una Curva de Phillips regional, ya que si esta liga se manifiesta en los datos, es un primer indicio de la curva.

La notación  $xinfla$  es la inflación del país  $x$ , mientras que  $xD(des)$  es la variación en el desempleo en el país  $x$  ( $D(xdes)(t) = [xdes(t) - xdes(t-1)]$ ).

Haremos dos estimaciones de esta relación Phillips.

## PRIMERO

Estimamos el modelo panel  $i = 1,2,3,4,5$  marcando en la especificación que  $\delta$  y  $\beta$  sean invariantes a lo largo de todos los países.  $\beta (<0)$  es el parámetro de interés.

$$x_i infla = \delta + \beta \cdot x_i D(des) + \alpha_i + \eta_i$$

$$\eta_{it} = \phi \eta_{it-1} + a_{it}$$

La notación ( $xinfla$ ,  $xD(des)$ ) denota a los pares:  
*arginfla*, *arg D(des)* por Argentina,  
*brasinfla*, *bras D(des)* por Brasil,  
*chilinfla*, *chil D(des)* por Chile,  
*colinfla*, *col D(des)* por Colombia,  
*mexinfla*, *mex D(des)* por México.

TABLA 1  
 VARIABLE DEPENDIENTE: INFLACIÓN  
 VARIABLE EXPLICATIVA: VARIACIÓN EN EL DESEMPLEO

Efectos fijos - $\alpha$				
$\alpha = 96,530$	st = 3,080	t = 31,87	$p = 0,00$	Arg - $\alpha$ -95,84
$\beta = -1,940$	st = 0,550	t = -3,49	$p = 0,00$	Bras - $\alpha$ 344,92
$\phi = 0,340$	st = 0,080	t = 4,37	$p = 0,00$	Chile - $\alpha$ -90,75
$R^2 = 0,528$	$R^2_a = 0,461$			Col - $\alpha$ -78,71
Suma de cuadrados Res 30,29	F-stat 8,008			Mex - $\alpha$ -79,62
Durbin-Watson 1,85	Prob(F) 0,000			

Se observa en el reporte de la regresión que, con esta especificación del modelo, el signo del coeficiente  $\beta$  es correcto y los coeficientes  $\beta, \delta$ , y  $\phi$  son significativos a un nivel de confiabilidad del 99%.

Las ecuaciones estimadas para cada país son:

$$\begin{aligned} \text{ARGINFLA} &= 96,53 - 95,84 - 1,94 * D(\text{ARGDES}) + \varepsilon_1 \\ \text{BRASINFLA} &= 96,53 + 344,92 - 1,94 * D(\text{BRASDES}) + \varepsilon_2 \\ \text{CHILINFLA} &= 96,53 - 90,75 - 1,94 * D(\text{CHILDES}) + \varepsilon_3 \\ \text{COLINFLA} &= 96,53 - 78,71 - 1,94 * D(\text{COLDES}) + \varepsilon_4 \\ \text{MEXINFLA} &= 96,53 - 79,62 - 1,94 * D(\text{MEXDES}) + \varepsilon_5 \\ \varepsilon_i &= 0,346 * \varepsilon_i(-1) + a \quad i= 1,2,3,4,5 \end{aligned}$$

El vector columna de 5 entradas son los efectos fijos por país, expresados como variaciones respecto de  $\delta$ :

$$\alpha = \begin{pmatrix} -95,84 \\ 344,92 \\ -90,75 \\ -78,71 \\ -79,62 \end{pmatrix} \quad \delta = 96,53 \quad \beta = -1,940 \quad \phi_i = 0,346$$

En cada país, las variables explicativas son: la variación en el nivel del desempleo  $D(xdes) = [xdes(t) - xdes(t-1)]$ , la ordenada al origen  $\delta$  que es positiva y cada efecto individual llamado alfa. Es importante notar que Brasil presenta un comportamiento muy distante a los demás. Esta puede ser una razón por la que el ajuste sale un poco débil. Sin embargo, no se eliminó porque es un país importante en Latinoamérica.

¿Qué resultado tenemos respecto de una relación tipo Phillips? La liga significativa [ $-1.94 = \beta < 0$ ] está mostrando una asociación negativa y lineal entre la variación del desempleo y la inflación, en un modelo donde el estimador es consistente e insesgado y el análisis de residuos muestra ser ruido-blanco-panel. Individualmente podría hacerse un análisis por cada país, pero esto rompe la unidad de la especificación panel.

## SEGUNDO

Estimamos el mismo modelo panel, sin embargo ahora el efecto  $AR(1)$  autocorrelación va de manera autónoma, es decir, puede haber un coeficiente  $\phi$  diferente para cada país:

$$x_i \text{infla} = \delta + \hat{a} \cdot x_i D(\text{des}) + \alpha_i + \hat{a}_i$$

$$\varepsilon_{it} = \phi_i \varepsilon_{it-1} + a_{it}$$

TABLA 2  
VARIABLE DEPENDIENTE: INFLACIÓN  
VARIABLE EXPLICATIVA: VARIACIÓN EN EL DESEMPLEO

Efectos fijos $-\alpha$				
$\delta = 98,180$	st = 7,970	t = 12,310	p = 0,00	
$\beta = -1,790$	st = 0,520	t = -3,430	p = 0,001	
ARG - $\phi = 0,270$	st = 0,080	t = 3,570	p = 0,001	Arg - $\alpha$ -96.53
BRA - $\phi = 0,540$	st = 0,240	t = 2,240	p = 0,031	Bras - $\alpha$ 311.70
CHIL - $\phi = 0,74$	st = 0,300	t = 2,478	p = 0,018	Chile - $\alpha$ -96.45
COL - $\phi = 0,076$	st = 0,298	t = 0,256	p = 0,799	Col - $\alpha$ -79.75
MEX - $\phi = 0,133$	st = 0,220	t = 0,606	p = 0,548	Mex - $\alpha$ -80.75
$R^2$ 0,510	$R^2_a$ 0,384			
Suma de cuadrados Res 27,470	F-stat 4,060			
Durbin-Watson 2,12	Prob(F) 0,000			

Se observa en el reporte de esta última regresión que, en la segunda especificación del modelo, el signo del coeficiente  $\beta$  es correcto, los coeficientes  $\beta$  y  $\delta$  son significativos a un nivel de confiabilidad del 99% y no existe autocorrelación.

En cuanto a los coeficientes  $\phi_i$ , resultan ser significativos para tres de los países: Argentina, Chile y Brasil, pero no son significativos para Colombia y México.

Las ecuaciones estimadas para cada país son:

$$\begin{aligned} \text{ARGINFLA} &= 98,18 - 96,53 - 1,79 *D(\text{ARGDES}) + \varepsilon_1 \\ \text{BRASINFLA} &= 98,18 + 311,70 - 1,79 *D(\text{BRASDES}) + \varepsilon_2 \\ \text{CHILINFLA} &= 98,18 - 96,45 - 1,79 *D(\text{CHILDES}) + \varepsilon_3 \\ \text{COLINFLA} &= 98,18 - 79,75 - 1,79 *D(\text{COLDES}) + \varepsilon_4 \\ \text{MEXINFLA} &= 98,18 - 80,75 - 1,79 *D(\text{MEXDES}) + \varepsilon_5 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \varepsilon_1 &= 0,27 * \varepsilon_1(-1) + a_1 \\ \varepsilon_2 &= 0,54 * \varepsilon_2(-1) + a_2 \\ \varepsilon_3 &= 0,74 * \varepsilon_3(-1) + a_3 \\ \varepsilon_4 &= 0,08 * \varepsilon_4(-1) + a_4 \\ \varepsilon_5 &= 0,13 * \varepsilon_5(-1) + a_5 \end{aligned}$$

El vector columna de los efectos fijos por país, expresados como variaciones respecto de  $\delta$ :

$$\alpha = \begin{pmatrix} -96,53 \\ 311,70 \\ -96,45 \\ -79,75 \\ -80,75 \end{pmatrix} \quad \delta = 96,18 \quad \beta = -1,79$$

Los residuos se modifican poco, lo que sugiere que para asegurar un mejor ajuste tendríamos que ir a un  $AR(2)$  o  $AR(3)$ , pero tomando en cuenta el tamaño de la muestra se prefirió no ir por esta ruta.

En ambos casos se obtiene el signo esperado en el parámetro de interés, pero al tratarse de una muestra corta no es posible realizar una descripción más detallada de la dinámica, como sería incluir la inflación retrasada o buscar una componente de corrección de errores.

Los resultados sugieren una relación que podría desembocar con el paso del tiempo en una especificación completa de una Curva de Phillips Latinoamericana, que incluya una NAIRU Latina.

## CONCLUSIONES

El modelo económico instrumentado en América Latina desde la década del ochenta estableció que se asumiera como objetivo determinante la estabilidad de precios, y generó también altos niveles de desempleo debido al estancamiento económico de toda la región. Estas elevadas tasas de desempleo fueron el costo económico y social más alto al que los gobiernos de la región no han podido dar respuesta.

La Curva de Phillips es una relación empírica que explica la existencia de una relación inversa entre la inflación y el desempleo, la cual a través del tiempo se ha convertido en una referencia teórica y empírica importante para determinar los niveles de desempleo compatibles con los objetivos de estabilidad de precios, es decir que los países desarrollados la utilizan como referencia para definir la política económica de corto plazo.

Bajo las consideraciones anteriores se propone un análisis empírico de la relación inversa entre inflación y desempleo a nivel regional de América Latina, tomando como muestra sus cinco países económicamente más importantes (Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México), escogiendo dos especificaciones de tipo panel donde el parámetro de interés medido por una  $\beta$ , es el que manifiesta la relación inversa entre inflación y variación del desempleo.

Entre distintas especificaciones estimadas del modelo panel, se observó que las dos que presentamos tienen la relación adecuada. Ello indica que se puede configurar una Curva de Phillips aun cuando debe reportarse que, al no obtenerse este resultado con otras especificaciones, el mismo no se presenta como robusto, pero sí define una clara tendencia de que la globalización está permitiendo que los resultados de estudios empíricos utilizando modelos panel sean correctos y generen propuestas para tomar en cuenta en la determinación de la política económica.

## BIBLIOGRAFÍA

- Ball, Laurence and Mankiw, Gregory N. 2002 "The NAIRU in theory and Practice" in *Journal of Economic Perspectives* (FALI-Florida Association of Licensed Investigators) Vol. 16, N° 4.
- Blanchard, Olivier 1997 *Macroeconomía* (Prentice Hall).
- Burton, David and Fischer, Stanley 1997 "Ending moderate inflations" in Cottarelli, Carlo and Szapáry *Moderate inflation; the experience of transition economies* (International Monetary Fund and National Bank of Hungary).

- Carlin, Wendy and Soskice, David 1990 *Macroeconomics and the wage bargain, a modern approach to employment, inflation and the exchange rate* (Oxford University Press).
- CEPAL 2003 *Panorama Social de América Latina 2001-2002* (CEPAL).
- Lipsey, R. G. 1960 "The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957: A further analysis" in *Economica*, Vol. 27, February.
- Ludlow Wiechers, Jorge 1997 *Modelos, pronósticos y volatilidad de las series de tiempo generadas en la Bolsa mexicana de Valores* (México: UAM Azcapotzalco).
- Ludlow Wiechers, Jorge 1999 *Econometría, modelos y pronósticos* (México: UAM Azcapotzalco).
- Phillips, A. W. 1958 "The relation between unemployment and the rate of change of money wages in the United Kingdom, 1861-1957" in *Economica*, November.
- Rodríguez López, Patricia; Peredo Rodríguez, Felipe y Ludlow Wiechers, Jorge, 2004 "La Curva de Phillips y la NAIRU en México" En *Revista Economía, Teoría y Práctica* (UAM).
- Samuelson, Paul and Solow, Robert M. 1960, "Analytical Aspects of Anti-inflation Policy" in *American Review*, May.
- Wooldridge, Jeffrey M. 2002 *Econometric analysis of cross section and panel data* (Cambridge, Mass.: MIT Press) Cap. 10.



ALMA CHAPOY BONIFAZ\*

## COOPERACIÓN FINANCIERA REGIONAL EN LATINOAMÉRICA: POSIBILIDADES Y OBSTÁCULOS\*\*

### INTRODUCCIÓN

Mientras los defensores de la globalización aseguran que tal proceso traerá bienestar a los países económicamente más débiles, las medidas que el Grupo de los Siete (G-7) y las organizaciones financieras internacionales imponen a esos países determinan que permanezcan en el subdesarrollo y en la dependencia, pues se intensifica la desigualdad, aumenta el desempleo, crece la pobreza y se presentan crisis financieras recurrentes.

La globalización es manipulada por los estados poderosos en su propio beneficio (Clark, 1997) y a costa de los de la periferia; por ello es necesario replantear los principios económicos fundamentales de ese proceso<sup>1</sup>.

\* Licenciada en Economía por la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM) con un diplomado en Integración Europea por El Colegio de México. Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas (UNAM), autora de seis libros individuales, artículos para revistas especializadas y colaboraciones en libros colectivos; todos sobre temas financieros.

\*\* La autora agradece la colaboración de los Lics. Víctor Medina y Alma Torres en el acopio de información.

---

1 Hace una década, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) estimó que si Latinoamérica completaba el proceso de reforma estructural, podría incrementar su tasa de crecimiento entre 1,2 y 1,7 puntos porcentuales. Si esto se añade al promedio de creci-

A los países industrializados, al Fondo Monetario Internacional (en lo sucesivo FMI o Fondo) y al Banco Mundial (el Banco) no les interesa el problema de la *distribución del ingreso*<sup>2</sup>; lo importante para ellos es el crecimiento económico, el cual, en su opinión, automáticamente beneficiará a las clases sociales más desprotegidas, cosa que en realidad no ocurre. Para acabar con la pobreza no basta que haya crecimiento económico; se requiere además aplicar medidas para redistribuir el ingreso, como asignar prioridad al gasto público en desarrollo social, particularmente en capital humano.

La globalización perjudica a los sectores marginados, tanto de los países del Norte como del Sur. En opinión de varios autores (De Rivero, 2001; Navarro, 2000; Stiglitz, 2002) la internacionalización de la economía no es responsable de ello; la historia sería otra si la globalización no estuviera guiada por los principios neoliberales. La disyuntiva no es libre comercio o proteccionismo, sino a qué grupos y clases sociales beneficia el proceso de globalización, y quién lo controla (ahora son el Fondo, el Banco, la Organización Mundial de Comercio [OMC], el G-7). El conflicto está entre los grupos de poder del Norte y del Sur y los intereses de las clases populares de ambos.

En la posguerra fría, se presenta no sólo una tendencia a la globalización sino también a la regionalización. Wyatt-Walter (1995) sostiene que la tripolaridad podría ser la forma en que se organice la economía mundial. Norteamérica, la Unión Europea (UE) y el Este de Asia prácticamente controlan la actividad económica mundial, esto es: casi todo el comercio y las inversiones se realizan dentro y entre esos tres bloques. La participación de los subdesarrollados es insuficiente y, por ende, son escasas sus posibilidades de salir de su actual situación.

Sin embargo, los subdesarrollados han tenido una participación importante en el comercio de productos manufacturados: 27% del total mundial en ese sector en 2000, cuando en 1990 ese porcentaje fue de sólo 17%. Esto se explica por la actividad de las empresas transnacionales (ETN) en los países subdesarrollados (incluyendo las maquilado-

---

miento *per cápita* en la última década (1,5%), se obtiene una tasa de crecimiento de alrededor del 3%. Aun a esta tasa (que es muy optimista), tomaría 50 años a la región alcanzar un nivel promedio de ingreso *per cápita* similar al de los países de la OCDE. En 2003 se estimaba que América Latina requeriría un crecimiento anual del 4% *per cápita* para alcanzar la meta del milenio de reducir la pobreza a la mitad en 2015, una tarea difícil dadas las tasas de crecimiento experimentadas en los años noventa (Flannery, 2003).

<sup>2</sup> En 2001, a los países de ingreso alto (más de 9.266 dólares *per cápita* anuales), con menos del 16% de la población mundial, correspondió el 80,2% del PIB mundial y el 75% de las exportaciones mundiales. En el caso de los países de ingreso bajo (hasta 755 dólares), esas cifras fueron: 41% (población), 3,5% (PIB) y 3,6% (exportaciones). Para los países de ingreso medio (entre 756 y 9.265 dólares), los porcentajes fueron 43,5, 16,3 y 21,5, respectivamente (Banco Mundial, 2003).

ras). Así, México está entre los diez principales países exportadores del mundo, pero sus niveles de pobreza han aumentado.

Los promotores del neoliberalismo y de la globalización convencieron a los gobiernos de los países subdesarrollados de que sólo los más aptos para la competencia –vale decir, los que realizasen la apertura comercial y financiera– tendrían acceso a los escasos recursos financieros internacionales. De particular importancia por sus efectos negativos sobre la población más pobre, fue la liberalización de sus respectivos sectores financieros y la relajación o eliminación de las regulaciones cambiarias.

En vez de luchar por un nuevo orden económico internacional, como lo hicieron en los años setenta, los gobiernos de los países subdesarrollados, obligados por las relaciones de fuerza en el nivel mundial, llevaron a cabo las reformas económicas recomendadas por los organismos financieros internacionales; en esto influyó, entre otras cosas, la caída del socialismo en la URSS y en el Este europeo, que debilitó las luchas populares y de izquierda en todo el mundo. Debido a todo lo anterior, actualmente los gobiernos están más orientados a facilitar el funcionamiento del mercado que a atender las necesidades sociales de sus respectivos pueblos.

Ante los problemas derivados de la globalización, los países subdesarrollados que son relativamente homogéneos desde el punto de vista económico, cercanos geográficamente, que en ocasiones comparten raíces históricas, idioma, tradiciones y costumbres, buscan establecer relaciones interregionales. Hacen esto por la dificultad creciente de acceder a los mercados de los países industrializados; como la globalización los margina, buscan esquemas de cooperación mutua, a fin de mejorar su posición en el nuevo contexto mundial y de fortalecer su posición negociadora en los foros internacionales y en los procesos de integración más amplios (Wyatt-Walter, 1995). El objeto de este trabajo es precisamente analizar este proceso de regionalización en América Latina y el Caribe, concentrándose en el aspecto financiero.

## INTEGRACIÓN REGIONAL

Para elevar al máximo las potencialidades de desarrollo, los acuerdos de integración regional pueden servir primeramente para aprovechar y expandir el propio mercado regional, tratar de estabilizar los precios de sus materias primas de exportación<sup>3</sup> y luchar porque estas puedan

---

3 Pueden crearse, por ejemplo, mecanismos que ayuden a los países cuando se desploman los precios internacionales de sus materias primas. En relación con esto, cabe recordar que los países industrializados, que han impuesto la apertura comercial al resto del mundo, establecen medidas proteccionistas que impiden el acceso a sus mercados de diversos pro-

entrar a los mercados de los países industriales en condiciones favorables. El crecimiento con una marcada tendencia a la equidad debe ser la meta esencial del desarrollo y de todo proyecto de regionalización, para reducir la brecha entre los industrializados y los países que poco o nada pueden hacer para beneficiarse de la actual estructura del poder internacional: Los del África subsahariana, Latinoamérica y de buena parte de Asia (Gámez, 2002: 29-42).

El financiamiento al desarrollo, y por ende el ataque a la pobreza extrema, podría facilitarse si los bancos regionales de desarrollo (BRD), cumpliendo con los objetivos para los que fueron creados, abandonararan sus políticas acordes con las del Fondo y del Banco y crearan condiciones favorables a la integración regional de los mercados financieros. Para muchos subdesarrollados, las instituciones de desarrollo bilaterales y multilaterales son la única fuente de recursos financieros de largo plazo.

El Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Banco Asiático de Desarrollo y el Banco Africano de Desarrollo son responsables de alrededor del 61, 40 y 13%, respectivamente, de las corrientes multilaterales netas a sus respectivas áreas (Rojas-Suárez, 2002). Si esas instituciones habilitaran a sus miembros para que tuvieran acceso directo a los mercados de capital privados, los BRD podrían concentrarse en las necesidades de financiamiento a largo plazo para proveer los bienes y servicios, sobre todo los de carácter social, que no pueden financiarse en los mercados; contribuirían así a aliviar las profundas consecuencias sociales de las crisis financieras y mitigar el comportamiento procíclico de las fuentes privadas de financiamiento, acumulando recursos financieros en la fase expansiva del ciclo e inyectando liquidez en épocas de crisis (Hinds, 2002).

La integración financiera debe ir precedida de la integración de los mercados de bienes. La integración financiera implica la liberalización y armonización de los mercados de dinero y de capital e incluye todas las instituciones de los mercados de capital (bancos, instituciones financieras privadas, fondos de inversión, aseguradoras). La meta de

---

ductos de exportación de los países subdesarrollados (muchos de ellos monoprotectores y monoexportadores); lo que estos dejan de percibir por tales medidas supera con creces a las corrientes de ayuda oficial al desarrollo. Las subvenciones agrícolas de los países ricos ascienden aproximadamente a mil millones de dólares diarios, casi seis veces la asistencia a los países subdesarrollados. En 2001, los países de la OCDE gastaron 231 mil millones de dólares en subvenciones agrícolas, destacándose la UE (93 mmd), EE.UU. (49 mmd) y Japón (47 mmd). Estas subvenciones frenan el potencial de crecimiento de muchos países subdesarrollados. Nicolás Stern, del BM, brinda los siguientes datos comparativos: en Japón, una vaca recibe 7 dólares diarios de subvención; en contraste, el 75% de la población del África subsahariana vive con menos de 2 dólares diarios (FMI, 2002: 322).

los acuerdos de integración financiera regional sería regular y estabilizar los mercados financieros para evitar el contagio cuando algún país entrara en crisis, e incluso crear mercados financieros regionales, armonizar los sistemas de pagos y establecer una adecuada supervisión.

Desarrollar mercados financieros regionales permitiría: a) avanzar en la coordinación macroeconómica<sup>4</sup>, b) proporcionar liquidez durante la crisis, c) limitar el endeudamiento a corto plazo, y sobre todo d) promover el desarrollo mediante la eficaz movilización de los recursos financieros regionales, contribuyendo a superar la debilidad de los incipientes mercados nacionales de capital mediante una mayor eficiencia en la asignación de capitales, y brindando a los inversionistas regionales y extrarregionales oportunidades de diversificar los riesgos y de tener acceso a información.

De esta manera, los países y regiones serían menos vulnerables ante la especulación global resultante del hecho de que la economía real esté supeditada a la economía financiera.

Los mercados financieros, más que el comercio de mercancías, constituyen un canal de contagio de los efectos de conmociones externas entre los países de una región. Por tanto, la integración financiera exige una serie de requisitos esenciales, en especial el fortalecimiento y eventual armonización de las regulaciones de los sistemas financieros nacionales. Si en un mercado financiero integrado tales regulaciones difirieran de un país a otro, provocarían cambios en la ubicación de instituciones financieras dentro de la región.

Paralelamente a la cooperación financiera regional, los países subdesarrollados deben fortalecer sus mercados internos, a fin de movilizar sus propios ahorros, canalizándolos a actividades que redunden en la creación de empleos y en el desarrollo económico. El crecimiento de muchos países de Asia oriental se basa en sus altos niveles de ahorro, incluso superiores al 30% del Producto Nacional Bruto (PNB). En contraste, en la mayoría de los países africanos, las tasas de ahorro fluctúan entre el 10 y el 15% del PNB, por lo que no pueden tener una tasa de crecimiento que les permita salir de la pobreza. La falta de ahorro interno determina dependencia respecto del exterior.

Para atenuar la volatilidad de la cuenta de capital es preciso que los países subdesarrollados eviten el sobreendeudamiento, desequilibrios en los tipos de cambio, en las tasas de interés y en los precios de los activos físicos y financieros. También deben mantener un adecuado perfil de vencimientos y controlar la entrada y salida de capital de corto plazo, en particular durante los auges financieros.

---

4 Mediante el establecimiento de metas de convergencia (inflación, déficit fiscales, deuda externa, déficit en cuenta corriente, etcétera).

Además de favorecer la inversión nacional y de desalentar la fuga de capitales, los países subdesarrollados tienen interés en captar un mayor volumen de inversión extranjera directa (IED)<sup>5</sup>. Aun reconociendo la importancia que esta puede tener en la economía de los países subdesarrollados, no deben olvidarse sus efectos negativos en la generación de empleo, en el medio ambiente, y sobre todo, su orientación a actividades que no favorecen el desarrollo económico. Para evitar estas y otras desventajas y lograr que dicha inversión beneficie realmente a los países receptores, estos tienen que ser capaces de encauzar esa inversión a sus propios planes de desarrollo. Agrupamientos regionales de países subdesarrollados ayudarían a promover IED en esas condiciones.

La IED es una fuente muy importante de transferencia financiera de los países ricos a los pobres (en América del Sur se triplicó en la década del noventa), lo que teóricamente podría contribuir al desarrollo de estos últimos; sin embargo, las reglas que imponen las ETN limitan la posibilidad de regular la inversión, lo que da como resultado una muy pobre conexión con las cadenas productivas nacionales, y por ende, con el desarrollo de los países huéspedes.

Algo fundamental en cuanto a la IED es resistirse a que invada la banca y las finanzas. Si los países subdesarrollados no adoptan las medidas adecuadas, la integración de los mercados financieros seguirá dándose como ha ocurrido desde la última década del siglo XX en varios países subdesarrollados: mediante la creciente participación de bancos y de fondos de inversión extranjeros. En varios de los llamados países emergentes (Argentina, Chile, República Checa, Hungría, Polonia y México) más de la mitad de los activos del sistema financiero están controlados por bancos extranjeros de los países industriales (Gelos y Roldós, 2002). Con la participación extranjera, se pretende superar el problema de la falta de desarrollo y de liquidez de los mercados de capital de los países subdesarrollados, pero se condena a estos a una gran dependencia respecto del exterior.

Se requiere avanzar en el desarrollo de sólidos sistemas financieros nacionales. Los bancos manejan recursos de la sociedad y deben actuar responsable y prudentemente al asumir riesgos financieros, para evitar crisis cuyas consecuencias finalmente son pagadas por la socie-

---

5 En los años noventa, la IED aumentó con mayor rapidez que el comercio y que el PNB, lo que constituye una manifestación del creciente predominio del capital financiero. Se pretende que las corrientes de IED fluyan a más países subdesarrollados, pues de 1993 a 1998, el 70% de toda la IED a los países subdesarrollados se concentró en veinte de ellos, lo que revela que la mayoría han sido ignorados por los capitales privados que van al exterior; en 1999 estos países recibieron apenas el 0,5% de las entradas de IED mundial.

dad en su conjunto; recuérdese que en varios países subdesarrollados han sido necesarios recursos equivalentes hasta el 40% del PNB para rescatar a los sistemas bancarios (Iglesias, 2002).

A partir de los años noventa ocurre un cambio gradual de la integración tradicional Sur-Sur a los acuerdos Norte-Sur. Este regionalismo hegemónico (Hettne, 2000), lejos de vincular a los países subdesarrollados con los industrializados, somete a aquellos en acuerdos de libre comercio “recíproco”, que resultan injustos dadas las desigualdades entre los socios.

Ejemplo del regionalismo Norte-Sur es la participación de México en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), las áreas de libre comercio de Canadá con Costa Rica y Chile; Unión Europea con México y con el MERCOSUR, Chile y los países de la Comunidad del Caribe; Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC) y las negociaciones para el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA).

Al participar en este tipo de acuerdos, los países subdesarrollados esperan asegurar el acceso estable a los mercados de los países industrializados, mediante el establecimiento de compromisos más firmes que los bilaterales, el aumento y diversificación de las exportaciones y la atracción de IED en condiciones favorables. También se aspira a establecer redes de protección social y a aumentar el poder de negociación en los foros internacionales.

## INTEGRACIÓN REGIONAL EN LATINOAMÉRICA Y EL CARIBE

En esta zona los principales bloques comerciales interregionales son:

- El Mercado Común de América del Sur (MERCOSUR, 1994): Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, con Chile y Bolivia como asociados.
- El Mercado Común Centroamericano (MCCA): Guatemala, Costa Rica, El Salvador, Nicaragua y Honduras.
- La Comunidad Andina (CAN, 1969): Venezuela, Colombia, Ecuador, Perú y Bolivia.
- La Comunidad del Caribe (CARIFTA o CARICOM, 1968): Antigua y Barbuda, las Bahamas, Barbados, Belice, Dominica, Grenada, Guyana, Haití, Jamaica, San Kitts y Nevis, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, Trinidad y Tobago y Monserrat.
- La Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI, 1980), antes Asociación Latinoamericana de Libre Comercio (ALALC, 1960): Argentina, Bolivia, Brasil, Cuba, Colombia, Chile, Ecuador, Perú, Paraguay, México, Venezuela y Uruguay.

En este listado no se incluye el TLCAN porque dos de los tres socios, Estados Unidos y Canadá, son países desarrollados, miembros del G-7 y no pertenecen a América Latina y el Caribe. Tampoco se incluye la propuesta del ALCA, que abarcaría a todo el continente americano (excepto Cuba).

La *cooperación monetaria y financiera* en Latinoamérica es indispensable por la amenaza constante de contagio de conmociones externas, derivada de los altos niveles de dependencia económica respecto de los mercados internacionales de capital. Desgraciadamente, en este ámbito de cooperación los avances son casi nulos. Sólo el TLCAN, que es un acuerdo Norte-Sur, ha avanzado en la liberalización de los servicios financieros regionales, en virtud del avasallamiento de México por parte de los otros dos socios, en especial de EE.UU., lo cual no es el tipo de integración que aquí se propone.

El CARICOM y el MCCA tienen un mecanismo regional para hacer un seguimiento de indicadores monetarios y de convergencia macroeconómica. Por su parte, el MERCOSUR y sus países asociados (Bolivia y Chile) y la Comunidad Andina (CAN) han fijado metas formales para déficit fiscales, deuda pública externa e inflación.

Varias bolsas de valores latinoamericanas han lanzado iniciativas, no concretadas aún, para establecer alianzas entre sí y con otras bolsas fuera de la región (FMI, 2001). Como los mercados accionarios son restringidos, se busca la regionalización para actuar en bloque frente al resto de las bolsas del mundo, tomando en cuenta que la tendencia mundial es que la mayor parte de las inversiones se muevan a través de ese tipo de instituciones.

La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) ha planteado que se debe avanzar en el fortalecimiento de la banca de desarrollo regional y subregional. De más está señalar los beneficios que derivarían de esto, aunado a la adopción de medidas como controles prudenciales de capital, que hagan a los países de la región menos vulnerables a las fluctuaciones del sistema financiero internacional. Existe además el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), organismo interestatal que proporciona formas de apoyo de balanza de pagos a los países de la Comunidad Andina más Costa Rica, y que está abierto a la incorporación de nuevos miembros.

En Latinoamérica empiezan apenas a surgir iniciativas del tipo de las asiáticas<sup>6</sup> que, al igual que estas, carecen del radicalismo exigido

---

6 Iniciativa Chiang Mai, red ampliada de *swaps* entre los participantes (la ASEAN más Japón, China y Corea del Sur); proceso de supervisión de la ASEAN (sistema de alerta anticipada); creación de un Fondo Monetario Asiático (idea bloqueada por EE.UU.), y otras más (Chapoy, 2003).



por la severidad de la situación. Está, por ejemplo, la propuesta de la Comunidad del Caribe (CARICOM) de establecer un Fondo de Integración Regional dentro del ALCA como mecanismo para solucionar el problema de los desequilibrios entre las naciones más desarrolladas y las economías más débiles y más pequeñas del hemisferio<sup>7</sup>. La solidaridad regional facilitaría la solución tanto de crisis de liquidez como de insolvencia, mediante la disposición de recursos financieros latinoamericanos. Con este fin, el FLAR propone crear *el* Fondo Monetario Latinoamericano (FMLA).

La ALADI tiene un sistema de pagos recíproco para financiar el comercio entre sus miembros, que otorga créditos y garantías para el apoyo de balanza de pagos, créditos para solucionar problemas de liquidez, créditos contingentes, créditos de apoyo a la reestructuración de la deuda pública y para financiar exportaciones. De extenderse estos servicios a todos los países latinoamericanos, el propuesto FMLA sería un organismo monetario regional, que actuaría junto con los bancos centrales de los países miembros como un banco de compensación de los intercambios regionales, administrado en función de las necesidades e intereses de todos los participantes y, lo más importante, *fuera del control de* EE.UU. Empero, la cristalización de tal proyecto es sumamente difícil, considerando que una institución de ese tipo fue bloqueada en Asia por EE.UU.

Aunque no es un ejemplo deseable de bloque regional, es necesario mencionar la Unión Monetaria del Caribe Oriental integrada por ocho pequeños países insulares<sup>8</sup>. Tienen una moneda común, el dólar del Caribe Oriental, que inicialmente estuvo vinculado a la libra esterlina y a partir de 1976 lo está al dólar estadounidense. Hay un solo banco central y una sola política monetaria. El Banco Central del Caribe Oriental funciona como un consejo monetario; esta unión monetaria, al igual que la Comunidad Financiera Africana, vinculada durante años al franco francés y ahora al euro, es sólo una prolongación del sistema colonial. No obstante, la pequeñez de los países que integran este bloque puede explicar tal situación.

## POSIBILIDADES DE UNIONES MONETARIAS EN LATINOAMÉRICA

En un concienzudo estudio, Heliodoro Temprano Arroyo (2002) analiza las posibilidades de integraciones monetarias sub-regionales en La-

---

7 Punto 37 de la declaración emitida al concluir la XII Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno del Grupo de Río (Panamá, 4 y 5 de septiembre de 1998).

8 Anguila, Antigua y Barbados, Dominica, Grenada, Montserrat, St. Kitts y Nevis, Sta. Lucía y San Vicente y las Granadinas. Excepto Anguila y Montserrat, son países independientes.

linoamérica. Atendiendo a la teoría de las áreas monetarias óptimas (AMO), el MCCA, la CAN y el MERCOSUR no constituyen áreas monetarias óptimas<sup>9</sup>, pues la interdependencia comercial y la integración financiera y laboral interregionales son bajas, la probabilidad de choques asimétricos es alta y no existe un sistema de transferencias fiscales intrarregionales –como ocurre en la Unión Europea– para enfrentar conmociones asimétricas.

En ninguna de esas subregiones existe *convergencia* macroeconómica, adolecen de un alto grado de volatilidad macroeconómica y su compromiso con los proyectos de integración subregional aún es débil.

El MERCOSUR exploraba las posibilidades de una moneda común como culminación a largo plazo de sus esfuerzos por coordinar y armonizar políticas macroeconómicas. La crisis argentina que estalló en diciembre de 2001 dejó en suspenso tal proyecto.

Así pues, las *posibilidades de uniones monetarias en Latinoamérica* son nulas en un futuro previsible. La región está sujeta a frecuentes conmociones financieras, y tanto su grado de integración comercial, financiera y laboral como su convergencia macroeconómica son muy bajos. Ningún país de la región tiene una moneda fuerte, abundancia de reservas o tradición de estabilidad que pudiera servir de base a una unión monetaria con suficiente credibilidad, y no hay un país miembro grande y estable del cual poder importar credibilidad monetaria (Temprano Arroyo, 2002).

Al no haber condiciones para el surgimiento de una moneda común latinoamericana en ninguna de las tres subregiones mencionadas, desde mediados de los años ochenta ha surgido la idea de una posible dolarización en América Latina y el Caribe, esto es, el uso interno del dólar estadounidense, junto con la moneda local, como medio de pago, conservador de valor y unidad de cuenta (De Nícolo et al., 2003).

En opinión de Temprano Arroyo, Centroamérica sería candidata a una *integración monetaria basada en el dólar*<sup>10</sup>, pues los países de esa subregión presentan un muy alto grado de dolarización, realizan entre el 50 y el 75% de su comercio con EE.UU. o entre ellos, carecen de instituciones monetarias fuertes y tienen un alto grado de apertura comercial y de movilidad laboral, especialmente frente a EE.UU..

La CAN y el MERCOSUR no están en la misma situación, pese a la decisión de Ecuador de dolarizar y a las muy altas tasas de dola-

---

9 Las áreas monetarias óptimas son grupos de países con economías estrechamente vinculadas por el comercio en bienes y servicios y por la movilidad de los factores.

10 Los países dolarizados (Ecuador, El Salvador y Panamá) no tienen política monetaria propia, por lo que sus condiciones monetarias son determinadas básicamente por los mercados internacionales y por los cambios en la percepción de riesgo país.

rización de Bolivia y Perú. La CAN comercia menos con EE.UU. que Centroamérica, es mucho más cerrada y los vínculos comerciales entre sus miembros son débiles.

En el caso del MERCOSUR, Argentina, Paraguay y Uruguay están muy dolarizados, pero Brasil no. Y salvo Paraguay, la región comercia más con la UE que con EE.UU. y sus economías están aún muy cerradas. Aunque los países del área comercian más entre sí que los centroamericanos, la participación combinada de comercio interregional y con EE.UU. no hace aconsejable la dolarización. Y sobre todo, la crisis argentina que se inició a fines de 2001 ha hecho ver lo erróneo que sería extender la dolarización a toda Latinoamérica para alcanzar la estabilidad monetaria.

Si las autoridades monetarias locales conducen de manera acertada la política monetaria, no habrá dolarización. Esta obedece a pobres políticas macroeconómicas, en especial a una política monetaria débil, que destruye la confianza en la moneda nacional; la expectativa de una depreciación cuando existe un tipo de cambio vinculado induce la dolarización. Aunque esta puede permitir acabar con la desintermediación financiera, tiene un alto costo en términos de independencia monetaria y de vulnerabilidad del sistema financiero.

Frente a quienes se oponen a la dolarización porque compromete la independencia monetaria se yerguen aquellos que consideran que debe aceptarse como una manifestación inevitable, aun conveniente, de la globalización, que tarde o temprano conducirá a la desaparición de prácticamente todas las monedas mundiales, sobreviviendo sólo las más fuertes (dólar, euro, yen; o incluso sólo las dos primeras).

Ante esto, autores como Ize y Parrado (2002) auguran un mejor futuro para las monedas de la mayoría de los países emergentes, en virtud de que han controlado su oferta monetaria<sup>11</sup> y de que han adoptado el sistema tan en boga de metas de inflación. Supuestamente, fijar una meta de inflación en vez de una cambiaria, conduce gradualmente a la desdolarización y reduce las posibilidades de catástrofes en la economía nacional. Además, EE.UU. no ha manifestado deseos de que la región se dolarice.

Los sistemas financieros dolarizados son muy frágiles, al estar expuestos tanto a riesgos de insolvencia como de liquidez. La crisis mexicana de los “mex-dólares” en 1982 ilustra esto. Hubo posteriores episodios similares en Asia, Sudamérica y Europa oriental. La crisis financiera argentina y sus efectos sobre sus vecinos altamente dolarizados reveló que

---

11 Mediante políticas fiscales “más responsables” –básicamente déficit cero o superávit presupuestales–, bancos centrales más independientes y un mejor control de los gastos cuasi fiscales.

la dolarización interna incrementa enormemente la fragilidad de los sistemas financieros. Esto porque la volatilidad de las corrientes de capital tiene mayor impacto en los países con alta incidencia de deuda denominada en moneda extranjera; en una economía muy dolarizada, una depreciación del tipo de cambio real conduce a problemas de insolvencia.

### OBSTÁCULOS A LA INTEGRACIÓN LATINOAMERICANA Y CARIBEÑA

Si bien el comercio interregional ha crecido mucho más rápidamente que el extrarregional, EE.UU. sigue siendo el principal mercado para la mayoría de los países de la región, aunque se registra una creciente participación de la UE en Sudamérica. Asia es un mercado importante sólo para algunos países, como Chile.

Los acuerdos de integración que se inician a mediados de los años ochenta y cobran fuerza en los noventa son calificados como de segunda generación, y se caracterizan por liberalizar el comercio cada vez en mayor medida y, sobre todo, por incluir temas como la solución de controversias, propiedad intelectual, normas ambientales y normas laborales bajo las cuales se esconden formas de proteccionismo, sobre todo en los tratados Norte-Sur.

En Latinoamérica faltan esquemas integradores modernos que faciliten el incremento del intercambio interregional. Los acuerdos de integración entre países latinoamericanos, aunque de larga data, han tenido resultados limitados, como lo demuestra el hecho de que mientras en la UE el comercio interregional es de 65%, en Latinoamérica es de sólo 22%; más aún, en 2002 ese comercio se contrajo al 16%, lo que indica incluso un retroceso en los procesos de integración. Otro elemento importante de la cooperación regional son las inversiones directas interregionales; pues bien, entre los países de la ALADI, tales inversiones representaban a fines de los años noventa, cuando mucho, el 10% de las IED recibidas por esos países.

La situación económica de la región plantea problemas a los procesos de integración. Muchos países latinoamericanos registran bajas tasas de crecimiento o recesión, aumento del desempleo, intensificación de la pobreza, una caída en las entradas de capital a partir de 1999 y un incremento de las tasas de interés y de los niveles de deuda. Los años de debilidad de la reactivación económica estadounidense se reflejaron en la actividad económica regional.

El deterioro de las condiciones financieras internacionales, aunado a factores internos, determinó que en 2002 salieran de Latinoamérica recursos netos por un monto de 39 mil millones de dólares (2,4% del PNB regional), la mitad de los cuales se explica por lo sucedido en Argentina.

El crecimiento económico inestable y las frecuentes crisis que han caracterizado a Latinoamérica se han traducido en una mayor inequidad

en la distribución del ingreso. En 1997-2002, la mitad de los países de la región tuvo una contracción del PNB *per cápita*; como resultado, el número de pobres aumentó en 20 millones (CEPAL, 2002). En ese período, los pagos de intereses superaron al endeudamiento externo. Las políticas monetaria y fiscal procíclicas han acentuado los efectos de la situación externa adversa.

Debido a las devaluaciones, en 2002 ocurrieron cambios forzados de régimen cambiario hacia la flotación en Argentina, Uruguay y Venezuela, y fuertes depreciaciones reales en todos ellos. De esta manera, se acentuó la tendencia gradual hacia la adopción de regímenes de flotación con metas de inflación entre los países medianos y grandes de la región; se supone que ello debe permitir un ajuste oportuno del tipo de cambio durante las crisis y una mayor autonomía en el manejo de la política monetaria.

Así pues, la inestabilidad en la política macroeconómica es un enemigo de la integración regional latinoamericana, sobre todo en los aspectos monetario y cambiario, pero el mayor peligro para la integración regional lo constituyen las negociaciones para el ALCA.

## EL ÁREA DE LIBRE COMERCIO DE LAS AMÉRICAS (ALCA)

Este acuerdo, que según sus promotores entraría en vigor en 2005, es un proyecto de integración regional Norte-Sur que propone la progresiva eliminación de las barreras al comercio de bienes y servicios y a la inversión (4<sup>o</sup> Reunión Ministerial de Comercio, San José de Costa Rica, marzo de 1998, Declaración Conjunta)<sup>12</sup>. Por la forma en que está concebido, entraña graves riesgos para los países latinoamericanos, pues además de ser una amenaza a su integración regional, representa la continuidad de un modelo acorde con los intereses hegemónicos de EE.UU.: la extensión del TLCAN<sup>13</sup> en el nivel latinoamericano.

---

12 Se han llevado a cabo ocho Reuniones Ministeriales de Comercio entre junio de 1995 y noviembre de 2003. Aparte están las Cumbres de las Américas, de las que se han llevado a cabo cuatro. La Cumbre de Miami fue la primera, y le siguieron la de Santiago de Chile (1998), la de Quebec (2001), nuevamente Miami (20-21 de noviembre de 2003) y una extraordinaria en Monterrey (enero de 2004).

13 El TLCAN, suscrito el 7 de octubre de 1992, entró en vigor el 1 de enero de 1994, constituyéndose en el mercado más grande del mundo, con 411 millones de consumidores potenciales y un PNB de nueve billones de dólares. Es una zona de libre comercio entre los tres países miembros: Canadá, EE.UU. y México, basada en las reglas y principios del GATT (OMC a partir de 1995). El acuerdo pretende, además de eliminar las barreras arancelarias y de establecer reglas para la libre circulación de bienes, servicios y capitales, coordinar políticas macroeconómicas entre los tres países; empero, excluye la libre circulación de personas. El TLCAN institucionaliza la liberalización indiscriminada del comercio y de las inversiones, la desregulación y la privatización, y con ello entroniza al capital y por ende a su principal instrumento, las corporaciones transnacionales.

Por lo tanto, es necesario buscar otras alternativas para la inserción internacional de América Latina, la cual, antes de incorporarse a esquemas de integración globales debe avanzar en su propia integración regional.

Estados Unidos busca ampliar y asegurar mercados para sus exportaciones y para sus inversiones, y también disponer de mano de obra eficiente, barata y cercana, tal como lo ha hecho con México y Canadá a través del TLCAN. El ALCA pretende una mayor inserción internacional de América Latina, pero en beneficio de EE.UU., que reacciona así ante los logros de la UE, que en mayo de 2004 amplió a 25 su número de miembros. Con el ALCA, EE.UU. espera mantener su papel hegemónico en el nivel internacional y fortalecer su presencia en la región, considerada como su natural área de influencia.

Los 34 países que participarían en el ALCA serían: Antigua y Barbuda, Argentina, Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Costa Rica, Dominica, Ecuador, El Salvador, EE.UU., Grenada, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Saint Kitts y Nevis, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Surinam, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela<sup>14</sup>.

Estos países, que suman una población de más de 780 millones de habitantes y un PNB de 13,5 billones de dólares, son heterogéneos en tamaño, población, crecimiento económico, productividad, etc., lo que hace casi imposible que Latinoamérica y el Caribe logren con el ALCA un mayor crecimiento económico y una mejor distribución del ingreso, sobre todo porque no contempla la convergencia económica y social. A este respecto, cabe señalar que todo acuerdo Norte-Sur debe incluir un financiamiento que compense los efectos que produce el proceso de integración, como sucede en la UE<sup>15</sup>. Siguiendo este modelo, la Comunidad del Caribe (CARICOM) lanzó la propuesta antes mencionada, de establecer un Fondo de Integración Regional dentro del ALCA para ayudar a superar los desequilibrios existentes entre las naciones del hemisferio, ya que no puede haber trato igual entre desiguales.

Se supone que el ALCA incluye el compromiso de buscar los medios para facilitar la integración de las economías más pequeñas y débiles y aumentar sus niveles de desarrollo, pero no se especifica cómo

---

14 En abril de 2001 se incorporó la cláusula "democrática" según la cual sólo los países con gobiernos democráticos pueden participar en el ALCA, lo que deja fuera a Cuba.

15 Los países más ricos de la UE canalizan ayuda a través de fondos para el desarrollo estructural a Irlanda, Portugal y Grecia y a regiones menos favorecidas en los países ricos (gran parte de España, Italia meridional, Irlanda del Norte, Córcega y los departamentos franceses de ultramar), a fin de ir logrando gradualmente que toda la población de la UE se beneficie del mercado integrado.

se va a hacer esto. No obstante las asimetrías existentes (el PNB de Latinoamérica y el Caribe equivale al 16% del estadounidense), EE.UU. desplegará todo su poder para imponer el ALCA.

En vez de avances en los procesos de integración latinoamericanos, han surgido esquemas subregionales como el Plan Puebla Panamá (PPP)<sup>16</sup>, que detrás de los objetivos que se dan a conocer oficialmente (acelerar el progreso económico y social), pretende subordinar aún más el sudeste de México y Centroamérica a los intereses de EE.UU., anticipándose al ALCA; promoviendo esquemas como el PPP, México, como socio del TLCAN, facilita las actividades de las ETN.

El ALCA intenta impulsar en el nivel mundial –empezando por el continente americano– no sólo los planteamientos del TLCAN sino también los del fallido Acuerdo Multilateral de Inversiones (AMI); de esta manera, pretende incluir en el ALCA los temas que quedan pendientes en la Organización Mundial del Comercio (OMC): servicios, propiedad intelectual, compras del sector público. El AMI y el TLCAN manejan el principio de “trato nacional”, que exige para los inversionistas extranjeros un trato “no menos favorable” que el que reciben las empresas locales, sin atender a las circunstancias.

Del mismo modo, en el ALCA estarían prohibidos los “requisitos de desempeño”, lo que privaría a los gobiernos de importantes herramientas de política económica y restringiría las posibilidades de promover el desarrollo económico y social. Las corrientes de comercio e inversiones han tenido escasa conexión con las cadenas productivas nacionales y tienen poco efecto multiplicador sobre el resto de la economía para generar crecimiento y empleo. Incluso hay cláusulas que autorizan a las transnacionales a demandar a los estados.

El capítulo de inversiones del ALCA pretende legalizar la desregulación y transnacionalización del sector financiero latinoamericano con el argumento de que al abrir los mercados de capital, los países en desarrollo de la región se verán beneficiados por un mayor acceso al capital. Sin embargo, la experiencia demuestra que el incremento de flujos financieros –sobre todo de capital especulativo– genera inestabili-

---

16 El gobierno mexicano lanzó este Plan (Diario Oficial de la Federación, 5 de junio de 2001) para impulsar la cooperación de México con Centroamérica en el desarrollo del turismo y de la infraestructura regional (carreteras, puertos, aeropuertos, ferrocarriles, generación de electricidad), en la preservación del ambiente, en el control de desastres naturales y en el desarrollo de recursos humanos; pero sobre todo *se pretende crear condiciones favorables a la inversión nacional e internacional*. Comprende los siete países centroamericanos y nueve estados mexicanos (más de 1 millón de kilómetros cuadrados y 65 millones de habitantes, con niveles de pobreza mucho más altos que los del resto de América Latina).

dad monetaria y cambiaria en la región, y posteriormente decrecimiento de la actividad económica y del empleo.

Weisbrot y Watkins (1999) hacen una serie de recomendaciones a los negociadores latinoamericanos del capítulo sobre inversiones del ALCA. Básicamente, que conserven la autonomía nacional en el manejo de la cuenta de capital e incluyan disposiciones que permitan a los gobiernos signatarios aplicar medidas para desalentar las entradas y salidas de capital privado de corto plazo, tales como: 1) imponer límites a la convertibilidad monetaria cuando el gobierno considere que tal acción es de interés nacional, por ejemplo, durante una crisis financiera; 2) preferir las inversiones a largo plazo sobre las de corto plazo; 3) imponer requisitos de reserva sobre la inversión de cartera; 4) imponer restricciones sobre el endeudamiento en el exterior de bancos locales, aunque esto viole el “trato nacional”.

Es útil recordar que de 1982 a 1990 se negoció en la ONU un Código de Conducta para las ETN, que intentaba equilibrar los derechos y las obligaciones de los inversionistas extranjeros y de los países huéspedes. De acuerdo con tal proyecto, las ETN tendrían derecho a un trato justo y equitativo, pero se reconocía el derecho de los estados a “regular la entrada y el establecimiento de ETN, incluida la determinación del papel que esas empresas podían desempeñar en el desarrollo económico y social, y a prohibir o limitar el grado de su presencia en sectores concretos”. Pero como era de esperarse, algunos países desarrollados, fundamentalmente EE.UU., maniobraron para que el Código no se aprobara (Khor, 1998).

Todos los acuerdos de inversiones están diseñados para que los inversionistas transnacionales puedan mover de manera irrestricta sus capitales por todo el mundo (incluyendo principal, beneficios, dividendos, intereses y ganancias de capital), con una interferencia mínima de los países huéspedes y de las regulaciones internacionales. Algo muy grave es que esos acuerdos tratan por igual a la IED y a las corrientes especulativas de portafolio. El ALCA (artículo 1.139) considera como inversión: empresas, acciones y valores de deuda, préstamos, ingreso y beneficios, y bienes raíces u otra propiedad, tangible o intangible. El AMI: propiedad, acciones y valores, demandas sobre dinero, préstamos y derechos de propiedad intelectual.

Ambas definiciones incluyen inversiones guiadas, sobre todo, por el propósito de obtener rápidas ganancias; así, poco o nada contribuyen al desarrollo económico de los países huéspedes. Esas corrientes de capital, al revertirse súbitamente, desencadenan las crisis. Un tratado que impida incluso que el capital extranjero muy volátil y a corto plazo se sujete a disposiciones dictadas por los gobiernos nacionales para proteger su respectiva economía es inaceptable.



A diez años de la entrada en vigor del TLCAN, México ha triplicado sus exportaciones (de 51 mil millones de dólares en 1993 a 160 mil millones de dólares en 2002) y ocupa el octavo lugar entre las economías exportadoras. Por ello hay quienes consideran que convendría aplicar el modelo del TLCAN al resto de los países latinoamericanos; sin embargo, quienes así opinan no toman en cuenta que esas exportaciones reflejan en buena medida la actividad de las ETN, además de que se basan mucho en importaciones.

Es preciso considerar también que, desde la entrada en vigor del TLCAN (1994), los salarios reales en México han perdido el 30% de su valor. Las inversiones estadounidenses (sobre todo en la industria manufacturera) pasaron de 16.900 millones de dólares a 26.500 millones de dólares, pero de 1994 a 2001 la tasa promedio de crecimiento del empleo en dicha actividad fue de sólo el 0,7% anual, en tanto el salario promedio de tal actividad descendió (García, 2002). El Partido Revolucionario Institucional (PRI) y el Partido Acción Nacional (PAN) modificaron la legislación financiera nacional para permitir el control total del sistema financiero mexicano por ETN, autorizando que el 100% de los bancos del país pudiera ser adquirido por extranjeros; como resultado de ello, más del 80% de los ahorros de los mexicanos están en poder de instituciones del exterior.

El modelo neoliberal considera que el sector exportador es el motor del crecimiento económico; en los países subdesarrollados, sucede que ese “motor” se separa del resto de la economía, constituyendo verdaderos enclaves. Con el TLCAN, EE.UU. ha asegurado su acceso al petróleo y a otros recursos naturales de México y Canadá, al tiempo que asegura también un amplio mercado para su tecnología y productos, algunos de los cuales no encuentran salida en otras regiones por la aguda competencia que enfrentan (Arroyo et al., 2002).

Durante buena parte de la década del noventa, México fue el segundo receptor de inversión extranjera en el mundo, con un acumulado de 153 mil millones de dólares a partir del TLCAN (Banco de México, informes anuales), lo que revela el gran dominio extranjero sobre la economía mexicana. El crecimiento promedio anual del PIB, de alrededor del 1% en los años en vigor del TLCAN, ha exacerbado las grandes desigualdades sociales; por tercer año consecutivo, en 2003 la economía mexicana virtualmente se estancó.

Además de pretender aplicar el TLCAN y el AMI en sus relaciones con el subcontinente, tras el colapso de las negociaciones de la OMC en Cancún (Quintana Roo, México, septiembre de 2003), EE.UU. amenazó con dejar el multilateralismo y buscar acuerdos en el ámbito bilateral y regional, en los que pueda presionar para incluir cuestiones como las inversiones y las compras gubernamentales, así como las políticas de competencia y la propiedad intelectual, temas rechazados en Cancún.

En el ALCA, EE.UU. se negará a eliminar los subsidios y apoyos internos a la agricultura, que es el principal tema de interés para el resto de los países del hemisferio. El ALCA limita la capacidad de los gobiernos para hacer que el comercio funcione en favor de las metas de desarrollo y erradicación de la pobreza. Si gobiernos, organizaciones ciudadanas y sindicatos se unieran en favor del desarrollo de sus pueblos, sería posible resistirse a aceptar el ALCA.

## CONCLUSIONES

Lo dicho a lo largo de este trabajo obliga a plantear la necesidad de impulsar una forma diferente de integración que fomente la cooperación regional para resolver problemas comunes, así como la mejor forma de inserción internacional de Latinoamérica; en cualquier caso, esta debe permanecer unida.

Aunque se habla de obtener beneficios a través de la integración económica, las disparidades de ingresos y las cifras absolutas de quienes viven en la pobreza han aumentado notablemente, precisamente al intensificarse la globalización.

En cuanto a la integración financiera, los países subdesarrollados no deben renunciar al establecimiento de su propia política monetaria y financiera y al manejo de su propia divisa; la pérdida de soberanía que implica una unión monetaria sólo es aceptable si se da entre pares y, en consecuencia, no significa la subordinación a una potencia económica. Los gobiernos deben resistirse a la dolarización, que trae aparejada una pérdida de soberanía; no hay que perder de vista que la moneda es uno de los pocos reductos de autonomía y soberanía. Ningún acuerdo internacional deberá mermar la capacidad de los estados para establecer políticas monetarias y financieras independientes, que tengan como objetivos fundamentales el desarrollo y el bienestar de su pueblo.

Asimismo, hay que tener bien claro que el capital del exterior debe ser sólo un factor complementario del ahorro nacional, y por tanto se debe evitar depender de él. El verdadero motor del desarrollo es la movilización de los recursos internos.

Tarea fundamental para activar realmente la integración de Latinoamérica y el Caribe es buscar la forma de aliviar la carga insostenible de la deuda externa, que en 1990 ascendía a 475 mil millones de dólares y en 2002 a 789 mil millones de dólares, tres veces más que en 1982. Sólo por concepto de servicio de la deuda, la región pagó entre 1990 y 2002 alrededor de 1,2 billones de dólares, es decir, una cifra muy superior a la deuda acumulada.

Por el momento, existe un alto grado de incertidumbre acerca del futuro de la integración económica latinoamericana; antes de incor-

porarse a esquemas de integración globales, la región tiene que avanzar en su propia integración.

El crecimiento económico es una condición necesaria pero no suficiente para alcanzar una mejor calidad de vida, superar la pobreza y eliminar la exclusión social. La situación de la economía mundial, la disminución del financiamiento para el desarrollo y de la cooperación multilateral afectan significativamente a Latinoamérica. El problema se agrava por la volatilidad de los flujos financieros, el descenso de los precios de las materias primas de exportación y la persistencia de barreras comerciales y medidas no arancelarias que dificultan las exportaciones (como los subsidios), distorsionando el comercio. En suma, la inestabilidad macroeconómica es un obstáculo importante a la integración latinoamericana, y en general, a la integración regional Sur-Sur, sobre todo en los aspectos monetario y cambiario.

Pero como se ha visto, el mayor peligro para el proceso de integración latinoamericana son las negociaciones del ALCA, que podrían echar por tierra cualquier esfuerzo regional del subcontinente. Aunque como ya se ha dicho, los esquemas monetarios que actualmente promueve el FMI son los basados en metas de inflación, de ocurrir un proceso de integración monetaria bajo el ALCA, consistiría en la dolarización, que implicaría el total sometimiento de la región al poderío estadounidense.

## BIBLIOGRAFÍA

- Arroyo, A.; Calderón, J.; García, M. y Peñaloza, A. (coords.) 2002 *Área de Libre Comercio de las Américas: análisis y alternativas. Respuesta social a la agenda corporativa* (México: Instituto de Estudios de la Revolución Democrática/Grupo Parlamentario del PRD/Fundación Friedrich Ebert).
- Banco de México (varios años) *Informe anual* (México: Banco de México).
- Banco Mundial 2003 *Informe sobre el desarrollo mundial* (Washington: BM).
- Carare, Alina; Schaechter, Andrea; Stone, Mark and Zelmer, Mark 2002 "Establishing initial conditions in support of inflation targeting" Washington, IMF, mimeo.
- CEPAL 2002 *Indicadores sociales básicos de la subregión Norte de América Latina y el Caribe* (Santiago de Chile: ONU, CEPAL).
- CEPAL 2003 *México: evolución económica durante 2002 y perspectivas para 2003* (México: ONU, CEPAL).
- Chapoy, Alma 2003 "La cooperación y la integración regionales como opción de financiamiento al desarrollo" en Mántey, Guadalupe

- y Levy Orlik, Noemí (coords.) *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados* (México: Miguel Ángel Porrúa).
- Clark, Ian 1997 *Globalization and fragmentation. International Relations in the Twentieth Century* (New York: Oxford University Press).
- De Nícolo, Gianni; Honohan, Patrick and Ize, Alain 2003 “Dollarization of the Banking System: Good or Bad?” Washington, IMF, July, mimeo.
- De Rivero, Oswaldo 2001 *El mito del desarrollo. Los países inviables en el siglo XXI* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Devlin, Robert y Castro, Lucio 2002 “Bancos regionales y regionalismo: una nueva frontera para el financiamiento al desarrollo”. Ponencia presentada en la Conferencia Financiamiento al desarrollo: retos regionales y los bancos regionales de desarrollo, Instituto de Economía Internacional, Washington DC, 19 de febrero, mimeo.
- Ferroni, Marco 2002 “Bienes Públicos regionales: la ventaja comparativa de los bancos regionales de desarrollo”. Ponencia presentada en la Conferencia Financiamiento al desarrollo: retos regionales y los bancos regionales de desarrollo, Instituto de Economía Internacional, Washington DC, 19 de febrero, mimeo.
- Flannery, Dennis 2003 “Innovación de las finanzas para el desarrollo de América Latina y el Caribe”. XXXIII Reunión ordinaria de la Asamblea General de Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo (ALIDE), Cancún, México, mayo. En <<http://www.alide.org.pe/08>>.
- FMI 2001 *Boletín* (Washington: FMI) Vol. 30, N° 5, 12 de marzo.
- FMI 2002 *Boletín* (Washington: FMI) Vol. 31, N° 19, 28 de octubre.
- Gámez, Alba E. 2002 “Regionalización y globalización: los países en desarrollo en la política económica internacional de la posguerra fría” en *Aportes* (México: Facultad de Economía-BUAP) Año VIII, N° 22.
- García, Miroslava 2002 “La participación del poder legislativo ante el ALCA” en Arroyo et al. (coords.) *Área de Libre Comercio de las Américas. Análisis y Alternativas* (México: Instituto de Estudios de la Revolución Democrática/Grupo Parlamentario del PRD/ Fundación Friedrich Ebert).
- Gelos, Gastón and Roldós, Jorge 2002 “Consolidation and Market Structure in Emerging Market Banking Systems” Washington, IMF, mimeo.
- Hettne, Björn 2000 “Global market versus regionalism” in Held, David and McGrew, Anthony (eds.) *The global transformation reader. An introduction to the globalization debate* (United Kingdom: Polity Press, Cornwall).
- Hinds, Manuel 2002 “What is the role of the Regional Development Banks in rebuilding the International Financial Architecture?”. Ponencia

- presentada en la Conferencia Financiamiento al desarrollo: retos regionales y los bancos regionales de desarrollo, Instituto de Economía Internacional, Washington DC, 19 de febrero, mimeo.
- Iglesias, Enrique 2002 "El desarrollo de América Latina ante la perspectiva del sistema financiero internacional en el siglo XXI". Conferencia ante la Asociación Panameña de Ejecutivos de Empresa (APEDE), Panamá, 11 al 13 de abril. En <www.apede.org>.
- Ize, Alain and Parrado, Eric 2002 "Dolarization, Monetary Policy, and the Pass-Through" Washington, IMF, November, mimeo.
- Khor, Martin 1998 "Repercusiones de política del acuerdo multilateral de inversión para los países en desarrollo" en *Cooperación Sur* (Dependencia especial para la cooperación técnica entre países en desarrollo-PNUD) N° 1.
- Navarro, Vicenç 2000 *Globalización económica, poder político y Estado del bienestar* (Barcelona: Ariel).
- Oropeza García, Arturo 2002 *México-Mercosur: un nuevo diálogo para la integración* (México: UNAM/Centro Argentino para las Relaciones Internacionales).
- Rojas-Suárez, Liliana 2002 "Normas internacionales para fortalecer los sistemas financieros: ¿pueden los bancos regionales de desarrollo tratar los problemas de los países subdesarrollados?". Ponencia presentada en la Conferencia Financiamiento al desarrollo: retos regionales y los bancos regionales de desarrollo, Instituto de Economía Internacional, Washington DC, 19 de febrero, mimeo.
- Stiglitz, Joseph E. 2002 *El malestar en la globalización* (Madrid: Taurus).
- Temprano Arroyo, Heliodoro 2002 "Latin America's Integration Processes in the Light of the EU's Experience with EMU" in *European Economy* (Brussels) N° 173, July.
- Weisbrot, Mark and Watkins, Neil 1999 *Recent experiences with International Financial Markets: Lessons for the Free Trade Area of the Americas* (Washington DC: Center for Economic and Policy Research).
- Wyatt-Walter, Andrew 1995 *Regionalism, Globalization and World Economic Order* (Oxford: Oxford University Press).

RODOLFO GARCÍA ZAMORA\*

MICROFINANCIAMIENTO E  
INSTITUCIONES FINANCIERAS PARA EL  
DESARROLLO DE COMUNIDADES DE  
ORIGEN DE TRABAJADORES MIGRANTES  
EN MÉXICO Y AMÉRICA LATINA \*\*

INTRODUCCIÓN

Los tres indicadores más relevantes del crecimiento inusitado de la emigración internacional a EE.UU. son: el volumen de migrantes –provenientes de un buen número de países de América Latina y con destino a todos los estados de EE.UU.–; el incremento sustancial en el monto de las remesas; y el mayor impacto de las organizaciones de migrantes, tanto en EE.UU. como en sus comunidades de origen.

En efecto, sobre el volumen de mexicanos migrantes anuales hacia el país del norte se estima que en los últimos años el flujo anual llega a 350 mil (Corona, 2003). En tanto, las remesas se calculan en 15 mil millones de dólares para 2004, y más de 20 mil millones para 2005, constituyendo así el segundo rubro generador de divisas del país después del petróleo. El tercer elemento (la importancia de las organizaciones de migrantes mexicanos en EE.UU.) presenta gran relevancia

\* Doctor en Ciencias Económicas, Universidad Autónoma de Barcelona. Profesor de la Escuela de Economía de la Universidad Autónoma de Zacatecas. Miembro del Sistema Nacional de Investigadores. Colaborador de la revista *Comercio Exterior*. Sus áreas de trabajo son economía internacional, economía agrícola y política económica.

\*\* Una versión anterior de este trabajo puede consultarse en  
<[http://meme.phpwebhosting.com/~migracion/primer\\_coloquio/8\\_2.pdf](http://meme.phpwebhosting.com/~migracion/primer_coloquio/8_2.pdf)>.

en varios aspectos: las inversiones sociales con proyectos comunitarios bajo el esquema de programas 3x1, los proyectos empresariales de los migrantes, su impacto político en las elecciones locales y estatales y como fuerza política con un potencial significativo en las elecciones presidenciales de ambos países.

Las organizaciones de migrantes mexicanos se han convertido en un nuevo actor social binacional con relevancia económica y política para sus comunidades de origen, y con potencial de incidencia política a nivel nacional en ambos países. Dichas organizaciones son heterogéneas, dependen de la historia y especificidad de los circuitos migratorios de cada región y estado, pero presentan una serie de características similares tales como: su organización por comunidad y estado de procedencia, su compromiso con las obras comunitarias en sus lugares de origen, el creciente interés por pequeñas inversiones productivas, y el reconocimiento de la necesidad urgente de elevar su capacidad organizativa y técnica para avanzar en una estrategia de incidencia en las comunidades de origen y destino. La Secretaría de Relaciones Exteriores en el año 2003 estimaba que existían más de mil organizaciones de migrantes mexicanos en EE.UU., dentro de las cuales por su número y organización se destacan: las de zacatecanos (240), jaliscienses (220), oaxaqueños (75), guanajuatenses (67), michoacanos (65), potosinos (60), guerrerenses (56), poblanos (26), duranguenses (25), entre otras. Es en esta perspectiva que planteamos la posibilidad de que el microfinanciamiento, como parte de un programa integral de formación comunitaria binacional, pueda ayudar al empoderamiento binacional de tales organizaciones de migrantes.

El enorme auge de la migración desde los años noventa se explica principalmente por la crisis económica de México en la década del ochenta, la consolidación de las redes sociales de migrantes mexicanos en EE.UU. y la puesta en marcha de la Ley Simpson Rodino sobre el final de aquel período. La emigración internacional al país vecino adquiere niveles inéditos. De acuerdo con los datos del Consejo Nacional de Población (CONAPO) son casi 10 millones de personas nacidas en México las que radican en EE.UU. para el año 2005. En ese mismo año se estima que emigraron casi 400 mil personas hacia aquel país con la idea de permanecer en él. De ellos, el 68% tiene entre 15 y 44 años de edad y está indocumentado.

En este trabajo se estudian, en primer término, las condiciones en que se desenvuelve el microfinanciamiento y su papel en las políticas de combate a la pobreza. Se continúa analizando el papel de los gobiernos y de los organismos de desarrollo bilaterales y multilaterales en la construcción institucional de un microfinanciamiento eficiente para las condiciones de las comunidades, insistiendo en que existen ejemplos muy interesantes y exitosos de instituciones de microfinanciamiento

en todos los continentes. Posteriormente se indaga sobre experiencias de microfinanciamiento en el contexto de comunidades con fenómenos migratorios de América Latina.

## EL MICROFINANCIAMIENTO Y EL EMPODERAMIENTO SOCIAL

El contexto de origen de los migrantes suele caracterizarse por una situación económica, social y política adversa para ellos y sus familias, que los obliga a salir del país. Cuando están radicados en un país ajeno –con un idioma y una cultura diferentes, que generalmente los trata en forma hostil– y pasan a formar parte de las distintas organizaciones de migrantes, se les plantea el doble reto de poder incidir en el funcionamiento y destino de las comunidades de origen y de destino.

Bajo esta premisa es que el microfinanciamiento resulta un instrumento muy importante de empoderamiento (incidencia social) binacional, tanto para los objetivos de filantropía en las comunidades de origen como de bienestar e integración en las de origen y destino. Para apreciar el potencial del microfinanciamiento emplearemos los criterios de Friedmann (1992) sobre su efecto en el poder social, el poder político y el poder psicológico, y el Modelo Multifactorial de Empoderamiento que considera la dimensión personal, relaciones cercanas y colectivas, favorecidas por algunos factores e inhibidas por otros.

En los últimos decenios ha aumentado en muchas partes del mundo la oferta de servicios financieros sustitutos de los servicios financieros institucionales, como un reflejo del interés por atacar las raíces de la pobreza rural. En algunos países, los servicios crediticios institucionales se cierran para los campesinos pobres, y en otros se cierran parcialmente, utilizando como argumentos los elevados costos de transacción y la difusión de una “cultura del no pago” (como si estos defectos fueran exclusivos del sector rural y de los campesinos pobres).

Para Enrique Contreras (2001: 1), las esperanzas depositadas en estos servicios sustitutos son muchas, lo que ha llevado en ocasiones a generalizaciones demasiado optimistas, tales como creer que estos bancos populares constituyen el cimiento de una cultura cívica, que son el instrumento suficiente para convertir, desde la base social, el ahorro en inversión, o que encarnan la fórmula buscada para borrar la pobreza, conjuntamente con programas locales que introduzcan servicios básicos, seguro de vida y seguros médicos privados. Igualmente numerosas fueron las críticas que recibió la llamada “banca popular”. Se dice que estos bancos no siempre promueven el ahorro, al prestar pequeñas cantidades insuficientes para estimular el ejercicio de la responsabilidad y el empoderamiento individuales con créditos mayores o con alternativas viables de inversión productiva; que muchas veces se preocupan exclusivamente por la salud financiera de las unidades



de base y el cuidado de una fuente de empleos bancarios de una nueva y soberbia burocracia; que frecuentemente carecen de regulaciones institucionales apropiadas que impidan la corrupción o el desvío del ahorro hacia otros fines, con el pretexto de acceder a mayores tasas de rendimiento financiero para el supuesto beneficio de los ahorradores. Contreras (2001) sostiene que se puede cometer el error de sobregeneralizar la inviabilidad de la banca popular a causa de diversos obstáculos institucionales, pero que ignorarlos, a su vez, contribuye a exagerar el valor de los logros y potencialidades del subsistema financiero local sobre el sistema financiero en su conjunto y sobre el empoderamiento de los socios cooperativistas. Es amplia la evidencia que constata el éxito de los bancos populares o de las cooperativas de ahorro y crédito bien administradas en el fomento del hábito del ahorro.

También se comprueba que estas instituciones emergentes funcionan mejor si se articulan con la banca institucional y operan bajo la regulación del Estado, lo que desmiente el argumento de la inviabilidad y la imposibilidad de estimular un ahorro potencial en el sector rural. Pero también es amplia la evidencia que indica que el ahorro rural acrecentado por los sistemas financieros sustitutos es incapaz de convertirse en inversión productiva y que contribuye poco al empoderamiento de los hogares de los cooperativistas o al cambio social en las localidades rurales.

Evaluar el potencial del microfinanciamiento implica reconocer su carácter multidimensional. Comprende los aspectos estructurales y culturales que dan cuenta de las demandas y necesidades de financiamiento de las personas pobres del campo; los aspectos institucionales locales que se refieren a la oferta de servicios de ahorro y crédito y otros servicios que se le asocian y que incluyen los arreglos jurídicos, organizativos; los aspectos institucionales nacionales y sus interacciones con las relaciones sociales locales controladas de “arriba hacia abajo” y de “abajo hacia arriba”. Esto significa que, en última instancia, el Estado puede y debe intervenir en los asuntos financieros para encauzarlos hacia la eficiencia y la equidad, por la importancia pública que representa la actividad financiera y la construcción de un empoderamiento o de capital social.

Dentro de la naturaleza multidimensional del microfinanciamiento es importante asumir que existe el ahorro campesino, aunque en pequeñas cantidades, insuficientes para que sea convertido en inversión. El ahorro campesino no llega a cristalizarse, según Contreras (2001: 3), en capital físico o humano por la persistencia de múltiples mecanismos de explotación; por la coexistencia de varias fuentes de empleo, ingreso y ahorro y por la naturaleza dispersa, informal, inestable y de pequeña escala de algunas de ellas. El ahorro campesino sale a la luz con el uso de fuentes más adecuadas de información.

Hege Gulli (Gulli, 1999: 79) sostiene que para salir de la pobreza, los pobres necesitan muchos ingredientes, y el crédito es sólo uno de ellos, aunque no el más importante. Los servicios financieros facilitan la acción de las fuerzas que promueven el crecimiento, pero sólo cuando existen oportunidades. La tarea de reducir la pobreza es compleja y difícil, de modo que deben utilizarse diversos instrumentos para llevarla a cabo eficazmente. Uno de esos instrumentos, las microfinanzas, puede ser muy eficaz para abordar las limitaciones financieras de los pobres, o sea, mejorar la administración del dinero, reducir el riesgo y acelerar las inversiones. Aunque su eficacia es clara, es necesario reconocer también sus limitaciones.

La mejor vía para reducir la pobreza por medio de las microfinanzas podría ser combinar programas estrechamente focalizados para ayudar a los pobres con medidas generales, a fin de crear un sistema financiero competitivo y sostenible que ofrezca una amplia gama de transacciones financieras en pequeña escala y fomentar la innovación para promover un mayor acceso a los servicios financieros para los pobres. En esta dirección, Gulli (1999) señala que el punto de partida de las medidas para aumentar la eficacia de las microfinanzas consiste en evaluar las limitaciones reales de los pobres. El hecho de que una familia pobre no use préstamos en un momento determinado no refleja necesariamente un problema real que sea preciso abordar. Tanto las instituciones de microfinanzas como los microempresarios deben cumplir tres clases de condiciones para que los programas de microfinanzas lleguen a los pobres: voluntad, conocimiento y capacidad. La ausencia de cada una de ellas representa una causa diferente de falta de acceso al crédito. Las repercusiones de estas combinaciones en la normativa son claras: se necesitan intervenciones diferentes en distintos niveles.

Gulli (1999: 81) hace las siguientes sugerencias de intervención para ampliar el alcance del microfinanciamiento. Lo más eficaz para reducir la pobreza es una combinación de medidas generales y focalización estrecha, o sea, garantizar el alcance sostenible en gran escala y mejorar el acceso a los servicios financieros para los sectores más pobres de la población (profundidad del alcance). Para ampliar la profundidad del alcance se puede hacer lo siguiente: ofrecer servicios financieros de buena calidad y bajo costo adaptados a las necesidades de los más pobres y sus actividades económicas; proporcionar una gran variedad de servicios financieros adaptados a las distintas necesidades de las familias y empresas; crear un entorno propicio para las transacciones financieras en pequeña escala; llevar a cabo proyectos piloto orientados a las familias y las zonas más pobres. Para ampliar la escala de alcance se puede hacer lo siguiente: fomentar un entorno propicio para transacciones financieras en pequeña escala; ofrecer una amplia gama de servicios; promover

la movilización del ahorro; transformar ONGs en instituciones comerciales de microfinanzas; impulsar la competencia, que garantiza servicios de bajo costo y buena calidad. Para ampliar el alcance geográfico se puede hacer lo siguiente: adoptar normas y políticas que faciliten la extensión de las operaciones a zonas alejadas; establecer infraestructura local que permita la realización de transacciones financieras en pequeña escala; promover instituciones de microfinanzas rurales piloto. Para Gulli (1999: 81-83) cada uno de los distintos protagonistas está en mejores condiciones para realizar determinadas acciones dentro de la gama descripta.

La institución de microfinanzas debe tener: la reducción de la pobreza como parte de su misión y sus objetivos principales; una sólida trayectoria de trabajo con personas y zonas pobres; incentivos apropiados para el personal y un compromiso con la consecución de metas económicas y sociales; servicios variados de préstamos y depósitos; pocas restricciones para el uso de los préstamos; servicios de depósito en los lugares donde esté permitido; fácil acceso para el grupo destinatario (bancos móviles); métodos que conducen a costos de transacción bajos para los prestatarios; ubicación en zonas y vecindarios pobres; un volumen importante de préstamos pequeños, aunque el monto promedio de los préstamos esté por encima del nivel de pobreza.

## EL SECTOR PÚBLICO Y LOS ORGANISMOS DE DESARROLLO

El papel principal del gobierno es establecer las condiciones generales necesarias para las inversiones y el crecimiento de las microfinanzas. Al mantener la estabilidad macroeconómica y mercados competitivos, fomentar la pluralidad política, establecer el marco jurídico y regulatorio apropiado y promover una supervisión sensata, el gobierno puede facilitar la creación de un entorno propicio para la proliferación y el fortalecimiento de instituciones financieras que sirvan al sector de las microempresas. El gobierno también puede crear incentivos para inversiones nuevas del sector privado, a fin de atender necesidades no financieras de las microempresas –como servicios de desarrollo empresarial– y de aumentar la eficiencia y la transparencia de los procedimientos de habilitación y otras normas.

Por otra parte, los organismos de desarrollo bilaterales y multilaterales pueden apoyar el proceso de cambio, concentrándose en aspectos en los cuales tengan una influencia decisiva, ya sea el marco regulatorio, el sistema financiero o las instituciones de microfinanzas en sí. Estos organismos pueden proporcionar financiamiento, asesoramiento, conocimientos técnicos y un foro para el diálogo sobre políticas y formación de consensos para impulsar cambios a nivel macro, meso e institucional.

Para las instituciones de desarrollo, la meta en relación con el desarrollo de las microempresas sigue siendo ampliar las oportunidades económicas. Su objetivo inmediato ya no es llegar a una cantidad determinada de microempresarios con préstamos, capacitación u otras formas de apoyo, sino crear las condiciones necesarias para el crecimiento y desarrollo del sector de las microempresas. Con una combinación de instrumentos (diálogo sobre políticas, préstamos, donaciones para asistencia técnica e inversiones de capital), la clave es trascender los límites de los enfoques por proyecto e incluso por institución. Si los organismos de desarrollo encaran cada país como un todo y orientan la asistencia a actividades en las cuales tengan una ventaja comparativa, o si combinan sus instrumentos de forma estratégica para que puedan reforzarse mutuamente, tendrán un mayor impacto en el desarrollo de las microempresas.

Finalmente, Gulli (1999: 85) expresa que ninguna institución puede resolver por sí sola todos los obstáculos para el desarrollo de las microempresas, pero que utilizando las ventajas comparativas de los distintos protagonistas (el sector público, el sector privado y las organizaciones sin fines de lucro) se puede aumentar la eficacia de las microfinanzas como instrumento para reducir la pobreza.

El planteamiento de Wolfgang Weinmann (1999: 13) es más escéptico y crítico en cuanto a los sistemas de microfinanciamiento, sobre la base de su experiencia en Centroamérica. Considera que el microfinanciamiento se ha transformado en la “vara mágica” de la ayuda internacional. La creciente atención hacia un instrumento específico dentro de las políticas de desarrollo culminó en 1997 con la celebración de su propia cumbre sobre microcrédito en Washington DC bajo los auspicios del Banco Mundial, uno de los promotores más fervientes del microfinanciamiento. De hecho, se difundieron allí comentarios entusiastas y eufóricos sobre la capacidad del microfinanciamiento para resolver el asunto de la pobreza del mundo; lo único que se necesita es que se canalicen suficientes fondos a programas de microfinanciamiento a lo largo de la próxima década. Sin embargo, no debe olvidarse que el microfinanciamiento es más bien un instrumento y no una meta en sí de la intervención del desarrollo.

Ciertamente existen ejemplos muy interesantes y exitosos de instituciones de microfinanciamiento en todos los continentes. Entre los más notables están el Banco Grameen en Bangladesh y otros en Asia y África. En el continente americano, la institución que suele citarse como muy exitosa es el Banco de Solidaridad-Banco Sol en Bolivia. Todas estas experiencias están bien investigadas y documentadas como historias de éxito, pero también muestran los crecientes problemas de estas instituciones en cuanto a su marco conceptual específico, así como a su implementación práctica. A pesar del éxito

indiscutible del microfinanciamiento en algunos países, una de las preguntas más importantes que se hace hoy día es si los originales grupos-meta realmente se están beneficiando. La experiencia y los estudios de caso demuestran que hay una exclusión creciente de los sectores más pobres de la sociedad, especialmente en las áreas rurales. Esto se debe al alto riesgo que su participación representa para los esquemas existentes. Sería necesario innovar en materia de servicios financieros, en lugar de simplemente copiar y clonar los programas existentes en diferentes partes del mundo, que con su enfoque metodológico son predominantes en la actualidad.

Sobre el empoderamiento –entendido como el desarrollo de capacidades, incluyendo la de decisión, sobre los factores que determinan la calidad de vida de los actores interesados, como campesinos y agricultores– Weinmann (1999: 24) sostiene que los programas de microcrédito hasta ahora no han logrado absolutamente ningún empoderamiento de las personas en Centroamérica. Más bien han tenido un efecto de desempoderamiento de los agricultores, debido a una mayor dependencia económica y crecimiento de los problemas. La mayoría de los proyectos crediticios funcionan a nivel local-regional, con falta de cooperación e intercambio entre ellos. Estos son “islas” y dependen de fondos externos. Si los mismos agricultores locales pudieran establecer, diseñar, apropiarse y dirigir los programas de crédito, aun a nivel local-regional se podría tener algún impacto. Sin embargo, la meta de la sostenibilidad financiera ha obligado a la mayoría de los proyectos de microfinanciamiento a tecnificarse, requiriendo de mayor personal externo. Ello hace muy difícil que realmente sea la gente local quien controle y se apropie de la institución microfinanciera, llevando así a una enajenación mayor. Otro obstáculo importante para el empoderamiento de los agricultores en el sector financiero es el hecho de que se trata del sector de mayor crecimiento económico en Centroamérica. La mayor parte del sector está en manos de una pequeña fracción de familias dominantes, y desde que comenzó la privatización esta no ha permitido competencia ni participación de nuevos actores, mucho menos a nivel de política financiera. Para dicho investigador, la agricultura sustentable y el microfinanciamiento como tales no son elementos de empoderamiento directo. Otros elementos son mucho más significativos y deberían ser integrados a un enfoque holístico de desarrollo a fin de evitar que cualquier tipo de intervención local se reduzca a situaciones de islas sin ningún, o muy poco, impacto general en las relaciones de poder socioeconómico nacional para la población rural. Allí radica la relevancia para ambos elementos de una gran apropiación, una identificación con la visión, objetivos, metas, instrumentos y procedimientos del proceso de desarrollo, Esto se podrá lograr sólo mediante la participación y un diagnóstico completo, de manera que

los agricultores adopten y decidan por sí mismos sobre el modelo y la forma de desarrollo más adecuado.

Bajo la perspectiva anterior, Weinmann (1999: 31) sugiere darle suma importancia al abordaje de los elementos clave de la participación y el diagnóstico, no meramente como discurso, sino basados en una verdadera confianza y diálogo abierto entre todos los actores. Esto implicaría una variedad de cambios de actitud y enfoques dentro del desarrollo rural, como por ejemplo los siguientes: a) superar las diferencias relacionadas con los tiempos respectivos de cada proyecto, permitiendo una convergencia de los procesos locales de aprendizaje y un tiempo adecuado de adaptación, con los ciclos de proyectos de las agencias o programas, en la medida de lo posible; b) buscar un enfoque holístico dentro del desarrollo local-regional, distanciándose de una atención y enfoques aislados; c) fortalecer las capacidades de las organizaciones locales a fin de garantizar una visión de largo plazo y sostenibilidad; d) elevar la conciencia de género y realizar acciones más allá de la satisfacción de necesidades básicas.

Ben Rogaly (1999: 33) destaca cómo en 1998 muchos de los miembros del Banco Grameen se vieron amenazados por una catástrofe natural. Las inundaciones imposibilitaron los pagos de sus letras, y el banco –junto con otras instituciones microfinancieras– se vio obligado a acudir a los donantes internacionales y demás fuentes para poder otorgar préstamos puente. Aquello constituyó una demostración trágica del impacto del entorno más amplio en el desempeño de las instituciones microfinancieras. En otros países asiáticos, el colapso de las instituciones financieras formales dio otro tipo de advertencias. La caída del rublo ruso causó una oleada de retiros de ahorro, a la que los bancos no pudieron responder. Las perspectivas y la capacidad de las instituciones microfinancieras de reducir la pobreza y la exclusión social dependen, en parte, de procesos y eventos macro. Debido a que el acceso a los servicios de ahorro tiene un impacto en la vida de muchas personas pobres, la expansión del ahorro requiere una atención adecuada a la regulación y a un contexto económico y político más amplio. Rogaly plantea que la experiencia internacional demuestra la posibilidad de ampliar el acceso a los servicios financieros para mucha más gente de la que actualmente accede a los bancos formales. Los préstamos para las microempresas en Bangladesh han propiciado que millones de mujeres realicen inversiones productivas o administren el consumo. Aun para muchas mujeres que han cedido el control de la inversión financiada con un crédito a otro miembro de la familia (a menudo masculino), puede haber beneficios en términos de status y autonomía dentro del hogar. El proceso de organizarse colectivamente, más aún el estar involucrada en la construcción de una organización,

de por sí puede ser constructivo y puede propiciar que la gente asuma un mayor control de otros aspectos de su vida.

El microfinanciamiento puede –y de hecho lo logró– ayudar a mucha gente a manejar mejor la pobreza y la exclusión social. Para algunas personas, en general no las más pobres, la pobreza y la exclusión social se han reducido. Por otra parte, las intervenciones microfinancieras no han cambiado el tipo de demanda de lo que la gente produce. Tampoco han modificado las estructuras desiguales de las relaciones sociales y económicas que determinan, en gran parte, las oportunidades y limitaciones en la vida de las personas. Se requiere un enfoque cuidadoso y consciente del contexto para evitar esperar demasiado del microfinanciamiento: prestar más allá de la capacidad de pago de la gente, por ejemplo, sólo aumenta sus problemas. Una perspectiva enfocada a reducir la pobreza y la exclusión social analizará en cada etapa el impacto del microfinanciamiento en la desigualdad y en los modos de vida.

Posiblemente la forma más eficaz de fortalecer los modos de vida sean los préstamos mayores para las empresas generadoras de empleos, en lugar de tratar de convertir a la gente más pobre en empresarios y empresarias. Se deben diversificar los productos a fin de que la gente más pobre pueda utilizar el microfinanciamiento para manejar las necesidades irregulares de consumo sin endeudarse más, y la gente en relativamente mejores condiciones emprenda su propia empresa (aunque esto pueda incrementar la desigualdad entre los pobres mismos). Ambos enfoques implican un reconocimiento de que la práctica del microfinanciamiento debe seguir aprendiendo de la experiencia y de que no existe una fórmula para lograr el éxito (Rogaly, 1999: 34).

Para el caso específico de México, Carola Conde (2001: 2) menciona cómo los servicios financieros para la población de menores ingresos no son una novedad. Desde hace muchos años se venían impulsando proyectos de crédito para pobres, principalmente en áreas rurales, que se caracterizaban –entre otros aspectos– por funcionar con tasas subsidiadas, destinados a fondo perdido, con objetivos paternalistas y/o caritativos, y una actitud despreciativa hacia la capacidad de ahorro y la cultura financiera de este sector. La novedad no sólo proviene de que ahora estos servicios sean más variados, ni del hecho de que estén diseñados bajo una nueva metodología que se basa predominantemente en el ahorro, el pago y cobro de tasas de interés reales, recuperación total de los créditos y el uso de garantías sociales. Tal vez lo más relevante sea el hecho de que la solución surja, en muchos de los casos, de ONGs orientadas expresamente a satisfacer necesidades de la sociedad civil. Es decir, ante la nula o escasa respuesta de los sectores público y privado en este campo, nacen mecanismos de la sociedad civil para atender a la sociedad civil. La aparición de estos nuevos ac-

tores origina importantes diferencias operativas y organizacionales con respecto a los proyectos y programas previos de los sectores público y privado. Una de las más significativas consiste en que las ONGs microfinancieras abandonan los objetivos paternalistas y caritativos que anteriormente sustentaban los programas dirigidos a esta población y se centran en la superación de la pobreza y el cambio de vida de sus miembros. Esto implica que se da prioridad a los servicios de ahorro y a los colaterales para la instalación de microempresas (asesoría y capacitación) bajo la idea de ayudar a los pobres a ayudarse a sí mismos. Al mismo tiempo, se les concibe tan sólo como un medio y no un fin en sí mismos pues insertan a las ONGs microfinancieras en un trabajo que implica un compromiso con el desarrollo comunitario a mediano y largo plazo. Adicionalmente, se presenta una transferencia de habilidades del grupo promotor hacia el grupo objetivo, bajo una concepción integral del desarrollo humano y económico.

El universo de las instituciones que realizan o promueven alguna actividad microfinanciera en México es muy amplio, pues funcionan alrededor de veinte figuras jurídicas: asociaciones civiles (AC), cajas populares, cajas solidarias, sociedades cooperativas de consumo, de servicios de ahorro y préstamo, fondos de aseguramiento, fondos regionales, fundaciones, instituciones de asistencia privada (IAP), organizaciones auxiliares de crédito (OAC), organizaciones no gubernamentales (ONG), sociedades anónimas (SA), sociedades de ahorro y préstamos (SAP), sociedades civiles (SC), sociedades de producción rural (SPR), sociedades de responsabilidad limitada (SRL), sociedades de solidaridad social (SSS), sociedades financieras de objeto limitado (SOFOL), unidades agrícolas e industriales de la mujer (UAIM) y uniones de crédito (UC), así como diversos programas gubernamentales.

Finalmente, Isabel Cruz (2002: 93) plantea que la sociedad civil tiene una enorme responsabilidad en la perspectiva de construir un nuevo sistema financiero al servicio del desarrollo rural, a la medida del papel clave que puede jugar a través de las finanzas populares y las microfinanzas. Por su compromiso social y su capacidad de adaptación a las condiciones locales, las iniciativas surgidas desde la sociedad civil representan una alternativa sumamente valiosa a las fallas del mercado y la banca comercial. Sin embargo, es de reconocer que por sus limitaciones institucionales y financieras no pueden atender a todos los segmentos del mercado.

De allí la importancia de la subsidiariedad con la banca de desarrollo y, en forma más general, de las sinergias dentro de un sistema financiero más global. En el contexto actual, resulta imprescindible que las diversas iniciativas y corrientes logren organizarse para superar su aislamiento institucional, y posicionarse como verdadero interlocutor y actor en la definición de políticas públicas. La constitución del Consejo



Mexicano del Ahorro y Crédito Popular representa un gran avance en la materia, pero es necesaria una mayor integración del componente rural, y en particular de las pequeñas iniciativas de microfinanciamiento rurales. Con el nuevo marco legal que exige la profesionalización del sector, este proceso de organización permitiría también mejores condiciones de acceso a oportunidades de capacitación, un aspecto crucial para la mayoría de las iniciativas rurales. En todo caso, el reto es lograr adaptarse a las nuevas condiciones y sacar provecho de las nuevas oportunidades del entorno sin alejarse de su misión social, que incluye atender a los más pobres y contribuir al desarrollo rural.

#### MICROFINANCIAMIENTO Y ORGANIZACIONES DE MIGRANTES: EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS

La última década del siglo XX registra el incremento de la migración internacional de México hacia EE.UU., pero el mundo en general experimenta un crecimiento inusitado de las migraciones hacia los países con mayor desarrollo. En el año 2000 se registraron 150 millones de personas migrantes y 80 mil millones de dólares en remesas hacia sus países de origen. Entre otros múltiples efectos, dicho fenómeno generó, en los últimos años, un gran interés por parte de diversos organismos internacionales en cuanto a los efectos potenciales de esas remesas sobre el desarrollo económico en los países de los migrantes y sus diferentes regiones. Junto con el crecimiento explosivo de las remesas y el surgimiento de las transferencias electrónicas usadas para enviarlas como un nicho de mercado controlado por grandes empresas, se ha desarrollado un mayor interés por buscar mecanismos alternativos de transferencias, que sean más baratos y al mismo tiempo permitan un mayor impacto en el desarrollo local y la maduración institucional de las organizaciones de migrantes. Bajo esta última perspectiva es que el microfinanciamiento se ha comenzado a ver como un instrumento con gran potencial para lograr los objetivos anteriores.

UN RIO DE ORO. *El dinero que los migrantes envían a su país de origen mantiene a flote a sus familias y refuerza la economía de la región. ¿Podría hacer algo más?*

Con este título comienza una publicación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID América: 2001) en donde se exponen los efectos y potencial de las remesas de los migrantes en América Latina. Se informa que la región recibió en el año 2001 unos 20 mil millones de dólares de sus migrantes en el extranjero. En el caso específico de seis naciones latinoamericanas, el ingreso por remesas representó más del 10% de su Producto Interno Bruto (PIB). Para El Salvador, por ejemplo, esas transferencias son un factor vital. Para ese mismo

año se estima que los salvadoreños residentes en el exterior enviaron aproximadamente 2 mil millones de dólares, una suma que supera los daños económicos causados por los terremotos que azotaron a ese país centroamericano al inicio de ese año. Aun cuando en países más grandes, como México, las remesas tal vez no representan una proporción tan significativa del ingreso nacional, dichos flujos figuran entre sus principales fuentes de divisas. A nivel local, las remesas de dinero tienen un gran impacto, como en decenas de pequeñas comunidades mexicanas que basan su economía en los fondos que regularmente envían sus paisanos desde EE.UU.

Dadas las actuales tendencias demográficas, el BID a través del Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) –organismo integrante– calcula que durante la primera década de este siglo América Latina y el Caribe podrían recibir remesas equivalentes a 300 mil millones de dólares. Estas transferencias de capital ya están ayudando a aliviar la pobreza y a impulsar las economías de algunos países de la región. La pregunta para dicho organismo es si las remesas pueden convertirse en una fuerza para el desarrollo. El gerente del FOMIN, Donald F. Ferry, cree que sí, siempre y cuando los gobiernos de la región superen una serie de obstáculos que impiden que sus sistemas financieros crezcan y sirvan a todos los segmentos de la población (BID América: 2001). Ferry cita los casos de España y Portugal, dos naciones que lograron capitalizar las contribuciones de sus trabajadores migrantes. Por tanto, agrega, es razonable aspirar a reducir por lo menos a la mitad el costo de las remesas de dinero, y utilizar el proceso mismo para movilizar el ahorro y lanzar iniciativas piloto para invertir en proyectos de desarrollo local.

La publicación antes referida expresa cómo, a fin de lograr un conocimiento más acabado de este fenómeno y analizar las alternativas para aprovechar su vitalidad, el FOMIN organizó el 17 de mayo de 2001 la primera conferencia regional sobre remesas en la Ciudad de Washington, DC, con el título “Las remesas como Instrumento de Desarrollo en América Central y el Caribe”. El evento se concentró en dos aspectos: cómo reducir el costo de las transferencias de remesas a esa región y cómo alentar a los trabajadores migrantes a invertir parte de sus ingresos en ahorros de largo plazo e iniciativas de desarrollo comunitario en los países de origen. Entonces se destacó la posición crítica sobre las remesas, que rescató los señalamientos negativos de años anteriores en el sentido de que sus flujos creaban una cultura de dependencia entre sus beneficiarios en los países receptores; que el dinero fácil fomentaba el consumo y limitaba el espíritu emprendedor entre los pobres, y que aumentaba la brecha de ingresos entre las familias que recibían remesas y las que no contaban con este recurso externo. En el evento, Rodolfo de la Garza, profesor de la Universidad de Columbia, señaló algunas de las des-

ventajas derivadas para quienes envían dinero. Al igual que otros grupos inmigrantes, dijo, la mayoría de los latinoamericanos residentes en EE.UU. anhela radicarse en ese país permanentemente. Dadas esas expectativas, para él sería injusto esperar que estos inmigrantes enviaran más dinero, cuando podrían obtener un beneficio mayor si invirtieran en sus nuevas comunidades. Tradicionalmente, los inmigrantes que llegan a EE.UU. han invertido preferentemente en comprar una casa, ampliar negocios y asegurar la educación de sus hijos, decisiones que permitieron a las nuevas generaciones prosperar e integrarse a la vida estadounidense.

En la publicación del BID se menciona cómo, si bien estos puntos aún tienen validez, la opinión de los investigadores sobre el impacto de las remesas ha variado a la par del aumento de sus volúmenes y de los cambios que la globalización impuso en la migración. Durante la década del noventa, los flujos de capital de las remesas se cuadruplicaron. Gracias a los avances en el transporte y las telecomunicaciones, los inmigrantes hoy pueden mantenerse en contacto más estrecho y frecuente con sus países de origen.

La directora del Instituto para el Estudio de las Migraciones Internacionales de la Universidad de Georgetown, Susan F. Martin, comentó en la conferencia del FOMIN (Washington, 17 de mayo de 2001) que las investigaciones más recientes sobre remesas revelan un cuadro más complejo. Muchos expertos ahora reconocen que incluso el consumo de bienes y servicios impulsado por las remesas puede ser considerable, donde cada dólar genera más dólares en crecimiento económico para las empresas que producen y ofrecen los bienes comprados con esos recursos.

Sobre las tarifas de las transferencias de remesas, el documento señala que aunque han ido disminuyendo en años recientes, sus costos siguen siendo relativamente altos y sumamente variables, especialmente cuando se involucra a las tasas de cambio. Del envío promedio de 250 dólares que los latinoamericanos y caribeños giran mensualmente desde EE.UU. a su país, sus familiares pueden llegar a recibir apenas 200 dólares por envío, dependiendo del servicio que utilicen. Según Ferry, (Washington, 17 de mayo de 2001), los gobiernos podrían recurrir a mecanismos de mercado para lograr que una mayor porción de esos modestos flujos de capital llegue a los bolsillos de los beneficiarios. Una vía para reducir el costo de las remesas es alentar la competencia introduciendo más participantes en los servicios de transferencias. En EE.UU., especialmente en las grandes urbes donde se concentran los inmigrantes, las tarifas han disminuido precisamente debido a un aumento en la competencia. Empresas tradicionales como Western Union y Money Gram han visto aparecer compañías rivales más pequeñas que ingresan a sus mercados ofreciendo tarifas reducidas. De estos nuevos

competidores, algunos tienen raíces en países de la región. Tal es el caso de Bancomercio, una subsidiaria del Banco de Comercio de El Salvador, que ha abierto dos agencias de remesas en el área metropolitana de Washington y dos en Los Ángeles para atender a la gran comunidad salvadoreña en ambas ciudades.

En ciudades más pequeñas y zonas rurales, donde existe menos competencia, reducir el costo de las transferencias resulta más difícil, pero no imposible. En la ciudad de Durham, Carolina del Norte, una coalición de instituciones filantrópicas, bancos, cooperativas de crédito y grupos comunitarios y religiosos sumó esfuerzos para fundar la Latino Community Credit Union (LCCU), una cooperativa de crédito que comenzó a atender a la incipiente comunidad hispana de la región en el año 2000, y que ha experimentado un gran crecimiento debido a, entre otras cosas, su servicio a migrantes indocumentados. En poco más de un año de operaciones, la LCCU ha registrado 2.400 socios, y ofrece servicios de cuenta corriente y de ahorros, cajeros automáticos, crédito para consumo y transferencia de remesas. Esta institución cobra 6,5 dólares para enviar dinero a El Salvador y Guatemala y 10 dólares para las transferencias a México. Otras empresas de Durham que ofrecen servicios de cobro de cheques y remesas cobran tarifas que pueden llegar a representar el 10% del importe de los giros.

La experiencia de la LCCU muestra que aunque el costo es un factor importante para los inmigrantes que remiten dinero, la confianza y las costumbres también juegan un papel significativo a la hora de escoger cómo hacerlo. Muchos nuevos inmigrantes llegan a EE.UU. sin ninguna experiencia bancaria. Según la LCCU, menos de la mitad de los latinoamericanos residentes en ese país tiene cuenta bancaria. Quienes no tienen acceso a servicios bancarios indefectiblemente pagan costos más altos para cobrar sus cheques o girar dinero al exterior. Pero las instituciones financieras formales no se están quedando cruzadas de brazos. Desde las modestas cooperativas de crédito a los grandes grupos bancarios, todos están a la búsqueda de clientes hispanos en EE.UU., una comunidad de 35 millones de personas con ingresos del orden de los 325 mil millones de dólares. Por ejemplo, todos los empleados de la LCCU son bilingües. Uno de ellos trabaja a tiempo completo para enseñarles a sus nuevos miembros cómo usar los diversos servicios financieros y cómo manejar el crédito. Los horarios de la cooperativa se acomodan a los horarios de su clientela, mayoritariamente trabajadora (BID: 2001)

Entre las instituciones más grandes, Wells Fargo, un banco con una presencia importante en el oeste y el sudoeste de EE.UU., lanza en el año 2001 un programa piloto que ofrece a migrantes mexicanos indocumentados la posibilidad de abrir simples cuentas de transferencia de dinero. Citigroup, uno de los mayores grupos financieros del mundo,

adquirió en ese año el control del grupo financiero Banamex-Accival, uno de los principales bancos de México. Al anunciar la operación, el presidente de Citigroup, Sanford I. Weill, afirmó que ambas instituciones combinarían sus esfuerzos para servir al “creciente mercado hispano en toda América del Norte”.

Para el FOMIN, (Washington, 17 de mayo de 2001) a medida que más inmigrantes latinoamericanos y caribeños tengan acceso a servicios bancarios, y que las instituciones financieras estadounidenses forjen relaciones con sus contrapartes en el hemisferio, el costo de transferir dinero seguirá disminuyendo. De hecho, actualmente muchos trabajadores migrantes simplemente abren una cuenta bancaria y envían tarjetas electrónicas a sus familiares, quienes pueden acceder así a fondos desde cualquier cajero automático conectado a una red de banca electrónica. A su vez, los avances tecnológicos están haciendo cada día más fácil ofrecer servicios financieros hasta en los parajes más remotos.

Dado que la competencia y la tecnología ya están surtiendo efecto para reducir el costo de las remesas, y que los bancos y cooperativas de crédito estadounidenses están abriendo sus puertas incluso a los migrantes indocumentados, cabe preguntar qué puede agregar al panorama una institución financiera multilateral. Para Ferry, (Washington, 17 de mayo de 2001) resulta imperativo que estas entidades hallen vías y mecanismos para multiplicar los beneficios de estos recursos cruciales, cuyo incremento refleja el creciente grado de globalización de la economía mundial. En este sentido, agrega, instituciones como el BID y el FOMIN pueden cumplir un papel importante, especialmente en los países receptores de remesas.

En el ya mencionado gran evento sobre remesas realizado por el BID en Washington se anunciaron dos grandes proyectos que involucran al FOMIN. El primero en Brasil, junto al Servicio Brasileño de Apoyo a la Micro y Pequeña Empresa y al Banco de America do Sul, con un fondo de inversión de 10 millones de dólares que apoyará a empresas fundadas por migrantes brasileños que regresan a su patria. En Brasil, el emigrante que retorna es típicamente una persona de sangre japonesa que ha pasado entre tres y cinco años trabajando en Japón. La comunidad brasileña en aquel país, que asciende a 225 mil personas, envía 1.500 millones de dólares anuales a Brasil. El fondo de inversión intentará capitalizar tanto la experiencia adquirida por los migrantes como las redes de cooperación creadas por sus comunidades

El segundo proyecto se ubica en México con la participación de la banca de desarrollo a través de Nacional Financiera, este proyecto busca fomentar la inversión productiva de los migrantes en sus comunidades de origen con el aporte de un millón doscientos mil dólares del FOMIN y otro tanto otorgado por los gobiernos estatales de Guanajuata-

to, Puebla y Zacatecas. Este proyecto se ha enfrentado a varios problemas que le han impedido avanzar, y dos años después los resultados son muy limitados. Entre otros, se destacan el distanciamiento con las organizaciones de emigrantes mexicanos, el burocratismo y desmantelamiento de Nacional Financiera, y contradicciones con los gobiernos estatales que han suscitado la salida de los dos primeros estados y la entrada de Hidalgo y Jalisco. El programa ha cambiado de nombre, se le ha intentado modificar con un Consejo Estatal de Empresarios en cada entidad y un Consejo Empresarial en California, pero los problemas prevalecen y los resultados limitados también (García Zamora: 2001).

El interés por las organizaciones de migrantes, las remesas, sus impactos regionales y el microfinanciamiento como instrumento para capitalizar sus efectos multiplicadores no se ha restringido a los organismos norteamericanos. El Programa de Finanzas Sociales de la Organización Internacional del Trabajo realizó en Ginebra, Suiza, el 20 y 21 de noviembre de 2000, el Taller “Las Remesas de los Trabajadores Extranjeros y la Microfinanciación en el Contexto de la Globalización”, en el cual de forma particular se analizaron las experiencias y propuestas de países como Bolivia, Filipinas, Honduras, Indonesia, EE.UU. y México. Entre sus principales conclusiones se destacan las siguientes.

Durante los últimos años, las asociaciones locales de migrantes han desempeñado un papel cada vez más importante en la canalización de los ahorros y remesas de los migrantes hacia la inversión y el uso productivo en sus países de origen. Se reconoce que existen diferentes culturas de las remesas, que van desde la beneficencia (filantropía) hasta las inversiones empresariales; y múltiples beneficiarios en las áreas receptoras, desde las familias, las comunidades locales, comerciantes, intermediarios, prestamistas, instituciones públicas y organizaciones no lucrativas.

En el proceso de envío de las remesas, la información y la elección son aspectos clave para vincular remesas y microfinanciación. Al parecer, los emigrantes seleccionan los mecanismos de envío de remesas en función de su rapidez, costos, fiabilidad y atractivo personal. Con frecuencia están escasamente informados de la gama de opciones disponibles. Los gobiernos, las organizaciones de trabajadores y las instituciones financieras deberían abordar este asunto.

Los bancos de microfinanciación, las cooperativas de ahorro y crédito y los programas de microfinanciación se están convirtiendo en agentes cada vez más relevantes en el envío de las remesas. Pese a no gestionar ellas mismas los recursos de las remesas, las instituciones de promoción de la microfinanciación también desempeñan un papel importante en este mercado, a través de la intermediación y recolección de las remesas.

En el evento mencionado hubo consenso en que las instituciones de microfinanciación (IMF) presentan una buena posición para pagar por los envíos debido a su proximidad con las familias receptoras de remesas y a su capacidad de llegar a las comunidades pobres. Además, se resaltó que las IMF tienen la capacidad de producir retornos positivos sobre las inversiones. La creación de redes y el establecimiento de una infraestructura adecuada son factores indispensables para el éxito en el envío de remesas. Se coincide en señalar que los principales factores externos que afectan al éxito de tales transacciones son el clima macroeconómico y la innovación del sector financiero.

Se asume en tales conclusiones que las IMF resultan muy adecuadas para capturar y transformar las remesas por las siguientes razones: se ocupan de transacciones a pequeña escala, en las que son importantes las relaciones personales; tienen mucha relación con los grupos y asociaciones de intermediarios; incorporan las prácticas formales e informales del sector.

Las buenas prácticas que surgen de las escasas IMF que se han involucrado en las remesas muestran ya la relevancia de una misión social claramente definida y de un enfoque empresarial. Otro factor de éxito lo constituye contar con un gran número de puntos de venta (para facilitar el crecimiento de las remesas), una mayor competencia, una gama amplia de productos (para promover las ventas cruzadas) y las redes y asociaciones entre IMF y otras organizaciones (para sacar provecho de las ventajas de la escala y de la información). Las organizaciones basadas en el ahorro pueden ser más adecuadas en el contexto del envío de remesas. El papel de los gobiernos debería ser observar, crear marcos de regulación innovadores y, tal vez, suministrar los fondos necesarios para promover el desarrollo de las comunidades locales.

Finalmente, la reunión de la OIT (2002) formuló las siguientes recomendaciones:

- a Los gobiernos deben ofrecer incentivos y alternativas a los trabajadores emigrantes y sus familias, a las asociaciones locales y a los sindicatos.
- b Se debe recopilar y difundir más información, crear bancos de datos y hacer un seguimiento de los programas y prácticas en curso.
- c Se debe promover la apertura y competitividad en el mercado de las remesas.
- d La OIT y otras organizaciones internacionales deben contribuir a aumentar el conocimiento sobre las remesas y la microfinanciación, recopilando y analizando datos e información sobre las remesas, sobre su impacto en el desarrollo y sobre experiencias

en curso de éxitos y fracasos en la canalización de las remesas hacia un uso más productivo.

- e Los organismos internacionales deben crear bancos de datos, probar mecanismos innovadores para vincular a las remesas y las IMF, organizar el intercambio de experiencias entre todas las partes implicadas, compartir las buenas prácticas más allá de las fronteras y diseñar medidas políticas para su consideración por parte de gobiernos e interlocutores sociales y otras partes interesadas.

Vale la pena destacar la participación en la reunión de la OIT del Consejo Mundial de Cooperativas de Ahorro y Crédito (WOCCU), a través de David Grace, quien informó sobre la importancia creciente de las cooperativas de ahorro y crédito en la canalización de remesas en todo el mundo. El WOCCU está desarrollando una red de cooperativas de ahorro y crédito para la transferencia internacional del dinero: la Red Internacional de Remesas (IRNet). Esta ha sido creada para satisfacer la elevada demanda de envío de remesas y poner freno a las prácticas de usura. IRNet combina el flujo de fondos y el flujo de información en el punto remitente y en el punto receptor de los envíos.

Mediante un acuerdo de asociación con la Vigo Remittance Corporation, el WOCCU ha comenzado su actividad de provisión de servicios de transferencias a través de las cooperativas de ahorro y crédito afiliadas. Vigo ofrece un conjunto de características atractivas, por ejemplo, transparencia en el curso real de cambio de moneda en el punto de venta, cargos de comisión más bajos y una generosa política de reembolso en caso de problemas. La falta de transparencia en los cursos de cambio de moneda aplicados en el proceso de transferencia era, hasta hace poco tiempo, un problema serio para muchos migrantes.

Las cooperativas de ahorro y crédito forman parte de una extensa red a través de la cual los migrantes y sus familias pueden conectarse en todo el mundo. En EE.UU. hay más de 10 mil cooperativas de ahorro y crédito, con unos 75 millones de miembros.

Además, estas organizaciones reconocen cada vez más la importancia del mercado de remesas. En el punto de envío, pueden beneficiarse de las cuotas y los productos de seguimiento. En el punto de recepción, las ventajas incluyen un crecimiento del número de socios, unos ingresos adicionales por cuotas y unos mayores ahorros.

Para el consumidor, las ventajas de las cooperativas de ahorro y crédito como agentes de transferencia incluyen: costos menores comparados con las agencias de transferencia establecidas, transparencia en los cursos de cambio de moneda en el punto de venta, seguridad y rapidez. La razón primordial por la que los miembros utilizan sus servicios es la



confianza: están seguros de que el dinero llegará y de que las cooperativas de ahorro y crédito están más comprometidas con su interés.

El WOCCU plantea sus principales aprendizajes: antes de comprometerse en las transferencias de remesas debe existir un equilibrio de intereses en el punto de envío y en el punto de recepción; los estándares financieros son un requisito previo para cualquier programa de transferencia exitoso y deben centrarse en instituciones seguras, requisitos de liquidez y una gestión financiera sólida; el mercado de transferencia de remesas es más competitivo que el mercado de microcréditos; la escala es un requisito crucial para el éxito.

Por su parte Scout S. Robinson (2003) hace múltiples recomendaciones para el sector financiero, para el sector consular, de telecomunicaciones, de los municipios y las asociaciones de migrantes, encaminadas a lograr una propuesta integral para la región centroamericana, que posibilite crear condiciones equilibradas en materia de entrada de remesas y su correspondiente impacto entre los sectores más pobres. Para ello, sugiere que el BCIE asuma un papel de liderazgo en esta iniciativa, con un enfoque multidimensional que rebasa con mucho el simple aspecto financiero. Una visión integral sobre las remesas a nivel regional, considera él, puede innovar en las políticas públicas al tocar de manera paralela diversos componentes relacionados entre sí (supervisión financiera, telecomunicaciones, regulación de microfinancieras, asociaciones de migrantes, administración municipal, ONGs, etcétera.). Si bien estos tuvieron características tradicionalmente diferentes, ahora resultan cercanamente relevantes en la era digital y globalizada. Las recomendaciones van encaminadas a servir como plataforma a las alianzas entre los sectores público y privado y la sociedad civil.

Robinson tiene claro que hay múltiples obstáculos para su propuesta integral, desde las inercias burocráticas de cada país, los tradicionales nacionalismos, los esquemas financieros tradicionales, la distancia entre gobiernos y organizaciones de migrantes, los grandes monopolios beneficiarios de las transferencias de remesas bajo el sistema actual y los grandes bancos regionales que fungen como sus socios, etcétera. EL BCIE tiene la gran oportunidad de actuar como promotor y bisagra de una propuesta integral para la región como la que se expuso anteriormente. Sin embargo, la región en su conjunto forma hoy parte de una negociación supranacional como lo es el Tratado de Libre Comercio para Centroamérica, que puede trabar esta iniciativa. En este contexto, el mismo Robinson considera que existe el riesgo de que un enfoque integral sobre las remesas como el que propone quede como una utopía, pero, también puede ser un *parte aguas* en la historia regional, dependiendo del compromiso de los actores sociales más relevantes.

## REMESAS Y MICROFINANCIAMIENTO: EXPERIENCIA RECIENTE EN MÉXICO

En el caso mejicano, el 7 de enero de 2003 se reunieron en la Ciudad de México, Rosario Marín –tesorera de EE.UU. de origen mexicano– y Javier Gavito –director del Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros (BANSEFI)– con el objetivo de reducir el costo de los envíos de remesas de EE.UU. a México y de canalizar estos recursos a actividades productivas. Marín expresó que se busca acabar con los abusos –a los que calificó como imperdonables– cometidos contra los inmigrantes puesto que estimó que entre el 10 y el 20% de las remesas enviadas queda en manos de intermediarios.

Javier Gavito, destacó que en los últimos años se ha logrado reducir el monto de las comisiones que se cobran (entre un 10 y un 20% por cada envío en promedio, aunque algunas empresas pueden cobrar el 5%). Marín y Gavito anunciaron ese día el proyecto “La Red de la Gente”, que permitirá conectar a las sucursales de las entidades de ahorro y crédito popular y BANSEFI con organismos e instituciones externos para distribuir productos y servicios financieros y facilitar la entrega de diversos programas gubernamentales. Gavito explicó que esta propuesta es uno de los proyectos estratégicos que impulsa el gobierno federal para promover el desarrollo del sector de ahorro y crédito popular y de las regiones y comunidades donde operan estas entidades. Señaló que la Red está integrada por las entidades que voluntariamente decidan participar con sus sucursales, mencionando como sus primeras integrantes a las Cajas de Ciudad del Maíz, Caja La Monarca y Fincomun. A la vez manifestó que esperan contar con más de mil puntos de distribución a corto plazo y más de tres mil en el mediano plazo. Se busca volver menos costoso el envío de transferencias de dinero de los migrantes, y una oportunidad para que las familias que reciben ese dinero en México accedan a una amplia gama de productos y servicios financieros formales a través del sector de ahorro y crédito popular. Con ello, los receptores de remesas podrán abrir una cuenta de ahorro en las entidades de ahorro y crédito popular pertenecientes a la Red, lo que les facilitará la obtención de préstamos productivos a tasas de interés competitivas y de vivienda. Asimismo, estas familias podrán emprender proyectos productivos que les permitan generar una fuente de ingresos permanente e impulsar el desarrollo de sus comunidades, ya que hasta ahora el 90% de las remesas se destina al consumo.

También para México, el 27 de enero de 2003, Nacional Financiera (NAFIN) informó que los migrantes mexicanos radicados en EE.UU. generan alrededor de 250 mil millones de dólares al año, de los cuales más de 9 mil millones se envían a México por medio de remesas

familiares y casi 8 mil millones se ahorran en EE.UU. Por ello se plantea que el programa para migrantes “Invierte en México”, promovido por NAFIN, se extenderá a toda la República Mexicana. NAFIN explicó que con ello se busca proponer de manera empaquetada diversos proyectos de inversión y apoyar cualquier iniciativa viable que provenga de los mexicanos residentes en EE.UU. El propósito es canalizar las remesas de los mexicanos a proyectos productivos en sus comunidades de origen. Se informa que se han evaluado cerca de cien proyectos de inversión en los tres estados piloto (Zacatecas, Hidalgo y Jalisco), entre los que se destacan la elaboración de harina de nopal, reciclaje de residuos sólidos y establecimientos de invernaderos para la producción de tomate en Zacatecas, en tanto para Hidalgo se propone la fabricación y comercialización de muebles, ropa, dulces y réplicas de arte prehispánico.

## CONCLUSIONES

La revisión de algunas de las experiencias internacionales de microfinanciamiento muestra que, en su mayoría, estas se refieren al sector de los pequeños productores rurales pobres que ven en el microfinanciamiento una alternativa para mejorar su situación. De las diferentes propuestas microfinancieras para migrantes se desprenden varias lecciones aplicables para las organizaciones de migrantes mexicanos en EE.UU. en su proceso de maduración y “desdoblamiento” institucional. Algunas de ellas son:

- a El microfinanciamiento es sólo un instrumento para lograr materializar los proyectos de desarrollo comunitarios, nacionales y binacionales. Esto implica contar con la capacidad interna necesaria para diseñar tales proyectos y ubicar al microfinanciamiento como un instrumento relevante.
- b Se requiere un contexto macroeconómico positivo para que los nuevos proyectos y esquemas de microfinanciamiento puedan salir adelante.
- c La organización y capacitación binacional de las organizaciones de migrantes resultan de vital importancia para avanzar en el “empoderamiento binacional”.
- d La elaboración de diagnósticos y propuestas debe asegurar la participación de los integrantes de las diferentes organizaciones, tanto en su fase de diseño como de implementación, seguimiento y modificaciones.

- e De manera especial debe considerarse la especificidad de las organizaciones de migrantes, lo heterogéneo de sus integrantes, lo diverso de las comunidades de origen y destino.
- f Es preciso valorar el papel estratégico de las remesas en el país (y la región), la transnacionalización del sistema bancario mexicano y la férrea disputa por el mercado de las transferencias electrónicas entre los grandes monopolios como Western Union y Money Gram y los grandes bancos norteamericanos.
- g Visto el microfinanciamiento como un instrumento de empoderamiento binacional debe asumirse la necesidad de la educación formal para todos los migrantes y la familiarización con la nueva cultura de los diversos servicios financieros.
- h La posibilidad de establecer microbancos por parte de las organizaciones de migrantes presenta múltiples ventajas: expansión de los servicios financieros comunitarios, concentración del ahorro local, disminución en el costo de la transferencia de remesas, y comunicación y educación binacional mediante la puesta en marcha de los telecentros como soporte técnico para los microbancos. Sin embargo, también se presentan limitaciones: la fragilidad macroeconómica nacional, la transnacionalización del sistema financiero, la fragmentación de las comunidades de origen, el cambio en el patrón migratorio hacia una emigración definitiva de toda la familia, la baja escolaridad, reducida cultura financiera, etcétera.
- i La pregunta de si el microfinanciamiento es un instrumento de empoderamiento binacional de las organizaciones de migrantes con impactos positivos a nivel social, político y psicológico sólo se puede contestar en un plano hipotético: si esas organizaciones son capaces de realizar el diagnóstico integral de sus comunidades considerando sus fortalezas y debilidades, si logran diseñar su proyecto de desarrollo comunitario binacional integrando el microfinanciamiento como instrumento importante, y si son conscientes de sus potencialidades y limitaciones estructurales mostradas por la experiencia internacional, la respuesta será positiva. Lo evidente hoy en día en México y en EE.UU. es que las organizaciones de migrantes emergen como un nuevo actor social binacional que incide en la vida política nacional mediante sus inversiones sociales, inversiones productivas, luchas sociales y políticas. El microfinanciamiento puede ser un instrumento de apoyo significativo recuperando las valiosas lecciones internacionales.

## BIBLIOGRAFÍA

- BID 2001 *BID América* (Washington) 14 de noviembre, en <<http://www.iadb.org/iadbamerica>>.
- Conde, Carola 2001 *Surgimiento de nuevos actores sociales: ONGs microfinancieras en México*. Ponencia presentada en el III Congreso Nacional de la Asociación Mexicana de Estudios Rurales, Zacatecas, junio, mimeo.
- Contreras, Enrique 2001 *¿Es el microfinanciamiento el eslabón faltante en la lucha contra la pobreza rural? Un acercamiento a los debates internacionales*. Ponencia presentada en el III Congreso Nacional de la Asociación Mexicana de Estudios Rurales, Zacatecas, junio, mimeo.
- Corona, Rodolfo 2003 *Magnitud de la migración de mexicanos a los Estados Unidos* (Zacatecas). Conferencia Magistral en el Día del Migrante, Zacatecas, 9 de septiembre, mimeo.
- Cruz, Isabel 2002 *Construir un sistema financiero al servicio del desarrollo rural* (México: AMUCSS).
- Friedmann, John 1992 *Empowerment: the politics of alternative development* (Cambridge: Blackwell).
- García Zamora, R. 2001 *Migración Internacional, Remesas e Impactos Regionales*, en <<http://meme.phpwebhosting.com/~migracion/modules/documentos/11.pdf>>.
- Gulli, Hege 1999 *Microfinanzas y pobreza, Banco Interamericano de Desarrollo* (Washington, DC).
- Organización Internacional del Trabajo 2002 *Conseguir lo mejor de la globalización: las remesas de los trabajadores emigrantes y la microfinanciación* (Ginebra).
- Orozco, Manuel 2003 *Remesas, microfinanciamiento e inversión*. Taller Internacional La Voz de los Actores en el Diseño de las Políticas Migratorias, Red Internacional de Migración y Desarrollo, Universidad Autónoma de Zacatecas, Zacatecas, 27 y 28 de junio, mimeo.
- Robinson, Scout S. 2003 *Hacia una política integral para las remesas de la región centroamericana* (Tegucigalpa).
- Rogaly, Ben 1999 *Microfinanciamiento y reducción de la pobreza. La experiencia internacional* (Querétaro: La Colmena Milenaria).
- Secretaría de Relaciones Exteriores de México, en <<http://www.mexicanosenelexterior.com>>.
- Weinmann, Wolfgang 1999 *Agricultura sustentable y sistemas rurales de microcrédito* (Querétaro: La Colmena Milenaria).

## SEGUNDA PARTE

### GLOBALIZACIÓN: PRECIOS Y TIPO DE CAMBIO



JUAN CASTAINGTS TEILLERY\*

## PRECIOS DE PRODUCCIÓN CON SISTEMA FINANCIERO

### INTRODUCCIÓN

La teoría de los precios de producción tuvo un gran auge en la década del sesenta. Dos factores contribuyeron a este hecho: la discusión sobre la transformación de valores en precios de producción llevada a cabo en el interior de la teoría marxista –que cobró fuerza principalmente luego de una publicación de Paul Sweezy a fines de la década del cuarenta–, y la aparición del libro de Piero Sraffa *Producción de mercancías por medio de mercancías* en 1961.

La discusión fue muy rica: se precisaron conceptos, se establecieron muchos procesos económicos en la formación de precios y la movilidad del capital, etcétera. Sin embargo, en la segunda mitad de la década del setenta el análisis tendió a agotarse hasta llegar a un punto muerto. Las principales causas de esta pérdida de vigor fueron dos: del lado marxista, se reconocieron los problemas existentes para la transformación de valores a precios pero se trasladaron al concepto mismo de valor, lugar en donde la discusión se paralizó; en términos de la discusión propiamente dicha de

\* Doctor de Estado en Ciencias Económicas de Francia. Profesor e investigador en la Universidad Autónoma Metropolitana (UAM). Es autor de varios libros, entre los que pueden mencionarse: *La articulación de modos de producción. El Caso de México* 1980 (México D.F.: El Caballito), *México: economía, mito y poder* 1994 (México D.F.: UAM-Iztapalapa), *Los sistemas comerciales y monetarios en la tríada excluyente. Un punto de vista latinoamericano* 2000 (México D.F.: UAM y Plaza y Valdés), *Simbolismos del dinero. Antropología y economía: una encrucijada* 2002 (España: Anthropos y UAM-I).



precios de producción, se llegó a límites que en aquel momento parecían no tener salida. Los principales obstáculos teóricos fueron: el carácter estático de la matriz (de Leontief o de Sraffa) y las dificultades teóricas para dinamizarla; los problemas teóricos para incorporar el progreso tecnológico en los análisis; el hecho de que en el fondo todas las transacciones llevadas a cabo implicaban relaciones de trueque y no relaciones monetarias y que, en esencia, introducir el dinero parecía una tarea difícil, si no imposible.

El hecho principal es que la discusión no sólo perdió aliento, sino que casi desaparecieron todos los análisis realizados en el interior de este cuerpo teórico. Otros problemas ocuparon la mente de los teóricos. Los análisis monetarios y la doctrina neoclásica se convirtieron en el paradigma dominante, dejando de lado a casi todos los demás enfoques analíticos. Solamente se presentó como contrapartida un resurgimiento de las teorías keynesianas revitalizadas y se propusieron novedades teóricas principalmente en relación con estudios monetarios.

Como un hecho paradójico, durante los veinte años que van de 1980 a 2000, en forma marginal, casi callada, pero con nuevas ideas y trabajos sólidos, la vieja teoría clásica-marxista o simplemente clásica de los precios de producción cobró un vigor inusitado. Al margen se realizaron trabajos que no solamente superaron y resolvieron los viejos problemas, sino que abrieron nuevas perspectivas teóricas en el interior de un viejo paradigma que, como consecuencia de ello, en la actualidad se encuentra profundamente renovado.

En los trabajos modernos, las tasas de ganancia de las ramas de la producción ya no tienen por qué ser igualadas (*perecuadas*, se decía en la década del setenta); las tasas de ganancia pueden ser diferentes e incluso variables. Se ha introducido la variable tiempo, dinamizando el análisis. Se han formulado nuevas ecuaciones en las que se integra el cambio tecnológico. Se han conjugado las ecuaciones de formación de precios con las que indican el crecimiento económico, integrando así precios, cantidades y crecimiento. Se han precisado muchos elementos teóricos, tanto de la teoría marxista como de la teoría clásica. Se ha trabajado en la introducción del capital fijo en las ecuaciones. Se ha especificado la formación de inventarios. Se han introducido los circuitos monetarios en todo el sistema y con estos las relaciones ya no son de trueque sino monetarias en plenitud.

En este artículo nos ocuparemos solamente de la manera en que se pueden ligar los circuitos monetarios con un sistema de ecuaciones de formación de precios. El texto se divide en dos partes. En la primera se presenta una síntesis de la teoría de los precios integrada a la teoría del circuito monetario; allí se resumen los análisis llevados a cabo por Eric Berr, Frédéric Poulon, Lbouzaiane y M. Boudhial<sup>1</sup>, principalmente

---

<sup>1</sup> Todos estos trabajos se encuentran en Bidard, Hendaoui y Poulon (1998).

en lo que se refiere al trabajo “Reproduction Sraffienne et Flux Keynésiens” de Eric Berr (Bidard, Hendaoui, y Poulon, 1998). La segunda parte consiste en un análisis propio basado en la aplicación de las ecuaciones presentadas por Berr al caso de los países latinoamericanos.

## PRIMERA PARTE

### EL CIRCUITO MONETARIO Y LOS PRECIOS DE PRODUCCIÓN

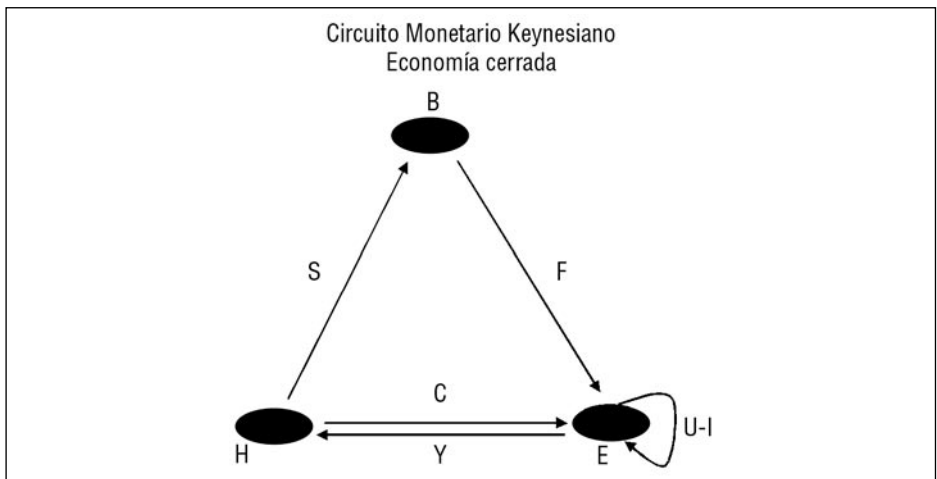
#### EL CIRCUITO MONETARIO

Antes de estudiar la forma en que se integra el dinero al sistema de precios de producción, es necesario conocer cómo se desarrolla el propio circuito monetario.

La teoría del circuito ha sido una elaboración francesa que parte de planteamientos monetarios teóricos de Keynes. Esta teoría tuvo varios exponentes, pero vale la pena señalar a Bernard Schmitt (1984) como uno de sus iniciadores. La síntesis que aquí se presenta se basa en el trabajo de Poulon *Le Circuit Keynésien: Principaux Concepts* (Bidard, Hendaoui y Poulon, 1998).

Sólo se presentará el circuito en una economía cerrada, aunque es perfectamente factible extender el caso a una economía abierta y además agregarle la presencia del gobierno sin problemas.

El siguiente gráfico representa al circuito monetario.



El punto (nodo) B representa a los bancos; el H a los hogares o familias, y el E a las empresas.

La descripción del circuito es sencilla. Para que las empresas puedan funcionar requieren dinero, y este proviene de un crédito dado

por los bancos (F). Con el crédito bancario (F), las empresas pueden realizar sus funciones productivas, y para ello tienen que realizar un conjunto de compras (materias primas, implementos, insumos) que en el gráfico se representan por U. Además, deben efectuar la inversión deseada, que se simboliza por I. Nótese que U e I son compras-ventas que las empresas realizan entre ellas- y por lo tanto, el conjunto de estas compras-ventas se simboliza por una línea que parte del punto (nodo) E y regresa a sí mismo.

Las funciones productivas de las empresas implican la necesidad de contratar mano de obra y, por ende, el pago de salarios. Además, las empresas realizan unas ganancias al realizar sus funciones. El conjunto de salarios y ganancias configuran los ingresos (Y)<sup>2</sup> que implican un flujo monetario que va de las empresas hacia los hogares o familias (H).

Los ingresos familiares (ganancias más salarios) tienen dos destinos. El primero constituye el conjunto de compras de consumo (C) que realizan las familias (H) a las empresas (E). La parte de los ingresos que no se consume compone los ahorros que hacen los hogares (S) y forma un flujo monetario que va desde los hogares hacia los bancos.

Aunque el autor no los hace explícitos, hay algunos elementos analíticos de este circuito que es necesario subrayar.

En total acuerdo con la tradición keynesiana, las decisiones de ahorro y de inversión son independientes. El ahorro depende de los ingresos de los hogares y resulta como una deducción de su consumo. La inversión la hacen las empresas de acuerdo con las anticipaciones sobre el futuro económico.

La relación entre ahorro e inversión no es en el sentido neoclásico de que el ahorro es un determinante de la inversión, sino que hay una relación de interdependencia; en cierta medida el ahorro, al determinar las disponibilidades bancarias, influye en los créditos (F) y por lo tanto en el monto de la inversión. Pero también la inversión es un determinante del ahorro ya que al aumentar la inversión, aumenta la actividad productiva, por ende, los salarios y ganancias que forman los ingresos de los hogares y que hacen al monto del ahorro. Nótese que esta última relación entre inversión e ingresos es la que configura el multiplicador keynesiano.

Desde un punto de vista bancario, de acuerdo con el circuito analizado, no se puede seguir la tesis de que es el monto de ahorro el

---

2 Es importante aclarar que en esta parte, y en todos los gráficos subsiguientes, Y representa el producto interno, es decir, a la suma de salarios y ganancias. En cambio, cuando Y aparezca en ecuaciones, representará al producto bruto total, es decir, a la suma de salarios más ganancias más consumo intermedio de materias primas e implementos. De hecho, en las ecuaciones, al Y del gráfico se le adiciona la U del gráfico.

que determina la magnitud de los créditos, sino que lo contrario también es cierto: el monto de financiamiento, al determinar la magnitud de la actividad empresarial, es también un determinante fundamental de los ahorros. Así, el circuito rechaza la tesis neoclásica de que son los ahorros los que determinan los créditos. La considera como parcial por establecer solamente una parte del proceso, y señala que hay otro elemento fundamental a tomar en cuenta: el hecho de que los créditos influyen en forma importante en la formación de los ahorros.

#### PRECIOS DE PRODUCCIÓN Y CIRCUITO MONETARIO

Descrito el circuito, se puede pasar a su relación con los precios de producción.

Debe aclararse que, aunque se sigue manteniendo el denotativo “precios de producción”, hay diferencias importantes entre el viejo concepto y el que ahora se propone. Dos de ellas son clave. La primera es que en la situación actual no se necesita en absoluto la hipótesis de la igualación de las tasas de ganancia y, por ende, las tasas de ganancia pueden ser diferentes en las distintas ramas de la producción. La segunda es que los precios de producción de los que se habla ahora son precios estrictamente monetarios, a diferencia de los anteriores que sólo eran precios relativos.

Para esta parte del artículo se sigue el trabajo “Reproduction Sraffienne et Flux Keynésiens” de Eric Berr (Sraffa, 1998).

Lo primero que hay que hacer es establecer las equivalencias entre los conceptos del circuito y los conceptos de las ecuaciones de precios de producción.

Hay que recordar que la ecuación de precios de producción básica es la siguiente:

$$P = A \cdot P \cdot (1 + \pi) + w \cdot L \quad (1)$$

En esta ecuación,  $P$  es un vector columna que indica los precios de cada una de las ramas económicas. La sigla  $A$  es la matriz sraffiana (la transpuesta de la matriz de Leontief), que indica la cantidad de la rama  $j$  que se necesita para producir una unidad del producto de la rama  $i$ . El símbolo  $p$  representa el margen de ganancia,  $w$  la tasa de salarios y  $L$  la cantidad de unidades de trabajo vivo que hace falta aplicar para lograr la producción de una unidad del bien  $i$ .

En síntesis, lo que esta ecuación señala es que los precios se forman por la suma de los siguientes conceptos:

- 1 El valor de los insumos (en adelante, costo de uso) que se especifican en la ecuación  $A \cdot P$ , es decir, por la multiplicación de cada  $a_{ij}$  (la cantidad del producto  $j$  que se necesita para la producción del bien  $i$ ) por su precio y luego del valor de todos los insumos.

- 2 El valor de las ganancias obtenidas, es decir, de la multiplicación del costo de uso por el margen de ganancias aplicado.
- 3 De los salarios pagados, o sea, de la multiplicación de la tasa de salarios por la cantidad de trabajo necesaria para producir una unidad del bien  $i$ .

Establecido lo anterior, se puede pasar a definir la relación entre los conceptos determinados en el circuito monetario y los conceptos provenientes de los precios de producción.

#### EL COSTO DE USO

El costo de uso se forma por el valor de los insumos que se requieren para la producción de cada bien. En términos de una unidad de cada bien producido, se tiene:

$$U = Y . A . P$$

En esta ecuación y las que siguen, las siglas tienen el mismo significado que en la ecuación (1). Aquí  $U$  es el costo de uso y se configura como vector columna. El costo de uso se determina como el valor de todos los insumos usados en cada rama de la producción.

La sigla  $Y$  significa el nivel de actividad económica de cada una de las ramas de producción y se configura como un vector línea. La multiplicación de la matriz de coeficientes técnicos  $A$  por el vector de precios da como resultado el valor monetario de los insumos necesarios para producir una unidad de cada bien en cada rama de la producción. La multiplicación de este valor por el nivel de actividad  $Y$  da como resultado el valor de todos los insumos usados en el conjunto de la economía.

Así,  $U$  es el costo de uso y corresponde a mismo valor  $U$  especificado en el circuito monetario keynesiano.

#### LA INVERSIÓN

En términos del cálculo matricial que se está realizando, la inversión está dada por la ecuación siguiente:

$$I = g . (Y . A . P)$$

En esta ecuación  $Y . A . P$  es el costo de uso, y cuando se multiplica el costo de uso por  $g$ , que representa la tasa de crecimiento de la economía, se obtiene el aumento en la producción de insumos que se requieren para lograr el crecimiento  $g$ .

Dentro de los límites de este artículo sólo se considera el caso de los insumos, es decir, del capital circulante, dejando de lado el capital fijo. El capital fijo se puede introducir en el análisis, pero ello implica complejidades que se encuentran fuera de los objetivos de este trabajo.

### FLUJO DE FINANCIAMIENTO NETO

Se requiere ahora establecer el flujo de financiamiento neto que dan los bancos a las empresas en el interior del esquema del circuito monetario keynesiano.

Siguiendo el circuito, se tiene un flujo de financiamiento  $F'$  que va dirigido de los bancos ( $b$ ) a las empresas ( $E$ ). Hay un pago realizado por las empresas  $F''$  que va de las empresas ( $E$ ) a los bancos ( $B$ ).

Por lo tanto, el flujo neto de financiamiento es:

$$F = F' - F''$$

Para representar el flujo anterior en términos del cálculo matricial que se realiza, es necesario definir las siguientes variables.

Sea:

$q$ : Vector fila de flujos de entradas de créditos del sector industrial, por unidad de producto. Es un vector ( $n \cdot 1$ ). Son los flujos que en cada período de producción otorgan los bancos a cada una de las ramas de producción.

$Q$ : Vector de Stock de entradas de crédito al sector industrial, por unidad de producto. Es un vector ( $n \cdot 1$ ). Representa la acumulación de crédito que aún deben cada una de las ramas de la producción.

$i$ : Tasa de interés monetaria.

$\alpha$ : Tasa de pago del principal de los créditos.

Con estas definiciones es posible establecer que el flujo neto de financiamiento que reciben las ramas de la producción es:

$$F = Y \cdot q - Y \cdot (Q + q) \cdot (\alpha + i)$$

En esta ecuación se tiene que:

$Y \cdot q$ : Financiamiento dado por los bancos.

$Y \cdot (Q + q)$ : Deuda total de las empresas.

$Y \cdot (Q + q) \cdot (\alpha + i)$ : Pago por amortización de deuda y pago por intereses del período.

Así, el financiamiento total dado por la banca en el período de producción ( $Y \cdot q = F'$ ) menos los pagos que realizan los bancos por amortización e intereses [ $Y \cdot (Q + q) \cdot (\alpha + i) = F''$ ] da como resultado

el financiamiento neto ( $F$ ) que en cada período de producción otorgan los bancos a las empresas. La  $F$  de estas ecuaciones y la  $F$  del circuito monetario keynesiano son la misma.

### EL INGRESO DE LOS HOGARES

Falta ahora establecer los ingresos que reciben los hogares, tanto por salarios como por ganancias.

La ecuación correspondiente a los salarios es la siguiente:

$$W = w \cdot Y \cdot L$$

En esta ecuación,  $W$  significa el pago total de los salarios. Si  $L$  es el vector de las cantidades de trabajo necesarias para producir una unidad en cada rama de la producción, entonces  $Y \cdot L$  representa la cantidad de trabajo total usada en cada rama de la producción. Tómese en cuenta que  $w$  representa la tasa de salario que, multiplicada por la cantidad de trabajo usada, da como resultado el salario total pagado por las empresas.

La ecuación correspondiente a las ganancias es la siguiente:

$$G = Y \cdot A \cdot P \cdot (\pi)$$

En esta ecuación,  $G$  es la cantidad de ganancias generadas en el conjunto de la economía. A la vez,  $Y \cdot A \cdot P$  representa el valor de todos los insumos consumidos, cifra que al multiplicarla por el margen de ganancia ( $\pi$ ) da como resultado las ganancias globales generadas en un período de producción por el conjunto de la economía.

### EL AHORRO Y EL CONSUMO DE LOS HOGARES

Tal y como lo representa el diagrama del circuito monetario keynesiano, el ingreso de los hogares se va a dividir en consumo y en ahorro. Las tasas de consumo y de ahorro de los trabajadores y de los capitalistas no tienen por qué ser iguales, por ello es conveniente separar el consumo y el ahorro de los trabajadores del que realizan los capitalistas.

#### EL CONSUMO Y EL AHORRO DE LOS TRABAJADORES

Si el ingreso de los trabajadores es  $w \cdot Y \cdot L$ , y la propensión a consumir de los trabajadores es  $c_w$ , entonces el consumo de esta clase social será la multiplicación de su ingreso por su propensión a consumir.

$$Cw = c_w \cdot w \cdot Y \cdot L$$

Del mismo modo, el ahorro será lo que resta del consumo, es decir el ingreso por la propensión media al ahorro que por definición es igual al complemento de la propensión a consumir, es decir igual a  $1 - c_w$ .

$$Sw = (1 - c_w) \cdot w \cdot Y \cdot L$$

#### EL CONSUMO Y EL AHORRO DE LOS CAPITALISTAS

De la misma manera se definen el consumo y el ahorro de los capitalistas, con la diferencia de que en este caso la propensión a consumir será  $c_c$ .

$$Cc = c_c \cdot \pi \cdot (Y \cdot A \cdot P)$$

Es el consumo de los capitalistas.

$$Sw = (1 - c_c) \cdot \pi \cdot (Y \cdot A \cdot P)$$

Es el ahorro de los capitalistas.

De esta manera quedan definidos todos los elementos mencionados en el circuito monetario keynesiano.

#### LA RELACIÓN ENTRE PRECIOS Y GASTOS

Lo que resta es integrar a la ecuación (1) de precios el sistema de financiamiento bancario establecido con anterioridad.

Recuérdese que:

$$F = Y \cdot q - Y \cdot (Q + q) \cdot (\alpha + i)$$

De esta manera, cuando se considera el financiamiento neto  $F$ , este se debe incorporar como un factor más de los determinantes de los precios establecidos en la ecuación (1)<sup>3</sup>.

Los ingresos totales de las empresas ( $Y \cdot P$ ) deben ser suficientes para cubrir: el costo de uso, las ganancias de los capitalistas, los salarios de los trabajadores y el financiamiento recibido por las empresas, más los pagos que las empresas realizan a los bancos.

$$Y \cdot P = (Y \cdot A \cdot P) \cdot (1 + \pi) + w \cdot Y \cdot L - Y \cdot q + Y \cdot (Q + q) \cdot (\alpha + i) \quad (2)$$

---

<sup>3</sup> Debe notarse que aquí  $Y$  representa al producto bruto total, es decir, a la suma de salarios más ganancias, más consumo intermedio de materias primas e implementos. Hay que diferenciar esta  $Y$  de la que aparece en los gráficos en los cuales  $Y$  representa el producto interno, es decir, la suma de salarios y ganancias. De hecho, en las ecuaciones, al  $Y$  del gráfico se le adiciona la  $U$  del gráfico.



La ecuación (2) representa los ingresos de las empresas para cubrir todos sus costos más sus ganancias. Aquí termina la síntesis de los trabajos de Poulon y de Berr. Ahora pasaremos a algunos análisis de elaboración propia a partir de la síntesis teórica anterior.

## SEGUNDA PARTE

### LOS DESEQUILIBRIOS FUNDAMENTALES DEL CIRCUITO MONETARIO KEYNESIANO EN AMÉRICA LATINA

#### LAS TENSIONES EN EL SISTEMA DE FINANCIAMIENTO

El análisis que sigue se basa fundamentalmente en el estudio de la ecuación (2), sobre todo a partir de la experiencia de los últimos años en los países de América Latina y en especial en el caso de México.

Hay una tradición económica que conduce a que, al estudiar una ecuación, esta se analiza por lo que significa su igualdad. En este trabajo se parte de una hipótesis diferente, ya que se considera que una ecuación es mucho más interesante cuando se encuentra en desigualdad. Desde esta perspectiva, la igualdad establece un campo que delimita dos tipos de desigualdades: la determinada por la relación *mayor que*, y la establecida por la relación *menor que*. Dentro de este enfoque las economías suelen encontrarse en uno de los dos campos de desigualdad, y la igualdad puede ser: o bien un punto de referencia, o bien un lugar de posible convergencia. Sin embargo, la convergencia nunca se encuentra asegurada. Cuando la ecuación se representa en términos recursivos (ecuaciones de diferencias finitas) o de diferenciales, son las condiciones iniciales y la propia estructura de la ecuación las que establecen las posibles posibilidades de convergencia, divergencia o de ciclos repetidos.

La igualdad juega, de esta manera, un triple papel: de espacio, que marca el cambio entre el *mayor que* y el *menor que*; de punto de referencia, para evaluar la evolución convergente o divergente; y de espacio de referencia, para el análisis cualitativo.

En síntesis, lo que se postula es que la ecuación (2) es más interesante cuando se encuentra en estado de desigualdad.

En esta ecuación debe notarse que si el financiamiento nuevo recibido por la empresa ( $Y \cdot q$ ) es superior a los pagos que esta hace a los bancos [ $Y \cdot (Q + q) \cdot (\alpha + i)$ ], entonces la empresa requiere ingresos totales ( $Y \cdot P$ ) menores a la suma de su costo de uso, sus ganancias y sus salarios. En caso contrario, si sus pagos a los bancos son superiores a los créditos recibidos, la empresa tiene problemas de pagos y requiere ingresos mayores a su costo de uso más sus ganancias más sus salarios; si no tiene esos ingresos superiores, requiere bajar sus ganancias.

Si los ingresos totales de las empresas son menores que los que se necesitarían para cubrir costos, ganancias, salarios y financiamiento, entonces:

$$Y \cdot P < (Y \cdot A \cdot P) \cdot (1 + \pi) + w \cdot Y \cdot L - Y \cdot q + Y \cdot (Q + q) \cdot (\alpha + i)$$

Esta situación se puede dar en tres casos: cuando los pagos que realizan las empresas a los bancos son superiores a los créditos recibidos; cuando existe una mala administración o las anticipaciones sobre el futuro de los mercados resultan fallidas y las ventas no pueden cubrir los costos de las empresas; cuando hay una baja de precios y los gastos son superiores a los ingresos.

En la realidad, el primer caso se suele presentar cuando un aumento brusco de  $i$  (que aumenta los pagos de las empresas a los bancos) no puede ser compensado por un aumento de precios por efecto de la rivalidad en el mercado o porque la empresa es una tomadora de precios.

Esta situación se ha dado con frecuencia en América Latina. Los casos más comunes ocurrieron en los períodos cercanos (antes y después) a una devaluación. En efecto, cuando una moneda comienza a sufrir amenazas especulativas, la reacción más común de los bancos centrales en América Latina (tal el caso de México, Argentina y Brasil) es aumentar sus tasas de interés, para atraer así capitales externos y, al mismo tiempo, impedir la fuga de los internos. El problema es que cuanto más aumentan las tasas de interés, más aumenta el riesgo-país y más hay que incrementar las tasas de interés. Existen ocasiones en que el incremento de las tasas de interés es suficiente para calmar la especulación, y otras en que no lo es.

Cuando los incrementos son suficientes para mantener la estabilidad cambiaria, de todas formas las empresas enfrentan aumentos inesperados en sus pagos por efecto de su deuda. También se ven ante mayores restricciones crediticias por parte de la banca comercial, ya que para lograr el aumento de las tasas de interés y proteger el tipo de cambio, los bancos centrales suelen restringir la circulación monetaria. Así, ante un incremento de pagos por efecto de un aumento del interés y una disminución de los créditos por causa de las mayores restricciones en la circulación monetaria, muchas de las empresas terminan en la situación descrita: los flujos monetarios que envían a la banca son mayores que los flujos monetarios de la banca hacia ellas, y en consecuencia, los ingresos monetarios que reciben son menores que los requeridos para hacer frente a sus costos: insumos, salarios, ganancias y servicio de la deuda. Las empresas comienzan a tener problemas y muchas de ellas entran en quiebra.

Si sólo son unas cuantas empresas las que quiebran, la economía puede superar el problema. Si el monto de las quiebras llega a un punto crítico, entonces las cadenas de pagos se rompen y los problemas de carteras vencidas se generalizan. Este ha sido un caso que desgraciadamente se ha repetido con frecuencia<sup>4</sup>.

El segundo caso también es frecuente, no sólo en América Latina, sino que fue una de las causas de la crisis en el Sudeste asiático en 1998 y 1999. Se trata de empresas que por diversas razones –sobre-inversión, especulación y mala administración como las principales–, toman demasiadas deudas y luego se encuentran en una situación en la que no tienen capacidad de pago del servicio de las mismas.

En este caso sí hay quiebras generalizadas de empresas que tomaron riesgos excesivos, o bien estas empresas declararon suspensión de pagos y entonces las cadenas de pagos también se pueden ver afectadas seriamente y, por consiguiente, generar un problema fuerte de carteras vencidas.

El tercer caso, es decir, aquel en el que las ventas bajan y en consecuencia las empresas también quedan en incapacidad de pagos, se suele presentar en la realidad de América Latina en dos hechos: cuando hay una brusca apertura del mercado interno a productos internacionales y las empresas extranjeras aportan mercancías a precios más bajos; y cuando por efecto de una crisis económica las empresas sufren una brusca caída en sus ventas.

En los tres casos mencionados, las empresas pueden caer con carteras vencidas, las cuales con elevadas *i* pueden ser explosivas. La cuestión de las carteras vencidas en América Latina ha sido un problema frecuente y muy costoso.

En este punto conviene recordar la clasificación de Hyman P. Minsky sobre el financiamiento. Según este autor hay tres tipos de financiamiento: el financiamiento protegido, el especulativo y el Ponzi (Minsky, 1986).

El financiamiento protegido se da cuando el flujo de caja esperado de la empresa es mayor para cubrir los compromisos de pago por deudas, ahora y en el futuro. El financiamiento especulativo se establece cuando el flujo de caja esperado es menor, en algún período futuro cercano, que los compromisos de pago por deudas adquiridas, pero sin embargo, en el total, los ingresos por flujo de caja son superiores al costo de los pagos a realizar. El financiamiento Ponzi es similar al financiamiento especulativo en el sentido de que en un período cercano los costos de pagos exceden a los ingresos por flujo de caja. No obstante

---

4 Para un análisis más detallado de las inestabilidades monetarias y financieras en América Latina y sus consecuencias sobre la tasa de interés, ver Castaingts Teillery (2000), en especial los capítulos X y XI.

en este caso, los costos totales también son mayores que los flujos de caja esperados.

Debe notarse que, en caso de aumento de las tasas de interés o por efecto de una caída en las ventas esperadas, un financiamiento protegido puede transformarse en uno de tipo especulativo o Ponzi y un financiamiento especulativo en uno de tipo Ponzi. Estas situaciones han sido frecuentes en América Latina y otras partes del mundo.

En el caso contrario, los ingresos totales de las empresas son mayores que los que se necesitarían para cubrir costos, ganancias, salarios y financiamiento, entonces:

$$Y \cdot P > (Y \cdot A \cdot P) \cdot (1 + \pi) + w \cdot Y \cdot L - Y \cdot q + Y \cdot (Q + q) \cdot (\alpha + i)$$

La consecuencia es una condición privilegiada de las empresas para pagar sus deudas bancarias y para el autofinanciamiento.

## EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA

Hasta ahora sólo se ha trabajado el problema en sistema de precios; es necesario efectuar el análisis en términos de cantidades<sup>5</sup>.

La producción bruta alcanzada en términos físicos requiere que se disponga de mercancías para realizar la producción y de mercancías para realizar el consumo establecido por la sociedad.

$$X = (A \cdot X) \cdot (1 + g) + \xi \cdot \delta$$

En donde:

$X$ : Vector línea que representa la producción bruta alcanzada en cada rama de la producción.

$A$ : Matriz de insumo producto.

$\xi$ : Nivel de consumo de la canasta de bienes de consumo. Es un escalar.

$\delta$ : Canasta de bienes de consumo. Es un vector línea.

En la ecuación anterior,  $A \cdot X$  es un vector que representa la cantidad de insumos que se consumen en cada rama de la economía. Cuando se multiplica esta cantidad por  $g$  (la tasa de crecimiento de la economía), se tiene el incremento en la producción de insumos como consecuencia de una tasa de crecimiento  $g$ .

---

<sup>5</sup> El análisis en términos de cantidades no está realizado en los artículos "Reproduction Sraffienne et Flux Keynésiens" de Eric Berr y "Le circuit Keynésien: Principaux Concepts" de F. Poulon (Bidard, Hendaoui y Poulon, 1998), sino que se trata de un trabajo del autor de este artículo.

Cuando se multiplica  $\xi$  (la tasa de consumo de la canasta de bienes de consumo) por  $\varepsilon$  (canasta de bienes de consumo), se tiene el monto del consumo total en cada una de las ramas de la producción. Así, el valor bruto de la producción  $X$  se determina por la suma de: los insumos necesarios para lograr  $X$ , el aumento en la producción de insumos requerido para alcanzar la tasa de crecimiento  $g$ , y el consumo final realizado por cada una de las ramas de la producción.

Tomando solamente el caso de los bienes de consumo y haciendo  $Xc$  la producción bruta de bienes de consumo, si  $g$  la tasa de crecimiento de esta economía, entonces:

$$\begin{aligned} Xc &= (1 + g) \cdot (Xc \cdot A + \xi \cdot Xc) \\ \Rightarrow Xc &= (1 + g) \cdot Xc (A + \xi \cdot I) \end{aligned}$$

En donde  $I$  es la matriz unitaria diagonal.

Estos son los requerimientos en meras cantidades. Si se toma en cuenta un sistema de precios, se tiene (como ya se había visto):

$$\begin{aligned} X \cdot P &= (Y \cdot A \cdot P) \cdot (1 + \pi) + w \cdot Y \cdot L - Y \cdot q + Y \cdot (Q + q) \cdot (\alpha + i) \\ \Rightarrow X \cdot P &= (1 + g) \cdot X \cdot (A + \xi \cdot I) \cdot P \end{aligned}$$

Pero para lograr esta producción se requieren créditos bancarios, entonces:

$$X \cdot P = (1 + g) \cdot X \cdot (A + \xi \cdot I) \cdot P - X \cdot q + X \cdot (Q + q) \cdot (\alpha + i) \quad (3)$$

La ecuación (3) es la dual de la ecuación (2). La ecuación (2) representa los costos de producción.

La ecuación (3) representa el crecimiento en términos de crecimiento, producción y ventas.

La ecuación (3) se puede presentar en términos más comprensibles. Es decir, señalando que los ingresos totales por ventas más el financiamiento neto bancario deben dar los recursos necesarios para cubrir el costo de crecimiento, tanto en capacidad productiva como en consumo final:

$$X^{<1>} \cdot P + X^{<2>} \cdot q - X^{<2>} \cdot (Q - q) \cdot (\alpha + i) = (1 + g) \cdot X \cdot (A + \xi \cdot I) \cdot P$$

Cuando esta igualdad no se logra, se tiene:

$$X \cdot P + X \cdot q - X \cdot (Q - q) \cdot (\alpha + i) < (1 + g) \cdot X \cdot (A + \xi \cdot I) \cdot P$$

Esto significa que los costos para lograr un crecimiento determinado son superiores a la cantidad monetaria disponible por la empresa (sus ventas más su financiamiento neto).

La insuficiencia señalada puede provenir de: altos intereses o altos pagos por amortización de la deuda; insuficiencia de ventas, las ventas realizadas son menores a las proyectadas; baja de precios.

Así, si los planes de las empresas fueron demasiado ambiciosos, no se concretan y se entra en una situación de cartera vencida.

En síntesis, el sistema en cantidades confirma el análisis realizado en precios.

## BIBLIOGRAFÍA

- Abraham-Fríos, Gilbert et Berrebi, Edmond 1976 *Théorie de la Valeur, des Prix et de l'Accumulation* (Paris: Economica).
- Bidard, Christian; Hendaoui, Alif y Poulon, Frédéric (eds.) 1998 *Keynes et Sraffa, recherche de passerelles* (Paris: Cujas).
- Castaingts Teillery, Juan 2000 *Los sistemas comerciales y monetarios en la tríada excluyente* (México: Universidad Autónoma Metropolitana-Unidad Iztapalapa/Plaza y Valdés).
- Minsky, Hyman P. 1986 "Financial Commitments and Instability" in *Stabilizing an Unstable Economy* (London/New Haven: Yale University Press).
- Schmitt, Bernard 1984 *Inflation, chômage et malformations du capital* (Paris/Albeuve: Economica/Castella).

JAIME PUYANA FERREIRA\*

## GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y DETERMINACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO<sup>1</sup>

### INTRODUCCIÓN

En este trabajo se presentan y se evalúan las principales teorías sobre la determinación de los tipos de cambio, a la luz de las estructuras financieras internacionales que han estado vigentes desde la finalización de la Segunda Guerra Mundial.

Se intentará contrastar las mismas con algunas experiencias de la vida real, aunque enfatizando lo ocurrido desde que se liquidó el sistema de Bretton Woods a comienzos de la década del setenta.

El tema dista de ser sencillo, ya que no parece haber consenso alguno al respecto. De hecho, existen varias teorías sobre la determinación del tipo de cambio, asociadas todas ellas a varios enfoques sobre

---

\* Doctor en Economía, New School for Social Research, New York City. Ha sido profesor de la Universidad de los Andes, Universidad Nacional de Colombia, Universidad Industrial de Santander, Universidad Autónoma de Bucaramanga, en Colombia. Actualmente es profesor investigador en la Universidad Autónoma Metropolitana (UAM), Unidad Iztapalapa, México DF.

<sup>1</sup> Ponencia presentada en el Tercer Seminario Institucional de Economía Financiera "Reformas Financieras en América Latina: Consecuencias y Perspectivas", realizado en el Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (IIEc-UNAM), México DF.

los desequilibrios en las distintas cuentas de la balanza de pagos: la cuenta corriente y la cuenta de capital. Esto hace que el tratamiento del problema sea complejo.

En efecto, para analizarlo es necesario dividir la posguerra en dos partes: el período de tipos de cambio fijos pero ajustables, que corresponde a la vigencia de los acuerdos surgidos en Bretton Woods (1944-1971), al que designaremos como el Régimen Bretton Woods (RBW, en adelante) y el período de tipos de cambio fluctuantes, que llamaremos el Régimen Dólar-Wall Street (RDWS, en adelante) para utilizar la apta designación empleada por Peter Gowan (Gowan, 1999: 24).

En general, la mayor parte de las teorías comúnmente conocidas, y consignadas en los libros de texto de comercio y finanzas internacionales, fueron formuladas durante el período del RBW, cuando todas las monedas (a excepción de las economías centralmente planificadas) tenían una relación fija con el dólar (y este con el oro), que podía modificarse bajo circunstancias que el Fondo Monetario Internacional (FMI) considerara como extremas. Bajo ese régimen, el centro de atención se concentraba en la balanza comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos, ya que los flujos internacionales de capital se encontraban regulados. Fue en tal entorno donde surgieron enfoques sobre los desequilibrios de dichos balances, como el enfoque elasticidades, el enfoque ingreso-absorción, el enfoque desplazamiento, el enfoque monetario, y el enfoque fiscal de la Nueva Escuela de Cambridge. Dado que se trata de teorías hartamente conocidas, no se elaborará mucho al respecto, ya que nuestro interés es en analizar el período del RDWS.

Ahora bien, lo primero a considerar es que, mientras que la teoría del comercio internacional se ha desplazado de los mercados mundiales libremente competitivos e integrados a enfoques que enfatizan la diferenciación de productos, la competencia imperfecta, los mercados segmentados y los rendimientos crecientes, el análisis de las finanzas internacionales se ha movido en la dirección opuesta. Así, se plantea un mundo donde los mercados financieros se encuentran altamente integrados, bajo condiciones de alta flexibilidad de precios (dentro de los cuales está el tipo de cambio) y elevados niveles de competencia e información. Actualmente, en la determinación del tipo de cambio, el problema básico parece ser el desdoblamiento entre los tipos de cambio fijados en los mercados financieros y las variables “reales” que determinan el comercio internacional y los niveles de inversión. Precisar la conexión entre estos dos aspectos es el problema fundamental que constituye el núcleo mismo de las más recientes teorías del tipo de cambio (Harris, 1994). Hoy, las teorías de las finanzas internacionales son, en efecto, teorías del tipo de cambio. Pero son herederas de la tradición previa del RBW, cuando se basaban en modelos de la balanza de pagos. Bajo el RDWS, el problema consiste en establecer cómo los mercados de divisas definen el tipo de cambio, mientras que bajo el RBW el



problema era decidir la política de balanza de pagos a seguir. Una parte importante de este trabajo es el análisis de este desplazamiento teórico.

Proseguiremos con una evaluación de las crisis financieras desde la década del ochenta, haciendo énfasis también en las más recientes, es decir, las crisis mexicana (1994-95), asiática (1997-98), rusa y brasileña (1998), y argentina (2001). Ello nos permitirá presentar y estudiar las llamadas “generaciones” de modelos de crisis financieras (modelos de primera generación para las crisis de los ochenta, y modelos de segunda generación para las crisis de los noventa y actuales). Esto nos conducirá a una reconsideración, en la que se enfatiza el fracaso de los mercados para determinar un tipo de cambio de equilibrio en el largo plazo, dada la naturaleza altamente volátil de los mismos. Por último, se elaboran una serie de consideraciones finales, dentro de las cuales ocupa un lugar destacado la necesidad de establecer algún tipo de control internacional a los movimientos internacionales de capital especulativo de corto plazo, dentro del marco de una nueva arquitectura financiera internacional.

## LOS TIPOS DE CAMBIO BAJO EL RÉGIMEN DE BRETTON WOODS (RBW): UN BREVE RECUENTO

El desempeño del sistema financiero internacional en un período histórico dado depende en gran parte del régimen de tipos de cambio en ese momento. Este constituye la principal fuerza motriz que le imparte al mismo su dinámica. Durante la vigencia de los acuerdos de Bretton Woods, que regularon las relaciones comerciales y financieras internacionales entre 1946 y 1971, los tipos de cambio en relación con el dólar eran fijos, y el dólar a su vez mantenía una relación fija con el oro de 35 dólares por onza, garantizada por el gobierno de Estados Unidos. Estos tipos de cambio eran ajustables, aunque su relativa estabilidad se daba por garantizada<sup>2</sup>. Para los países del hoy llamado Grupo de los Siete, la estabilidad cambiaria fue sobresaliente. El tipo de cambio de la libra con el dólar, depreciado en 1949, permaneció estable hasta 1966. México, por su parte, mantuvo un tipo de cambio estable de 1954 a 1976, aunque para la mayoría de los países en desarrollo la estabilidad no era tan sólida.

Fue durante dicho período cuando se formularon la mayoría de las teorías sobre la determinación del tipo de cambio. Estas se fundamentaban en distintos enfoques sobre las causas de los desequilibrios en las distintas cuentas de la balanza de pagos, *particularmente la cuen-*

---

2 El tema de la génesis, desarrollo, declinación y colapso de la estructura financiera surgida en Bretton Woods, en 1944, ha sido tratado por nosotros en una serie de trabajos y ponencias presentados en varios eventos académicos, razón por la cual no nos extendemos aquí al respecto.

*ta corriente, ya que por lo general la cuenta de capitales se encontraba sometida a fuertes regulaciones.* Estas regulaciones, como bien se sabe, fueron propuestas e implantadas por Harry Dexter White y John Maynard Keynes, en su calidad de voceros de EE.UU. y Gran Bretaña en la conferencia que instauró el sistema financiero internacional que surgió de las cenizas de la Segunda Guerra Mundial.

La razón de ser de tales controles se basaba en las desastrosas experiencias del período entre las dos guerras mundiales, cuando los flujos especulativos internacionales de capital contribuyeron a la desestabilización y derrumbe del sistema de patrón oro, y a la desintegración del comercio multilateral, experiencias que han sido ilustradas en una abundante literatura (Yeager, 1969; Félix, 1996: 151-230; y Ashworth, 1979).

Ahora bien, es generalmente aceptado que el desempeño del RBW fue bastante satisfactorio en relación con regímenes previos como el del patrón oro (1881-1914), el de entreguerras (1919-1939), y el actual de tipos de cambio fluctuantes (RDWS)<sup>3</sup>. Pero el RBW incorporaba contradicciones que eventualmente lo conducirían a su colapso.

En efecto, los acuerdos de Bretton Woods no le proporcionaron suficiente liquidez al FMI, que nunca pudo realmente asumir el papel de banquero de última instancia a nivel internacional. Tal rol fue asumido por la Reserva Federal de los Estados Unidos, pues ese fue el único país objetivamente capaz de fijar el precio de su moneda en términos de oro.

Así, el dólar sustituyó al oro como patrón internacional, estableciéndose como la fuente de liquidez internacional. Esto implicó que su oferta a nivel internacional dependiera de la posición de balanza de pagos de EE. UU. Sobra decir que dicho país arrojaba anualmente grandes saldos favorables en su cuentas comercial y corriente, que se utilizaban para llevar a cabo sus compromisos militares y políticos a nivel mundial –bases militares y ayuda extranjera–, y para financiar las inversiones realizadas por sus corporaciones en el extranjero. Estas partidas, sin embargo, superaban la cuantía de los saldos favorables mencionados, y el resultado era un déficit que debía ser cubierto mediante una erosión anual en sus reservas de oro. Así se dio origen a la “paradoja de Triffin” (Triffin, 1960), formulada por el economista así llamado a finales de la década del cincuenta: tales déficits tenían su contraparte en crecientes reservas de dólares en los bancos centrales de otros países, que eventualmente no pudieron ser respaldadas por

---

<sup>3</sup> Para una verificación empírica de esta aseveración, ver Félix (1996: 156-170). Historiadores económicos tales como Eric Hobsbawm (1991) y Robert Brenner (1998) hablan de este período como la “edad dorada del capitalismo”.

las reservas de oro de EE.UU. al tipo de cambio vigente. Esta situación llevó fortuitamente al colapso del sistema.

Ahora bien, fue durante la vigencia de este régimen financiero cuando se formularon varias de las más conocidas teorías de la determinación del tipo de cambio. Estas se elaboraron, en gran parte, en referencia a las características propias de economías desarrolladas, haciendo sólo alusiones secundarias al caso de los países en desarrollo. El foco de atención era el desequilibrio persistente en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y los distintos enfoques intentaban dar respuesta a dos interrogantes: cuál es el origen del desequilibrio, y cuáles son los mecanismos de ajuste que llevan a la formulación de políticas económicas que lo producen.

### ENFOQUES ALTERNATIVOS SOBRE EL MECANISMO DE AJUSTE DE LA BALANZA DE PAGOS

Los planteamientos teóricos sobre la determinación del tipo de cambio están estrechamente asociados con los diversos enfoques que se tengan sobre el mecanismo de ajuste de la balanza de pagos. Estos son variados, y pueden distinguirse entre los que se derivan de la teoría económica neoclásica y los que provienen de la macroeconomía keynesiana. Los primeros sostienen que son los cambios en el nivel de precios y en los precios relativos los que logran desplazamientos hacia puntos de equilibrio en la balanza de pagos. Para los segundos, en tanto, las variaciones en el nivel de producción e ingreso resultantes de los cambios en la balanza de pagos son la fuerza que posteriormente incide en la misma, asegurando mediante un proceso iterativo el desplazamiento hasta un eventual equilibrio.

La mayoría de estos enfoques se encuentran presentados en detalle en innumerables libros de texto sobre comercio internacional y relaciones financieras internacionales, o en los escritos originales de sus gestores, razón por la cual remitimos al lector a los mismos. Nos limitaremos a destacar que, dentro de la corriente ortodoxa, los principales son: el enfoque *elasticidades*, el enfoque *ingreso-absorción*, y el enfoque *monetario*. Fuera de la ortodoxia situaríamos a los enfoques *desplazamiento* (“switching”), y *fiscal de la Nueva Escuela de Cambridge*.

Básicamente, una teoría de la balanza de pagos debe establecer qué se considera como un desequilibrio de la misma, y dar respuesta a dos interrogantes clave: cuál es el origen del desequilibrio externo, y cuáles son las políticas y los mecanismos de ajuste. Entre estos últimos, la política de tipos de cambio ocupa un lugar primordial. Dentro de la corriente ortodoxa, los enfoques *elasticidades* e *ingreso-absorción* consideran que el problema fundamental es un déficit persistente en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Ninguno de los dos precisa

cuál es la causa, procediendo más bien a proponer una serie de mecanismos de ajuste que restablezcan el equilibrio. En ambos casos, el centro de atención es el corto plazo, y las diferencias básicas residen en el énfasis que se le da a los aspectos específicos del proceso de ajuste.

En efecto, el enfoque elasticidades (también llamado de precios relativos) centra su atención en el impacto de una devaluación en el saldo en cuenta corriente. Se requiere que dicha cuenta sea significativamente elástica a las variaciones del tipo de cambio, para que la devaluación constituya un mecanismo efectivo que corrija déficits persistentes en la cuenta corriente. Se basa en los supuestos altamente restrictivos de que la balanza está inicialmente en equilibrio, y que las ofertas de las exportaciones y las importaciones son infinitamente elásticas (a fin de que los precios relativos sean alterados únicamente por variaciones en el tipo de cambio y no por variaciones en la demanda). Un caso especial extremo se presenta cuando se cumple la “condición Marshall-Lerner”: para que una devaluación mejore la balanza comercial y la cuenta corriente se requiere que la suma de los valores absolutos de la elasticidad de demanda extranjera por exportaciones y la elasticidad de demanda interna por importaciones sea mayor que la unidad:  $|\eta_x| + |\eta_m| > 1$ .

Aparte de lo anterior, se prescinde de movimientos de capital –un supuesto heroico en la actualidad–, fluctuaciones en las tasas de interés y variaciones en la oferta monetaria. También se dejan de lado los efectos secundarios en los niveles de precios y de ingreso. Como puede verse, es un análisis limitado en sus objetivos, y corresponde básicamente a una época en la que el componente principal de la cuenta corriente era la balanza comercial, y la cuenta de capital no ocupaba el lugar crucial que tiene en la actualidad.

El enfoque ingreso, por su parte, fue desarrollado por discípulos de Keynes que consideraron necesario analizar el caso de una economía abierta, a fin de estudiar el proceso de ajuste de la balanza de pagos resultante de variaciones en el nivel de ingreso. Al aplicar la teoría keynesiana de la determinación del ingreso, es claro que las variaciones en las exportaciones y las importaciones, vía multiplicador, impactarán en el nivel de ingreso, y tales efectos influyen a su vez en la cuenta corriente. El grado de elaboración de estos modelos puede variar sustancialmente de autor a autor, pero en esencia este enfoque separa los cambios autónomos en las exportaciones y las importaciones de los cambios inducidos que resultan de las variaciones en el nivel de gasto agregado. Así, un desequilibrio originado por variaciones autónomas de las exportaciones y/o las importaciones puede ser compensado mediante una política económica activa que altere los componentes del nivel de gasto agregado. Sobra destacar que este tipo de enfoque es bastante impopular en la actualidad en la comunidad académica de economistas ortodoxos, ya que implica políticas económicas activas por parte del gobierno.

En lo que respecta al enfoque absorción, este constituye una variante del enfoque ingreso. Alexander (Alexander, 1952), en 1952, sugirió que una formulación basada en la brecha entre el nivel agregado de ingreso, por una parte, y el nivel total de gasto, por otra, constituía una forma más fructífera de tratar el problema. De este modo, si llamamos absorción al nivel de gasto interno ( $A = C + I + G$ ), y ( $B = X - M$ ) al saldo en cuenta corriente, entonces tenemos que  $B = Y - A$ .

Lo anterior implica que el saldo en cuenta corriente es la diferencia entre la producción y el nivel de absorción interno. El nivel de producción (ingreso) sería la determinante primaria de la absorción, y esta última determinaría la balanza en cuenta corriente. Sin embargo, la absorción también sería función de otras variables, dentro de las cuales el nivel de precios internos jugaría un papel importante. En general, los cambios en la cuenta corriente pueden expresarse como:  $\Delta B = \Delta Y - \Delta A$ . Así, puede verse que si la economía se encuentra operando a niveles menores a la plena utilización de los recursos, es posible mejorar la cuenta corriente aumentando el nivel de ingreso en una mayor cuantía que el nivel de absorción. Pero a pleno empleo, sólo reducciones en el nivel de absorción podrían mejorar la cuenta corriente.

Los anteriores enfoques son acompañados por otros un tanto difíciles de clasificar. Uno de ellos es el llamado enfoque desplazamiento (“switching”), que consiste fundamentalmente en una serie de recomendaciones de política discrecional por parte del gobierno, a fin de *desplazar* o desviar el gasto, de la producción importada hacia la producción doméstica, a fin de mejorar la balanza comercial. El abanico de recomendaciones es variado, y depende mucho del contexto donde se formule. En el caso de América Latina, las políticas de industrialización sustitutiva de importaciones (ISI) alentadas por sectores de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) dieron la pauta durante las décadas del cincuenta y del sesenta. Este conjunto de medidas puede incluir controles a las importaciones (listas de prohibida importación, aranceles, depósitos previos, licencias, controles de cambios, etc.) y estímulos a las exportaciones (subsidios, promociones, etcétera). Este tipo de enfoque ha estado adquiriendo popularidad en los últimos tiempos, como resultado de la cadena de crisis financieras que afectó a los países que adoptaron el neoliberalismo. Al igual que en los enfoques anteriores, el objeto de análisis también es el desequilibrio de la cuenta corriente.

Otro enfoque, esbozado inicialmente en la década del cincuenta por F. H. Hahn (Hahn, 1959: 110-125) y H. G. Johnson (Johnson, 1958), y desarrollado posteriormente por autores como Mundell, Jones, Kemp, Dornbusch, McKinnon y Negishi, es el enfoque monetario de la balanza de pagos. Aunque no debe confundirse con la escuela monetarista de Chicago propiamente dicha, puede afirmarse que es un derivado de la

misma en el sentido de que es una extensión para el caso de economías abiertas. De acuerdo con este enfoque, la variable relevante para analizar problemas de desequilibrio en la balanza de pagos no es la cuenta corriente, sino los movimientos en las reservas internacionales. Los desequilibrios en la balanza de pagos son considerados básicamente un fenómeno monetario, que surge cuando existe un exceso *ex ante* en la oferta monetaria, de manera que el análisis pertinente no se dirige a la balanza comercial ni a la cuenta corriente, sino a los cambios en las reservas internacionales, que es lo que queda tras los movimientos reales y de capital. Así, el desequilibrio en la balanza de pagos es un síntoma de desequilibrio monetario, que se corregirá automáticamente, sin necesidad de política discrecional por parte del gobierno.

El enfoque sostiene que la variación en las reservas internacionales es, ante todo, un fenómeno monetario. Como quiera que la balanza de pagos es una medida de los flujos monetarios, estos solamente pueden ser explicados mediante desequilibrios entre la oferta y la demanda de dinero.

La diferencia entre los ingresos y los gastos agregados de los residentes y no residentes de un país dado determinan las variaciones en las reservas internacionales. Entonces, un déficit en cuenta corriente refleja un exceso de demanda en el flujo de bienes y servicios, mientras que un saldo positivo en la cuenta neta de capitales refleja un exceso de oferta de activos a agentes económicos extranjeros. El enfoque monetario se explica por lo general mediante modelos que relacionan la balanza de pagos con el mercado de dinero.

En última instancia, las variaciones en las reservas internacionales terminan siendo una función directa de la demanda por saldos reales y nivel de precios, y una función inversa de la oferta de dinero, la cual es identificada con el crédito doméstico. La conclusión fundamental del modelo es que el crecimiento (o disminución) de las reservas internacionales está inversamente relacionado con la creación de crédito doméstico. Se conservan los supuestos básicos de la escuela monetarista de Chicago, esto es: que la demanda por dinero es función de un conjunto de variables macroeconómicas –tales como el ingreso real ( $y$ ) y la tasa de interés ( $i$ )– que muestran un comportamiento relativamente estable y predecible; que la oferta de dinero está exógenamente determinada; que la economía opera a niveles cercanos a la plena utilización de recursos (o, lo que es igual para dicha escuela, que se opera con un nivel de desempleo “no acelerador de la inflación”); y que los cambios en el acervo de dinero no afectan a las variables reales de la economía, al menos en el largo plazo.

El argumento es simple: el incremento en el crédito doméstico crea un exceso de oferta monetaria que se manifiesta en una mayor demanda interna por bienes y servicios. Si la economía se encuentra

cercana a un nivel correspondiente a la “tasa natural” de empleo, el exceso de liquidez en manos del público se desbordará, dirigiéndose hacia la compra de bienes y servicios y activos en el exterior. Esto, obviamente, deteriorará las cuentas corriente y de capitales, traduciéndose en una reducción de las reservas internacionales. Este proceso continúa hasta que se restaura el equilibrio en el mercado monetario. Aunque el modelo fue formulado inicialmente bajo el supuesto de un tipo de cambio fijo durante el período de Bretton Woods, es posible relajar tal supuesto. También se supone la “ley del precio único”, es decir, que los mercados son eficientes, y que el arbitraje en los mismos asegura que se igualen los precios internos y externos de bienes y servicios (expresados en moneda local, según el tipo de cambio vigente) y los rendimientos de todo tipo de activos.

Otro enfoque que debe mencionarse es el enfoque fiscal de la Nueva Escuela de Cambridge, que destaca las interrelaciones entre el saldo fiscal y el saldo externo, estableciendo una relación causal –aunque por razones que difieren del enfoque monetario– entre el déficit del sector público y el déficit en la cuenta corriente. Sus críticos señalan que la causalidad puede ir en ambas direcciones, y que los supuestos del modelo son extremadamente rígidos.

Aunque existen también otros enfoques adicionales, los anteriores constituyen los primordiales, y en ellos se basan las principales teorías de la determinación de los tipos de cambio.

## LA DETERMINACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO EN LA TEORÍA Y EN LA PRÁCTICA

Como se mencionara, las teorías sobre la determinación del tipo de cambio están estrechamente asociadas con los enfoques sobre el mecanismo de ajuste de las cuentas de la balanza de pagos.

Actualmente, las más destacadas son: la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA), la de la paridad de los tipos de interés, los modelos monetaristas, la de “la balanza de pagos”, la que considera los tipos de cambio como precios de activos (modelo Mundell-Fleming) y los modelos de “expectativas racionales”. Dado que los aspectos básicos de dichas teorías se han presentado con detalle en infinidad de obras y textos sobre comercio y finanzas internacionales, haremos aquí tan sólo una referencia muy somera y general (Krugman y Obstfeld, 1998).

Lo primero que debe tomarse en cuenta al analizar estas teorías es que su perspectiva es de mediano y largo plazo, en un contexto de tipos de cambio fijos y generalizados (RBW). Se trata de establecer el nivel al cual se fija el tipo de cambio en tal entorno, y qué variables determinan la necesidad de ajustarlo. El centro de atención es la cuenta corriente porque sólo en la misma era permisible la libre convertibili-

dad de las monedas. Se consideraba que los movimientos en la cuenta de capitales jugaban un papel secundario, ya que esta cuenta usualmente se encontraba sometida a regulaciones.

En las teorías de la PPA y de la paridad de los tipos de interés, el elemento esencial es el arbitraje ejercido por los agentes económicos, tanto en los mercados de bienes y servicios para la PPA, como en los mercados financieros para la paridad de intereses.

En el caso de la PPA, el tipo de cambio *nominal* lo determinaría la relación entre el precio en la moneda de cada país de una canasta de bienes y servicios idéntica. Las *variaciones* en el tipo de cambio, por su parte, dependerían de los diferenciales en las respectivas tasas de inflación en los países considerados<sup>4</sup>. El arbitraje determinaría que los bienes y servicios intercambiados entre países tiendan a tener el mismo precio, expresado en las diferentes monedas existentes.

Como en el caso de la teoría cuantitativa del dinero, esta teoría data de hace mucho tiempo (comienzos del siglo XIX), aunque sólo fue formalizada a principios del siglo XX por el economista sueco Gustav Cassell. No obstante su amplia utilización, su apoyo empírico es bastante tenue en la actualidad. En las palabras de Rudiger Dornbusch, “es una de esas regularidades empíricas que son lo bastante ciertas a través de largos períodos de tiempo como para recabar nuestra atención, pero de las que surgen desviaciones lo bastante importantes a corto plazo” (Dornbusch, 1981: 12). Las barreras aduaneras y los costos de transporte, por ejemplo, pueden resultar en desviaciones importantes de la PPA.

A la paridad de los tipos de interés se la asocia con John M. Keynes, quien consideró al tipo de cambio como el precio de un activo (Keynes, 1992). También está basada en el arbitraje, en este caso en los mercados financieros. Se parte de la opción que tienen los inversionistas entre activos denominados en diferentes signos monetarios, con sus correspondientes rendimientos calculados en términos de tasas de interés. Es posible demostrar que el arbitraje en los mercados financieros trae como consecuencia que *la tasa esperada de cambio en el tipo de cambio es igual al diferencial internacional en las tasas de interés*. Entre más estables sean las tasas de interés, y menores sean las expectativas de que estas se alteren, menores serían los diferenciales internacionales en las tasas de interés como consecuencia del arbitraje. En términos de fórmulas tendríamos que  $\Delta e^E/e = i - i^*$ , donde  $\Delta e^E/e$  es el cambio esperado en el tipo de cambio,  $e$ ,  $e - i - i^*$  es la diferencia existente entre la tasa de interés doméstica ( $i$ ), y la tasa de interés internacional ( $i^*$ ).

---

4 Así,  $e = P_d/P_f$ , donde  $e$  es el tipo de cambio de la unidad de moneda extranjera expresada en términos de la moneda nacional;  $P_d$  es el nivel de precios nacional, y  $P_f$  es el nivel de precios extranjero. La tasa de variación del tipo de cambio está dada por  $d e / e = d P_d / P_d - d P_f / P_f$ .



Obviamente,  $e = \Delta e^E / (i - i^*)$ . Este sería el caso de la “paridad no cubierta de la tasa de interés”<sup>5</sup>.

En la actualidad, sin embargo, se sustituye el desconocido e incierto tipo de cambio *esperado* a futuro por un tipo de cambio a futuro de carácter contractual. Las diferencias observadas en las tasas de interés serían iguales al premio o descuento del tipo de cambio a futuro (*forward*,  $F$ ) por sobre el tipo de cambio a la vista (*spot*,  $S$ ). Es lo que se denomina la “paridad cubierta de la tasa de interés”. De nuevo en términos de fórmulas, tendríamos que  $(F - S)/S = i - i^*$ . Naturalmente,  $S = F - S/(i - i^*)$ <sup>6</sup>. Como se verá luego, esta teoría juega un papel importante en el análisis de la determinación del tipo de cambio en el actual entorno especulativo. También en este caso, la sustentación empírica en el contexto actual es casi nula, y sólo parece encontrar alguna validez en el caso de la paridad cubierta de los intereses (Blecker, 1998).

La teoría monetaria de los tipos de cambio, como es evidente, constituye una extensión del enfoque monetario de la balanza de pagos: en este, eran los excedentes en la demanda u oferta en los mercados de dinero los que determinaban los cambios en las reservas internacionales de divisas de un país. Los tipos de cambio serían establecidos por las diferentes tasas de crecimiento en la oferta monetaria de los distintos países, es decir, por las políticas monetarias que estos apliquen.

Los modelos adscritos a esta escuela –Frenkel y Johnson, Mussa, Bilson, etc.– suelen combinar la teoría de la PPA con la teoría cuantitativa del dinero a fin de determinar el tipo de cambio. Las variables pertinentes serían las ofertas relativas de dinero, las velocidades medias y los ingresos reales en los dos países. En general, si se mantienen dadas las demás variables, el tipo de cambio se depreciará si el acervo nominal de dinero de un país aumenta relativamente con respecto al de los países extranjeros<sup>7</sup>. Dado que en el contexto actual, la posibili-

5 Supongamos que 1 peso puede ser invertido internamente a intereses anuales de  $i$ , obteniendo  $(1 + i)$ . Si la tasa de interés externa,  $i^*$ , es mayor que la interna ( $i^* > i$ ), se podría invertir en el exterior pero con el riesgo de variaciones en el tipo de cambio. Convirtiendo todo a pesos, al tipo de cambio actual,  $e$ , el arbitraje aseguraría que:  $(1 + i)e = (e + \Delta e^E)(1 + i^*)$ . Con algún manipuleo algebraico, y suponiendo que  $\Delta e \cdot i^*$  es insignificante, podemos determinar el tipo de cambio y sus variaciones esperadas:  $e = \Delta e^E / (i - i^*)$ ;  $\Delta e^E / e = (i - i^*)$ .

6 En este caso, el arbitraje logrará que  $(1 + i)S = (1 + i^*)F$ . Reordenando y restando la unidad de ambos lados, tenemos:  $(1 + i)/(1 + i^*) - 1 = (F/S) - 1$ , es decir,  $(i - i^*)/(1 + i^*) = (F - S)/S$ . Dado que  $(1 + i^*) \sim 0$ , tenemos que:  $(F - S)/S = i - i^*$ .

7 Si se parte de la ecuación cuantitativa del dinero,  $MV = Py$ , tendremos que  $P = V(M/y)$ . Ahora bien, de acuerdo con la PPA tenemos que  $P = eP^*$ . Sustituyendo:  $eP^* = VM/y$ . Despejando a  $e$ , tenemos que:  $e = (1/P^*)(VM)/y$ . Si se supone que  $P^*$  se determina de la misma manera, y  $e = P/P^*$ , entonces  $e = [(MV/y)]/[(M^*V^*)/y^*] = (M/M^*)(V/V^*)(y^*/y)$ . Así, lo relevante para la determinación del tipo de cambio serían las ofertas relativas de dinero, dada la estabilidad de las velocidades y los ingresos reales de los dos países.

dad de proseguir políticas monetarias expansionistas es poco menos que nula, la influencia de esta teoría ha declinado sustancialmente, aunque todavía recibe una atención considerable.

La teoría de la balanza de pagos, por su parte, es una teoría con una perspectiva multidimensional, en el sentido de que contempla la influencia de un cierto número de variables en la determinación del tipo de cambio de equilibrio y sus fluctuaciones. Podría expresarse en términos de una ecuación dada, como la siguiente:  $B = C(eP^*/P, y, y^*) + K(i, i^*, s)$ . Los cambios en las reservas internacionales están representados por  $B$ , siendo  $C$  la cuenta corriente y  $K$  los flujos netos de capital.  $EP^*/P$  expresa el precio relativo de los bienes extranjeros ( $y$ , por lo tanto, la competitividad doméstica),  $e$  y  $P$  son el tipo de cambio y el nivel interno de precios,  $P^*$  es el nivel de precios extranjero,  $i$  e  $i^*$  son las tasas de interés doméstica e internacional, mientras que  $y$  e  $y^*$  son los niveles reales de ingreso interno y foráneo, respectivamente. Se añadiría  $s$ , una variable especulativa. Así, el tipo de cambio vendría a ser determinado por los siguientes factores:  $e = f(y, y^*, i, i^*, P^*/P, s)$ . Se concibe como un “precio” cuyo nivel de equilibrio “despeja” (vacía) un conjunto de balances macroeconómicos.

El problema con esta teoría es que en el actual sistema financiero internacional el tipo de cambio dista mucho de ser un “precio” que se ajusta para equilibrar mercados. Como veremos, el tipo de cambio sí está influenciado por estas variables macroeconómicas ( $y$  a la vez las influencia) en la medida en que las “relaciones macro fundamentales” influyen en la configuración de las percepciones convencionales de los agentes económicos.

Existen, por último, otras teorías cuya perspectiva es de corto plazo, y centran su análisis los precios relativos de los activos financieros. Nos referimos a los modelos Mundell-Fleming y de “expectativas racionales” y a la teoría de “selección de cartera”.

## LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EN EL ENTORNO DE LA GLOBALIZACIÓN

¿Cómo han resistido estas teorías la dura prueba actual impuesta por la globalización? Debe tomarse en cuenta que fueron formuladas en el contexto de los acuerdos de Bretton Woods, y el tratamiento teórico que se le daba entonces a un tipo de cambio fluctuante suponía que los demás países mantenían el suyo fijo, y se lo consideraba como un caso de excepción. Una situación como la actual, donde *todos* los tipos de cambio son potencialmente fluctuantes, sólo fue recientemente considerada en la teoría, y hoy poseemos más interrogantes que respuestas.

Lo cierto es que la utilidad efectiva de las teorías sobre la determinación del tipo de cambio esbozadas más arriba es hoy en día bastante

relativa, ya que se refieren fundamentalmente a las balanzas comercial y de cuenta corriente. Desde luego, todas estas teorías también consideran los movimientos en la cuenta de capital, pero debe tomarse en cuenta que el papel jugado por los flujos de capital –particularmente los especulativos de corto plazo– durante el período de vigencia del RBW, no era ni remotamente comparable al rol preponderante que ahora tienen.

En efecto, el lugar clave en la determinación de los tipos de cambio y sus fluctuaciones lo tienen los flujos de capital a corto plazo, en cuya conformación resultan fundamentales las expectativas, que no son necesariamente “racionales” en el sentido dado al concepto por la teoría económica ortodoxa. Los intentos de explicar hoy en día cómo se establecen los tipos de cambio bajo el RDWS se encuentran, por así decirlo, en sus albores. Como acertadamente lo destacan John Eatwell y Lance Taylor, “A pesar del papel crucial que juegan tanto el nivel como los cambios en los tipos de cambio en la economía internacional, explicaciones satisfactorias de cómo estos son determinados son notorias por su ausencia” (Eatwell y Taylor, 2000: 54).

No es sorprendente que ello sea así. El dismantelamiento del marco regulacionista asignado a las instituciones surgidas en Bretton Woods como consecuencia de la aparición de un gigantesco sector financiero internacional privado con una autonomía relativa propia, ha llevado a que la determinación de los tipos de cambio se produzca principalmente como resultado de las apuestas especulativas de los inversionistas en los mercados financieros internacionales, particularmente los mercados mundiales de divisas. Estas apuestas, por naturaleza, tienden a ser volátiles, y el análisis de su formación cae en el terreno de las reflexiones especulativas más que en el de las construcciones teóricas sólidamente fundadas. Cualquier intento de dar explicación teórica a la determinación de los tipos de cambio bajo el RDWS debe tener como referencia obligada el proceso de globalización actualmente en curso. Este es un proceso objetivo multidimensional, y no sólo económico, cuya expresión más determinante, de acuerdo con el investigador español Manuel Castells, “es la interdependencia global de los mercados financieros, permitida por las nuevas tecnologías de información y comunicación y favorecida por la desregulación y liberalización de dichos mercados” (Castells, 2002: 38). Efectivamente, en dichos mercados se intercambian por día unos 2 billones de dólares, mayoritariamente con fines de carácter especulativo (Puyana Ferreira, 2002)<sup>8</sup>. Esto necesariamente nos lleva al terreno de la formación de expectativas.

---

8 Para una presentación más elaborada de las principales características del actual sistema financiero internacional, ver Puyana Ferreira (2002).

De acuerdo con John Eatwell y Lance Taylor, la determinación del tipo de cambio es actualmente un proceso complejo que depende de las expectativas volátiles de inversionistas especuladores que operan en los mercados mundiales de cambios. Según estos autores, más del 90% de las transacciones en los mercados cambiarios son a menos de un año, es decir, son de carácter especulativo. También influyen significativamente las transacciones en títulos bursátiles de todo tipo, lo mismo que la actividad bancaria internacional. Lo anterior le imprime al RDWS dos importantes características: 1) su *alta volatilidad* y 2) su *susceptibilidad al contagio*. La primera se debe a que las tasas de interés, los tipos de cambio, y los precios de los activos están sujetos a grandes fluctuaciones en el corto plazo, y a virajes en el mediano y largo plazo. La segunda corresponde al “comportamiento de horda” de los especuladores financieros, lo que lleva a que sus percepciones, *correctas o no*, sobre posibles dificultades macroeconómicas de un país se propaguen hacia toda una región o la comunidad económica internacional entera. Es este segundo aspecto el que muchos analistas consideran como crucial en la determinación de los niveles y los tipos de cambio.

En efecto, el tipo de cambio y sus fluctuaciones dependen de expectativas influidas por la “sabiduría convencional” incorporada en un cierto conjunto de relaciones macroeconómicas –conocidas en la literatura como “fundamentales”– que se suponen válidas por naturaleza en el actual mundo de “pensamiento único”. Esto independientemente de si dichas relaciones y su análisis teórico son válidos o no. Desde luego, el soporte teórico de tales “fundamentales” lo proporciona la teoría económica ortodoxa. Subyacentes en el mismo se encuentran la Teoría cuantitativa del dinero, la Ley del precio único (o PPA), la Hipótesis de los mercados eficientes, el Teorema fundamental de la economía del bienestar, y otros postulados de la teoría económica convencional que siempre han sido sujeto de acaloradas controversias.

Así, se supone que “los fundamentales” de un país están correctos cuando: el déficit fiscal es un porcentaje casi nulo del PIB; la tasa de inflación no excede la prevaleciente a nivel internacional (o en su principal socio comercial); el gobierno prosigue políticas económicas aperturistas; las políticas monetaria y fiscal son “sensatas” (es decir, restrictivas), etcétera. Dado un conjunto de valores asumido por “los fundamentales”, los inversionistas especuladores a nivel individual tratan de establecer, en las palabras de Eatwell y Taylor, “lo que todos los demás en el mercado piensan que los demás piensan” (Eatwell y Taylor, 2000: 12-13).

Para dichos autores, al estar los mercados dominados por esta “opinión promedio sobre lo que será la opinión promedio”, surge un premio enorme a cualquier información o señal que proporcione pistas sobre posibles virajes en tal opinión promedio cuando ocurren cambios en los even-

tos corrientes. Según afirman, “estas señales deben ser simples y nítidas. Interpretaciones sofisticadas de los datos económicos no proveerían una dirección clara. De allí que los mercados monetarios y de divisas quedan dominados por consignas (*slogans*) simples” (Eatwell y Taylor, 2000: 12-13).

¿Y cuáles son tales consignas? Pues justamente las propuestas usualmente identificadas con la política económica neoliberal: “mayores déficits fiscales llevan a tasas de interés más altas, una oferta de dinero incrementada resulta en una tasa de inflación más elevada, el gasto público es malo, el desempleo en descenso siempre conduce a una inflación acelerada, y así sucesivamente” (Eatwell y Taylor, 2000: 12-13). Nótese que todos estos eslóganes encuentran su fundamento último en formulaciones de largo arraigo en la teoría económica convencional, tales como la teoría cuantitativa del dinero, la Ley de Say, etcétera. Independientemente del pretendido carácter científico de dichas propuestas, lo pertinente es que la opinión promedio cree en ellas: “Durante períodos sustanciales de tiempo los mercados pueden ser estabilizados por la convención –todos creen que todos los demás creen que la economía es saludable y los mercados son fundamentalmente estables. Pero si la convención es cuestionada, o peor aún, derrumbada por un cambio significativo en las creencias, entonces los valores de los activos financieros pueden remontarse a grandes alturas o desplomarse a nada [...] No importa si las consignas simplistas de la sabiduría convencional que dominan los mercados financieros son verdaderas o falsas. Lo que importa es que la opinión promedio cree que son verdaderas. La opinión promedio es reforzada al designar como ‘fundamentales’ a esas creencias [...] Es lo que la opinión pública cree que es un fundamental” (Eatwell y Taylor, 2000: 12-13).

Podrían citarse varios casos del anterior proceso, aunque el más conocido es el de los países del Sudeste asiático. Antes de la crisis de 1997-98, sus indicadores “fundamentales” eran impecables. Sin embargo, un cambio en las percepciones de los inversionistas en el caso de Tailandia llevó a un retiro masivo de capitales, no sólo de ese país, sino de casi todos los del área. No nos extenderemos al respecto, dada la abundante literatura sobre el tema.

## TEORIZACIÓN ECONÓMICA DE LAS CRISIS FINANCIERAS GLOBALIZADAS

Tras la formal finalización del RBW, la teorización sobre la determinación de los tipos de cambio intentó tomar también en consideración la cuenta de capitales, aunque rebasando los límites del modelo Mundell-Fleming. De acuerdo con Laurence Harris, “los nuevos modelos de la cuenta de capital y de la selección de activos se relacionaban con el sistema financiero mundial que se desarrolló en los 1970 –un sistema [...] caracterizado por tasas de cambio fluctuantes y mercados interna-

cionales de capital integrados— aunque por supuesto el grado actual de flexibilidad e integración del mercado no se equiparaba con los supuestos simplificadores de aquellos modelos” (Harris, 1994: 117).

Esencialmente, se planteaba que la base de la determinación de los tipos de cambio en el nuevo entorno internacional (RDWS) eran las *expectativas racionales* y la *hipótesis de los mercados eficientes*, que los tipos de cambio se determinaban en los mercados de divisas a través de la selección de activos basada en expectativas racionales, y que además el arbitraje eficiente en los mercados financieros sí era existente.

Tomando un antiguo trabajo de Milton Friedman (Friedman, 1953: 157-203), se afirmaba que cuando no había intervención estatal alguna, los tipos de cambio alcanzaban un equilibrio que reflejaba “los fundamentales”, ya que de otra forma los especuladores perderían dinero sistemáticamente. Se asumía que los mercados eran eficientes, y que por lo tanto los precios reflejaban plena e instantáneamente toda la información, de manera que ningún operador de mercado podía aprovecharse de conocimientos especiales a fin de obtener ganancias extras.

Tras la cadena de crisis financieras de los noventa, cuya frecuencia y severidad no tenían precedentes, tales ilusiones sufrieron un duro golpe y quedaron bastante desacreditadas. La conveniencia de abrir abrupta e indiscriminadamente la cuenta de capitales de la balanza de pagos quedó sometida a serios cuestionamientos. Economistas del calibre de Joseph Stiglitz y Paul Krugman plantean ahora la necesidad de controles a los flujos de capitales en los casos de países que confrontan afluencias masivas y repentinas de capitales de corto plazo —principalmente especulativos— que de un momento a otro cambian de dirección, con consecuencias desastrosas para los mismos.

Por otra parte, un número creciente de economistas ha producido una serie de trabajos sobre el tema, subrayando la necesidad de *explicar* adecuadamente estos procesos, y no solamente señalar la naturaleza volátil del actual sistema financiero internacional. De acuerdo con Korkut Erturk, economista de la Universidad de Utah, “bajo condiciones de liberalización de la cuenta de capitales, el tipo de cambio se convierte de hecho en tan sólo otro precio de activo que puede ser sujeto de especulación. Así, justo como cualquier otro precio de activo con horizonte a futuro, los rumores, ruidos y sentimientos del inversionista, al menos en el corto plazo, son más importantes que lo que ocurre en la economía real<sup>9</sup>. Así, la cuestión es si la dinámica de las finanzas especulativas puede ser establecida en cualquier forma sistemática

---

9 En la literatura empírica está hoy en día bien establecido que las fluctuaciones del tipo de cambio, al menos en el corto plazo, están completamente desasociadas de las variaciones en los “fundamentales” macroeconómicos (Flood y Rose, 1999: 660-672).

diferente de simplemente observar que los desplazamientos abruptos en los sentimientos del inversionista causan estragos en los mercados financieros, y que existen los efectos de contagio” (Erturk, 2003: 3).

En efecto, tanto el autor como un creciente número de estudiosos de la materia, están intentando actualmente elaborar un análisis “estilizado” de las crisis financieras recientes. Se trata de una tarea bastante ambiciosa y difícil, dado que dichas crisis dependen en un alto grado de las expectativas volátiles de los inversionistas especulativos internacionales<sup>10</sup>.

Al analizar la literatura pertinente, el primer aspecto que salta a la vista es que la mayoría destaca la enorme diferencia entre las crisis cambiarias de los años ochenta y las de los noventa. Mientras que las crisis de la década del ochenta se consideraban relativamente predecibles, y causadas fundamentalmente por desequilibrios en la cuenta corriente, las de los noventa eran impredecibles y surgían por fenómenos relacionados con la evolución de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Como consecuencia de estas diferencias, es usual plantear la existencia de varias generaciones de modelos de crisis (Erturk, 2003: 8; Bajo Rubio, 2002: 118).

Suele entenderse por “modelos de primera generación” a los surgidos para explicar las crisis cambiarias de los ochenta. En ellos juega un papel primordial la evolución desfavorable de los “fundamentales”, particularmente la cuenta corriente, lo que eventualmente tiene un impacto negativo en el tipo de cambio.

Formulados bajo la influencia de las experiencias que supuestamente atravesaron los países del Cono Sur sudamericano entre fines de la década del setenta y comienzos de la del ochenta, constituyen lo que podría llamarse el punto de vista tradicional, asociado a una formulación inicialmente planteada por Paul Krugman (1998). Se creía que un país afrontaba un ataque especulativo contra su moneda, y por lo tanto atravesaba una crisis cambiaria y financiera, cuando sostenidos y crecientes déficits fiscales<sup>11</sup>, financiados a través de emisiones monetarias

---

10 Aparte de los esfuerzos pioneros de Krugman (1998), tomamos nota de Erturk (2003) y Palma (2000). Aunque se refiere a la medición del riesgo, también cabe mencionar a Vilariño Sanz (2001).

11 Erturk cuestiona que tal hubiese sido realmente la experiencia de los países del Cono Sur, ya que estos se encontraban experimentando programas antiinflacionarios en el entorno de una cuenta de capital liberalizada, y utilizaban el tipo de cambio como un ancla en contra de la inflación. Ese autor, y varios otros, creen que el énfasis en los crecientes gastos del gobierno y los déficit fiscales está fuera de lugar. En realidad, lo que estos programas intentaban era reducir la inflación mediante una reducción creciente de la tasa de devaluación. Al no caer la inflación al mismo ritmo que el tipo de cambio, tomó lugar una apreciación real de la moneda. Esto llevaría eventualmente a los ataques especulativos contra la misma.

(monetización), resultaban en una progresiva disminución de sus reservas internacionales. El inexorable proceso inflacionario que necesariamente acompañaba este tipo de financiamiento deficitario llevaba a una sobrevaluación del tipo de cambio, con el consecuente deterioro de las balanzas comercial y corriente. Una vez que la caída en las reservas internacionales sobrepasaba un cierto umbral crítico, sobrevenía un ataque especulativo contra el tipo de cambio prevaeciente. Puede verse que en estos modelos la cuenta corriente, y los “fundamentales” en general, son los factores decisivos en la formación de las expectativas.

En tanto, los “modelos de segunda generación” parten de la acepción generalizada de que las crisis cambiarias se transformaron sustancialmente en los noventa, aunque todavía no parece surgir un consenso respecto de lo que esto conllevó. La literatura sobre el tema es abundante, y una revisión de la misma permite establecer que lo fundamental en este segundo tipo de modelos son las *expectativas*, que se convierten en profecías autoconfirmadas.

Sin embargo, el balance de importantes autores sobre los modelos en cuestión difiere esencialmente. Según el trabajo de Erturk ya citado, Radalet y Sachs en su conocido trabajo sobre la crisis asiática (Radalet y Sachs, 1998: 1-90), esbozan cinco diferentes tipos de crisis –mientras que Paul Krugman establece tres distintas generaciones de modelos de crisis (Krugman, 2000)–, que en última instancia pueden ser reclasificados en dos grupos: los modelos de primera generación, impulsados por los “*fundamentales*”, y los de segunda generación, impulsados por las *expectativas*. Esta última distinción se traza porque se produjo un *cambio en la forma en que se configuran las expectativas de los inversionistas*, que son las que regulan los flujos internacionales de capital.

En efecto, en los años ochenta era el déficit en la cuenta corriente resultante de la evolución de los “fundamentales” el que aumentaba el riesgo de devaluación, jugando así un papel decisivo en la formación de las expectativas. En los noventa, ya había ocurrido una transformación institucional en la economía mundial, y los mercados de activos secundarios, tales como los derivados y los futuros, se habían expandido explosivamente por todo el planeta. Así, en un simposio sobre la globalización que tuvo lugar en el año 2000, Paul Krugman (2000) declaraba que “en los noventa la especulación con los precios variables de los activos y consideraciones de riesgo soberano toman el centro del escenario [...] Mientras que activos de precios fijos en la forma de préstamos bancarios eran el principal conducto de los flujos de capital financiero hacia las economías en desarrollo en los ochenta, activos de precios variables tales como bonos y acciones parecen haber tomado su lugar en la siguiente década. Así, la mejor designación para el primer tipo de crisis podría ser la de *impulsada por la cuenta corriente*, mientras que *impulsada*



*por la cuenta de capital* podría serlo para las del segundo tipo” (Ertuk, 2003: 9). Cabe anotar que esta opinión es crecientemente compartida por investigadores provenientes de variadas vertientes del pensamiento económico<sup>12</sup>.

Puede verse, entonces, que la actual volatilidad de las relaciones financieras internacionales, donde las expectativas erráticas de los inversionistas especulativos de corto plazo tienen un rol fundamental, ha llevado a que la determinación de los tipos de cambio sea un problema bastante incierto. Por una parte, todas las teorías previamente existentes son actualmente irrelevantes, ya que fueron formuladas en un entorno totalmente diferente (el RBW), mientras que las actuales se encuentran en sus albores y confrontan el difícil problema de incorporar expectativas volátiles configuradas en el marco de incertidumbre propio del RDWS.

En realidad, la única generalización posible hoy es la de señalar que los tipos de cambio son determinados en la cuenta de capitales de la balanza de pagos, y que en dicha determinación resultan decisivas las expectativas volátiles de los inversionistas especulativos de los mercados cambiarios.

Esta es la razón por la cual han surgido múltiples opciones teóricas, cada una de ellas dependiente del tratamiento dado a la formación de expectativas. Creemos que tal situación continuará, hasta tanto no se defina lo que se da en llamar una nueva arquitectura financiera internacional, hecho que difícilmente puede vislumbrarse para el futuro inmediato.

## CONCLUSIONES

El surgimiento de aparatosas crisis cambiarias y financieras en una serie de países en la década del noventa, con desastrosas consecuencias económicas, políticas y sociales, tenía necesariamente que producir no sólo una abundante literatura analítica sobre las causas de las mismas,

---

12 De acuerdo con el economista español Óscar Bajo Rubio, “los modelos de ‘primera generación’ relacionan los ataques especulativos con los ‘fundamentos’, de manera que los países experimentan crisis cambiarias porque en última instancia llevan a cabo políticas monetarias o fiscales insostenibles, o bien sufren un deterioro de su competitividad, lo que los obliga eventualmente a abandonar el tipo de cambio fijo. En los modelos de ‘segunda generación’, por el contrario, los ataques especulativos pueden aparecer incluso en ausencia de problemas con los ‘fundamentos’, esperados o futuros. Ello va a ocurrir porque los ataques se autoafirman (esto es, si se espera que ocurran, terminarán ocurriendo), desplazando el tipo de cambio de un equilibrio a otro. Simplificando el argumento, podríamos decir que en los modelos de ‘primera generación’ los mercados anticipan la crisis, mientras que en los modelos de ‘segunda generación’ son los mercados los que provocan la crisis” (Bajo Rubio, 2002: 120).

sino también una reacción adversa a las políticas económicas que pudieron ocasionarlas. En general, se considera que, independientemente de si fueron factores reales o financieros, *la apertura de la cuenta de capitales está centralmente implicada*.

La liberalización de la cuenta de capitales permitió inicialmente la entrada de enormes flujos de capitales, principalmente especulativos de corto plazo, sin coordinación alguna. Esta fue seguida de enormes flujos de salida de dichos capitales, siendo la consecuencia una crisis cambiaria y financiera que usualmente se propagó a otros países, sin que estos tuvieran mayores relaciones con el país afectado.

Los años que anteceden a la liberalización de la cuenta de capitales se caracterizaron por persistentes saldos negativos de la misma. Tras la liberalización, siguió un período de torrenciales y abruptas percepciones netas de capitales. En *todos* los casos, el proceso culminó en una crisis financiera masiva<sup>13</sup>. Las causas específicas de cada una de ellas es objeto de debate, ya que las entradas masivas de capitales han resultado en el surgimiento de burbujas especulativas de distinto tipo, cuyo eventual estallido fue el factor fundamental que dio lugar a la crisis. Qué tipo de burbuja especulativa surja depende de cada caso analizado<sup>14</sup>.

Al predecir los inversionistas el posible estallido de la burbuja en cuestión, llevan a cabo acciones que resultan en el estallido de la crisis, independientemente de lo que ocurra con los “fundamentales”.

En cuanto a los tipos de cambio propiamente dichos, en el sistema actual de tipos de cambio fluctuantes (RDWS) muchos países fijan sus tipos de cambio relacionando sus monedas con la de su principal socio comercial, o con una canasta de monedas, que es un promedio ponderado de las divisas de los principales socios comerciales.

Otros países optan por una flotación “sucia”, lo cual quiere decir que esta es permitida dentro de ciertos límites o topes establecidos por las autoridades monetarias, que intervienen activamente en el mercado cambiario cuando dichos límites son rebasados. Otra opción es un régimen de deslizamiento o mini-devaluaciones periódicas (devaluación reptante), dependiente de las diferencias inflacionarias con

---

13 Esto, sin embargo, no es necesariamente válido para todos los países que emprenden liberalizaciones de este tipo, tal como lo demuestra el caso de varios países latinoamericanos (Colombia, Ecuador, etcétera).

14 En los casos de México y Corea, la oleada de afluencias de capitales se manifestó en una expansión del crédito, que en el primer caso fue empleado en un incremento en el consumo y la especulación bursátil, mientras que en el segundo caso se destinó a la inversión. Brasil evitó los considerables aumentos en el consumo de México, para no repetir su trayectoria. Tailandia e Indonesia combinaron ambas utilidades. Para un tratamiento detallado, ver Palma (2000: 30-31).

el principal socio comercial, a fin de mantener la paridad del poder de compra, es decir, la competitividad internacional. Estas opciones requieren que los mercados financieros tengan confianza en la credibilidad del país que las implementa. En general, estas experiencias han sido efímeras, y los países que las llevaron a cabo se vieron eventualmente forzados a abandonarlas, remplazándolas con alguna de dos alternativas polares: un tipo de cambio rígidamente fijo (o la dolarización completa), o un tipo de cambio totalmente fluctuante. La mayoría ha optado por la segunda medida.

En efecto, adoptar un tipo de cambio fijo implica que la moneda del principal socio comercial termine sustituyendo a la moneda nacional. En su versión blanda, se establece un Consejo Monetario (o Caja de Conversión) que reemplaza al Banco Central, y que se encarga de asegurar que a un tipo de cambio fijo, la cantidad de dinero en circulación sea igual o estrictamente proporcional, según el tipo de cambio fijado, a las reservas internacionales disponibles. Esto conlleva la renuncia a toda política monetaria activa.

La versión más extrema es la dolarización, esto es, el reemplazo del signo monetario local por el del principal socio comercial. En este caso, la economía queda totalmente sometida a choques externos, con enormes fluctuaciones en la producción y el empleo. Es lo que básicamente ha ocurrido en Argentina.

En lo que respecta al tipo de cambio fluctuante, este asumirá un carácter errático si se prosigue con políticas monetarias y fiscales de carácter anticíclico. Aunque se supone que esta es la mejor opción, los países que la eligen se ven obligados a renunciar a políticas económicas activas a fin de evitar embates especulativos que culminen en crisis cambiarias y financieras. Ante tal situación, se recurre a políticas macroeconómicas “perversas”: altas tasas de interés (para atraer capitales indiscriminadamente) y programas de austeridad fiscal (para evitar presiones inflacionarias), en medio de un entorno recesivo. El objetivo es, supuestamente, retener y aumentar la confianza de los mercados, aunque tales políticas, en la medida en que sólo contribuyen a profundizar la recesión, obtienen el resultado opuesto.

No creemos que esta situación pueda mantenerse indefinidamente. Actualmente un número creciente de gobiernos y de autoridades mundiales ven la necesidad de negociar el establecimiento de un nuevo marco regulador de las relaciones financieras internacionales. El surgimiento del mismo, sin embargo, será resultado de un proceso prolongado y no desprovisto de conflictos profundos.

## BIBLIOGRAFÍA

- Alexander, S. S. 1952 "Effects of a devaluation on a trade balance" in *IMF Staff Papers* (IMF) April.
- Ashworth, William 1979 *Breve historia de la economía internacional (desde 1850)* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Bajo Rubio, Óscar 2002 "Teoría económica y crisis cambiarias: aportaciones recientes" en Juan, Óscar de y Febrero, Eladio (coords.) *La fragilidad financiera del capitalismo* (España: Universidad de Castilla-La Mancha).
- Blecker, Robert A. 1998 *International capital mobility, macroeconomic imbalances and the risk of global contraction* (New York: CEPA-New School for Social Research).
- Brenner, Robert 1998 *The economics of global turbulence: a special report on the world economy, 1950-1998* (United Kingdom: NLR).
- Castells, Manuel 2002 "Globalización y antiglobalización" en Varios Autores *Pánico en la globalización* (Bogotá: FiCa).
- Dornbusch, Rudiger 1981 "Política monetaria bajo flexibilidad del tipo de cambio" en *Cuadernos Económicos de ICE* (Madrid) N° 17.
- Eatwell, John and Taylor, Lance 2000 *Global finance at risk* (New York: The New Press).
- Erturk, Korkut 2003 *On the changing nature of currency crisis* (New York: CEPA-New School University).
- Félix, David 1996 "La globalización financiera contra el libre comercio: defensa del Impuesto Tobin" en *Investigación Económica* (México: Facultad de Economía, UNAM) N° 217, julio-septiembre.
- Flood, R. and Rose, A. K. 1999 "Understanding exchange rate volatility without the contrivance of macroeconomics" in *The Economic Journal* (London) N° 109.
- Friedman, Milton 1953 "The case for flexible exchange rates" in Friedman, Milton (ed.) *Essays in positive economics* (Chicago: Chicago University Press).
- Gowan, Peter 1999 *The global gamble: Washington's Faustian bid for world dominance* (London: Verso).
- Hahn, F. H. 1959 "The balance of payments in a monetary economy" in *Review of Economic Studies* (London) Vol. 26.
- Harris, Laurence 1994 "New theories of international trade and exchange rates" en Varios Autores *Teaching economics in developing and other countries, Journal of Development Planning*, N° 24.
- Hobsbawm, Eric 1991 *The age of extremes: a history of the world, 1914-1991* (New York: Vintage).
- Johnson, H. G. 1958 "Toward a general theory of the balance of payments" in *International Trade and Economic Growth* (London: Allen & Unwin).

- Johnson, H. G. 1972 "The monetary approach to balance of payments theory" in *Further Essays in Monetary Economics* (London: Allen & Unwin).
- Keynes, John M. 1986 *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Keynes, John M. 1992 *Breve tratado sobre la reforma monetaria* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Krugman, Paul R. 1998 *Currencies and crisis* (Cambridge, Ma.: MIT Press).
- Krugman, Paul R. 2000 "Crisis: the price of globalization?". Ponencia presentada en el simposio Global Economic Integration: Opportunities and Challenges, Federal Reserve Bank de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 24 al 26 de agosto, mimeo.
- Krugman, Paul R. y Obstfeld, Maurice 1998 *Economía internacional: teoría y política* (Madrid: McGraw Hill).
- Palma, Gabriel 2000 *The three routes to financial crises: the need for capital controls* (New York: CEPA-New School University).
- Puyana Ferreira, Jaime 2002 "Inestabilidad financiera internacional, regímenes cambiarios y controles de capital: impacto en la política económica" en UAM-I *Anuario del Departamento de Economía, 2000-2001* (México).
- Radalet, S. and Sachs, J. 1998 "The onset of the East Asian financial crisis: diagnosis, remedies and prospects" in *Brookings Papers on Economic Activity* (Washington DC) N° 1.
- Triffin, Robert 1960 *Gold and the dollar crisis* (New Haven: Yale University Press).
- Vilariño Sanz, Ángel 2001 *Turbulencias financieras y riesgos de mercado* (Madrid: FT/Prentice).
- Yeager, Leland B. 1969 *International monetary relations* (New York: Harper & Row).

## TERCERA PARTE

# POLÍTICA FINANCIERA Y REFORMA ESTRUCTURAL EN MÉXICO



SERGIO CABRERA MORALES\*

POLÍTICA ECONÓMICA Y  
FINANCIAMIENTO AL DESARROLLO:  
LAS BASES DEL FINANCIAMIENTO  
DE LA INDUSTRIALIZACIÓN\*\*

INTRODUCCIÓN

A lo largo de los últimos años encontramos una profunda ruptura de los mecanismos de financiamiento de la economía mexicana. Especialmente desde la década del setenta, cuando la contratación de deuda externa ya no financia la balanza comercial, sino principalmente la cuenta de intereses de dicha deuda. Sin embargo, existen muy recientes experiencias históricas en nuestro país de quiebre y reestructuración financiera, que bien podrían iluminar las interpretaciones contempo-

\*Maestro en Estudios Latinoamericanos por la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Profesor de la Facultad de Economía de esa universidad. Ex director de *Economía Informa*. Autor de múltiples ensayos y artículos para revistas especializadas y libros. Su área de investigación es el análisis de coyuntura y prospectiva de la economía mexicana e internacional.

\*\*Agradezco a las doctoras Eugenia Correa y Alicia Girón, y al Comité Editorial del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México (IIEc-UNAM), por sus comentarios y observaciones al presente documento. Como siempre, la responsabilidad es del autor. Agradezco a la Dirección General de Apoyo al Personal Académico de la UNAM, a la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía y a la División de Estudios de Posgrado de Diseño Industrial de la Facultad de Arquitectura de la UNAM por su ayuda durante mi estancia sabática. Igualmente a The Levy Economics Institute on Bard College del estado de New York por su amable apoyo.



ráneas. Particularmente la época pre-revolucionaria, en la que el sistema bancario básicamente dominado por grandes bancos acrecentaba su posicionamiento en el mercado y rentabilidad, principalmente en el préstamo al gobierno. En realidad, los mecanismos de financiamiento nacional interno y externo para toda la economía sufrieron una serie de rupturas hasta su reestructuración post-revolucionaria, sentando las bases del financiamiento de la industrialización.

La lectura que se ofrece en este ensayo pretende mostrar cómo la ruptura de la estructura de financiamiento de la economía porfiriana es parte de la quiebra del orden político institucional de la época que culminó con la revolución. Se plantea de manera central que el financiamiento gubernamental bien orientado es una palanca para neutralizar, en una medida importante, las asimetrías que genera la economía de mercado. Por ello se aborda, *grosso modo*, el efecto del financiamiento para el crecimiento en la perspectiva de la política económica, y el papel del estado en el proceso económico. Se enfatiza que el financiamiento gubernamental, aun siendo deficitario en cierta medida, siempre será preferible si busca impulsar las actividades económicas, mejorar los encadenamientos productivos, y evitar agudizar los desequilibrios regionales y productivos; y aún mejor si dicha dinámica económica está acompañada de una sólida voluntad de distribución del producto generado. Se destacará que, aunque en algunos períodos la economía se encuentre en un contexto adverso internacional y nacionalmente, y/o en medio de una precaria institucionalidad, se pueden generar bases para financiar el crecimiento sostenido con énfasis en la distribución del ingreso, capaces de enfrentar las dificultades del ciclo económico. Además se postula que, aun durante períodos de cierto éxito económico, si no se adecua en tiempo y forma el financiamiento y la política económica para enfrentar los desequilibrios y cambios, se acelera el agotamiento del modelo, y más dramáticamente cuando se está frente a un proceso errático.

## MODELO ECONÓMICO: FINANCIAMIENTO Y PODER EN UNA ECONOMÍA DE ENCLAVE

Una modernización autoritaria en todos los ámbitos de la sociedad fue el resultado de las políticas y cambios institucionales impulsados a fines del siglo XIX. La economía durante esos años muestra tasas de crecimiento y volúmenes de inversión dinámicos, aunque se tratará de una prosperidad de expectativas mínimas a largo plazo, ya que su principal obstáculo fue el modelo de crecimiento dependiente del capital extranjero y la economía mundial, excluyente social, política y económicamente. Si bien existían trazas de un perfil moderno tanto en el ámbito tecnológico como productivo, donde

se vislumbraban ciertos intentos de una reconversión productiva, aunque aún parcial y desestructurada, sus relaciones sociales impedían promover una economía moderna. Guerra pone énfasis en la existencia de un agente político que permeaba lo económico, político y social. Se trata del *cacique*, quien “es intermediario obligado entre la sociedad tradicional y el estado moderno: si su autoridad se funda en la sociedad antigua, pertenece, por su cultura política, al pueblo moderno. Mediación indispensable, pero poder ilegal, oculto, vergonzante; en él es donde se manifiesta mejor la ficción política” (Guerra, 1988: 334). Elemento que perfilaba una institucionalidad distorsionada y ambigua, y permeaba a la sociedad en su conjunto, y por supuesto a la economía.

La conducción del crecimiento económico se reducía a la típica intervención liberal del gobierno en la economía, en buena medida corrompida por la hegemonía de la corriente económica, política y académica dominante a nivel mundial y nacional. El acento estaba puesto en el comercio exterior de economía de enclave, fundamentalmente de materias primas; una economía de “crecimiento hacia afuera”, con alto índice de inversiones extranjeras y mínimo fortalecimiento del mercado interno. En este contexto, las posibilidades de la economía mexicana como de la política económica eran estrechas. Se presentaba la siguiente paradoja: la propia orientación que hacía exitosa la economía era la misma que contenía sus mayores limitaciones y expectativas de fracaso; situación que define perfectamente al adicto a cualquier droga: está bien consumiéndola, y a cada nuevo ciclo necesita de una mayor dosis, aunque le cause mayores estragos, y así hasta la crisis final.

El motor del crecimiento estaba fuera del país y del control de las autoridades mexicanas. Esto último no sólo por carecer de instrumentos adecuados de política económica para promover la reorientación de la economía, sino por la férrea aplicación de un modelo. Además, porque una parte importante de su matriz económica estaba en el exterior, pero sobre todo, porque no existía voluntad política de revertir el modelo económico, que sólo beneficiaba a un pequeño grupo. Al respecto, Guerra señala que se trataba de “una sociedad donde el 80% son iletrados; el 84% de los hombres políticos han hecho estudios superiores” (Guerra, 1988: 330). Situación que permite trazar una imagen de una sociedad polarizada, con un sector excluido en constante crecimiento.

Aunque el gobierno logró impulsar una red de mecanismos e instituciones para el financiamiento económico, casi todos ellos presentaron una doble limitación: por un lado, la mayoría estaba al servicio de intereses personales y por lo tanto excluyentes y no para un proyecto amplio de financiamiento para el desarrollo nacional; y por otro, por-

que una parte importante de los capitales –en cantidad y calidad– eran extranjeros, con lo cual sus intereses no sólo no respondían a las necesidades de un proyecto de largo plazo, sino que se les podía clasificar de inmedatistas.

Esta última característica generaba una de las condiciones adversas más importantes: la reconversión del excedente en capital dependía de los intereses del exterior. Y cuando se carece de instrumentos para que los excedentes puedan canalizarse a las actividades económicas dentro del espacio nacional, se vulnera la economía y la sociedad en general, ya que el sistema financiero es un motor importante del proceso de la acumulación de capital. Así pues, la relación institucional entre el sistema financiero y las actividades productivas estaba impregnada de esa ficción de la que habla Guerra, en tanto que ambos ámbitos estaban sujetos a un sistema corporativo y clientelar, sin instrumentos institucionales para orientar el excedente. Por ello, se podría decir que la política de financiamiento para el desarrollo fue inexistente, no sólo porque su forma estuviera pervertida, sino porque carecía de un contenido real y efectivo.

La complicidad de intereses que fusionaba a las elites económicas y políticas se desgastó hasta desarticularse al interior de cada grupo y entre ellos, mientras que el discurso se fue agotando hasta quedar vacío frente a los retos de la realidad, lo que evidenció la ficticia estabilidad. Se puede decir que las chances de reorientar el modelo de la economía y de la política económica parecían pocas, por la nula voluntad política de las elites gubernamentales, expresión de una institucionalidad espuria supeditada sólo a los intereses de unos cuantos, y un alto grado de descomposición y escasas posibilidades de reacción, expresión de la ausencia de instrumentos específicos para revertir las condiciones existentes.

## CRISIS Y REESTRUCTURACIÓN POLÍTICO-FINANCIERA

### DESCOMPOSICIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

En los años de la ruptura del régimen porfirista –como en los de revolución que le siguieron, por lo menos hasta 1917–, si bien había caos y violencia, la vida cotidiana mantenía cierta cadencia. Parte de ella era el consumo, y por tanto la producción, aunque no pueda afirmarse que existía normalidad en la vida económica. Parte de la capacidad productiva instalada del porfiriato se encontraba ociosa. Había zonas geográficas del país con un nivel de conflicto mayor, sobre todo el norte y el centro, donde la irregularidad económica hegemonizaba sobre la regularidad errática, mientras en otras zonas las circunstancias eran a la inversa. Este período permitió un movimiento de capitales de unas

regiones geográficas y actividades económicas a otras, acentuado en buena medida por el desigual desarrollo y empujado por los conflictos de la guerra armada y la violencia política y social. Womack Jr. señala que “hubo una economía mexicana entre 1910-20. Era predominantemente capitalista [...] La producción de petróleo y henequén obtuvo un continuo auge durante todo el decenio” (Womack Jr., 1992: 395).

El caos impidió que los mercados de mercancías se estabilizaran y ampliaran. Los mercados laborales en la industria tampoco se modernizaron, en gran medida por la dependencia y control de los sindicatos, lo que se tradujo en bajos salarios que impidieron mejorar las condiciones de los trabajadores y del mercado interno, y la generación de riqueza material a bajos costos. Mucho menos los mercados de dinero y de capitales encontraron condiciones de estabilidad y solidez, como bien lo insinúa Carlos Marichal (1997: 171). Y por tanto el financiamiento era inestable, reducido y costoso.

En las relaciones laborales en la agricultura se aprecia cierto cambio durante este período, ya que la dependencia personal fue perdiendo presencia, para ser ocupada por una primitiva relación contractual de corte moderno, resultado en buena medida de la convulsión social y política del contexto de la transición. Este hecho permitió conformar incipientes mercados laborales en la agricultura, e impulsar mínimas expectativas de fortalecimiento de mercados locales. Sin embargo, esos mercados también se vieron restringidos por la atracción consciente o inconsciente hacia la guerra, la cual generó cierta tendencia al aislamiento, acentuando la contracción mercantil. Todo ello representaba barreras a un financiamiento moderno que pudiera sepultar al enquistado agiotismo, productivamente devastador, que sumado a la incertidumbre en la posesión de la tierra hacía la situación intolerable.

La aún embrionaria red de transporte de integración nacional – construida durante el porfiriato y basada sobre el ferrocarril– sólo unía los puntos económicamente importantes del país, y durante el conflicto revolucionario sufrió un colapso, que impactó negativamente sobre la integración del mercado nacional, fragmentándolo y aislándolo, acentuando sus desequilibrios y revirtiendo su configuración. Esto favoreció la formación de pequeños mercados locales y regionales, pero estos no fueron suficientes para que la economía desplegara sus potencialidades ni aprovechara las oportunidades que la Primera Guerra Mundial brindaba. Sólo pocas industrias se beneficiaron durante el período, como J. Womack Jr. (1992: 395) concluye, al señalar que “la Primera Guerra Mundial aumentó de tal modo la demanda que las compañías mineras grandes pudieron soportar el alza de los costos y seguir operando con utilidades, incluso en medio de las luchas más enconadas”.

Uno de los sectores que más se resintió por los estragos de la refriega militar y política fue el financiero; en buena medida porque

su descomposición desde antes de la caída del porfiriato ya presentaba serias limitaciones, además de las otras causas arriba señaladas. Se puede decir que los efectos de la guerra de revolución propiciaron su deterioro, y para después de 1914 se encontraba totalmente en ruinas (Cabrera Morales, 2002). En este contexto, las diversas acciones y mecanismos que varios gobiernos promovieron durante el conflicto para estimular esta importante palanca del crecimiento económico fueron nulas. En estas difíciles condiciones, los distintos gobiernos no pudieron, y quizá tampoco intentaron, llevar a cabo una acción mínimamente integrada de la política económica. Será recién después de la proclamación de la Constitución de 1917 que se empezarán a construir las condiciones y mecanismos para una participación más activa del gobierno y, por tanto, de una política económica abiertamente intervencionista, con un horizonte nacional que incorpore a los diferentes ámbitos económicos, sociales y políticos. Hay que señalar que esta reorientación de la participación gubernamental hacia una mayor actividad no sólo estuvo propiciada por el mandato constitucional, sino en gran medida por la voluntad política del gobierno de reconstruir bases sociales y políticas que le sirvieran de soporte, pero además por la presencia de sectores ideológicos y políticos más sensibles y democráticos que se habían infiltrado en las filas de la política revolucionaria. De cualquier manera, la decisión fue trascendental ya que, si bien la revolución no destruyó del todo la desequilibrada organización económica porfiriana, sí la llevo a un estado de deterioro mayor, y era imprescindible relanzarla sobre un nuevo contrato social.

#### REESTRUCTURACIÓN POLÍTICA E INSTITUCIONES PARA EL FINANCIAMIENTO

Ante la ausencia de un proyecto nacional con la fuerza y participación de las diversas capas sociales, resultado de la ficción social y política heredada del porfiriato, la burguesía se mostró incapaz de ponerse al frente de un proyecto social trascendental, durante y después de la revolución, y liderar desde ahí un proceso de profunda transformación. Ante este vacío, el estado logró hegemonizar el ambicioso proyecto de consolidación post-revolucionaria y actuó tratando de imponer, una vez más desde arriba, un proyecto modernizador, aunque ahora sobre una base ideológica nacionalista e incluyente, pero en un contexto internacional con menores márgenes de acción, sobre todo frente al pujante capitalismo de Estados Unidos. El capital financiero norteamericano, terminada la Primera Guerra Mundial, se unificó encabezado por la firma Morgan para cobrar la deuda mexicana y al acecho del petróleo, por la importancia estratégica que el energético

representaba para la industria. La llegada de Alvaro Obregón estuvo marcada por estas circunstancias, que siendo un reto, también le brindaban la posibilidad de formular un discurso nacional y popular. Obregón busca suavizar primero la presión de los agentes financieros hegemónicos por EE.UU. y reinicia el pago de la deuda externa, sin ceder a sus deseos hegemónicos.

La política de la guerra fue suplida, después de 1917, por la guerra de la política. Su intensidad interfirió durante los siguientes ocho años, más tiempo que la propia lucha armada. Por ello, será hasta después de 1925 que se estará en condiciones de proponer, generar e instrumentar políticas públicas en varios ámbitos, y de alcance integral. Esta nueva orientación no significó que las políticas diseñadas llegaran a materializarse y mucho menos a ser exitosas. El contexto histórico y las deficiencias estructurales eran limitaciones en algunos casos, y barreras infranqueables en otros. En cuanto a las políticas fiscal y monetaria, si era difícil planearlas por el conflicto de intereses, era imposible instrumentarlas, tanto por las condiciones de precariedad de la economía como por la nula credibilidad del gobierno.

Aunque el gobierno mexicano enfrenta graves dificultades, en su seno se empiezan a generar proyectos y líderes que los encabezan. Intentan colocar a México en un sitio más adecuado en el contexto mundial, sin subordinarse, pero sin asumir tampoco una clara posición independiente. Manuel Gómez Morín, uno de los abanderados de dicho paradigma, unido a otros como José Vasconcelos, Luis Montes de Oca, Alberto Pani y muchos más, desde sus puestos de poder gubernamental, trataron de poner a México a tiempo en la órbita internacional. Una de las grandes limitaciones del proyecto fue que siempre estuvo impulsado desde arriba, aunque ahora con la ventaja de una mejor comprensión por parte de la clase política de las necesidades sociales y políticas que aquella que se evidenció durante el porfiriato. Sin embargo, estas características aún eran insuficientes.

Durante los años 1924 y 1925, el grupo de Pani logró generar ciertas condiciones que permitieron a Plutarco Elías Calles asumir una decidida participación en la economía y poner en manos del gobierno la reconstrucción (proyecto que debió suspenderse hacia 1926 para ser relanzado más adelante). La instrumentación del proyecto de Pani "incluyó reducciones de sueldos en todas las secretarías; supresión de varios departamentos de la Secretaría de Hacienda que eran inútiles o que implicaban duplicación [...]; reformas a los métodos de contabilidad nacional y presupuestos y, sobre todo, economías draconianas hasta en el más escondido municipio y oficina; cancelación de partidas y subsidios a asociaciones culturales y civiles de beneficencia; reducción de compras oficiales a USA; decreto de autonomía a la Dirección General de Aduanas y creación de la Comisión de Arance-

les; organización de la Dirección General del Catastro aplicando los métodos más modernos; diversificación de las fuentes de ingreso federal por medio de la creación del Impuesto Sobre la Renta (ISR); racionalización del régimen fiscal mediante la organización de la Primera Convención Nacional Fiscal reunida en México en agosto de 1925” (Krause, 1988: 24). Se trató de una serie de acciones importantes para el arranque del proceso. “Los frutos no se hicieron esperar, y a fines de 1925 el superávit era de 21 millones de pesos (mdp), recursos que serán destinados a la creación del banco único” (cuya suma total para dar inicio a sus actividades era de 50 mdp). “La labor inicial de equilibrar el presupuesto, administrar sabiamente y financiar las nuevas inversiones con ‘utilidades’ y no con créditos, debe atribuirse particularmente a A. Pani” (Krause, 1988: 24).

Ocho años después de haber sido plasmadas varias iniciativas en la Constitución del 1917, comenzaban a ser una realidad y a definir la nueva institucionalidad, aunque todavía encontraban resistencia por la insuficiente credibilidad del gobierno; las acciones emprendidas desde 1925 actuaron en contra de esa resistencia. Se dio inicio a la reorganización del sistema bancario y financiero, teniendo como eje el banco central, el Banco de México, que contó con ciertos privilegios y fue favorecido mediante diversos mecanismos. Esta acción estuvo acompañada de la creación de varias instituciones, sobre todo financieras, con el objetivo de presentar una política financiera lo más integral posible, poniendo como objetivo el crecimiento económico y al estado como actor protagónico.

Esta orientación intentaba rearticular la vida nacional, y con ello los mercados locales y regionales que decantaran en uno de corte nacional. Este proyecto supuso una nueva estrategia y papel de los medios de transporte, privilegiando ahora una red carretera, olvidando las ventajas de la red ferroviaria que, aunque maltrecha por los efectos de la revolución, seguía siendo un medio de alto potencial y que hubiera requerido de menores recursos. Sin embargo, los intereses de la industria automotriz –y con ellos los de la industria petrolera y todo el encadenamiento productivo que suponían– se impusieron, ya que constituían un atractivo para reactivar y fortalecer algunas ramas e introducir otras. Además, ello representaba impuestos, es decir, recursos para financiar otros proyectos.

Se dedicaron recursos fiscales para actividades económicas como la agricultura, junto con una estrategia más racional. Además se impulsó un proyecto para explotar recursos eléctricos y petroleros, que fue acompañado de la Ley Orgánica del año 1926, con la que se trataba de recuperar su soberanía. La minería se integró en esta estrategia. Esta política de desarrollo de infraestructura y productiva se complementó con la promoción del empleo, que alentaba también la inversión. Todo

ello con la presencia de una política de vivienda y de salud, medidas que estimulaban la demanda mediante la mejora de las condiciones de vida: una decisión importante para emprender una política social integrada a la política económica, aunque apenas embrionaria. A ello se le sumaron otros aspectos, como la campaña contra el alcoholismo y el fomento del deporte.

Se puede decir que aun con todas sus deficiencias y limitaciones había un claro esfuerzo por emprender una política económica integral, donde el estado cumpliera su papel de promotor del desarrollo económico y social. Si bien estas eran las intenciones y acciones –con objetivos de corte más incluyente y distributivas en el ámbito económico– el difícil contexto económico externo contribuyó a incrementar las restricciones gubernamentales, y por tanto, sus acciones. El factor principal fue la caída de los precios del petróleo, agudizada en buena medida por la existencia de excedentes en el mercado mundial, así como por la reducción del precio de la plata en los mercados internacionales. Además, durante la segunda mitad de los años veinte, la economía mexicana volvió a ser objeto de la invasión de inversiones de EE.UU., cuya clase empresarial y gobierno conformaron una embestida económica y política muy activa; sus inversiones se concentraron en ámbitos donde sus empresas eran las de mayor tamaño y con mejor desarrollo tecnológico, y las de mayor demanda de fuerza de trabajo capacitada y por lo tanto mejor remunerada. Estas inversiones recibían, asimismo, los índices de ganancias más elevados. Como lo señala Womack Jr., “en el primer decenio del siglo, México compraba 50 o 60% de sus importaciones en USA; en los veinte y treinta adquiriría entre 60 y 70%.” (Womack Jr., 1992: 409). Ello fue resultado de la energía y potencia del capitalismo de EE.UU. por un lado, y por otro, de la desarticulación de la economía mexicana. Pero todo limitaba el margen de acción a la estrategia gubernamental.

Este conjunto de circunstancias se conjugó para inhibir la dinamización que buscaba impulsar la política económica. Así, frente a la decidida voluntad política del gobierno, se presentaron las restricciones. Pero quizá su freno más poderoso fue que las políticas económicas se encontraban todavía sometidas al prejuicio del equilibrio presupuestal a toda costa, en buena medida porque la estabilidad monetaria del país estaba atada a la base del patrón oro. Las restricciones de ingresos generadas por las dificultades de la economía internacional repercutirían de manera inmediata en el recorte del gasto gubernamental (política generalmente acompañada de un incremento impositivo a las transacciones internas). En condiciones de contracción económica como las que imperaban, estas medidas resultaban en una política procíclica que acentuaba la depresión, lo cual confirmaba la hegemonía del principio de “racionalidad” económica del mercado.



Las dificultades económicas entre 1927 y 1932 hicieron rodar las cabezas de la clase política. Pero ello –como siempre– no ayudó en nada, en tanto no se modificara el principio de la política procíclica ni se mejorara el contexto general interno y externo. La llegada al gobierno de Pascual Ortíz Rubio a fines de 1929 reeditó el carrusel de renunciaciones a todos los niveles. Pero el período estuvo acompañado de una serie de medidas que Díaz Fuentes resume de la siguiente manera: “una reforma fiscal con un nuevo Código Fiscal de la Federación; una nueva Ley de Aduanas y unificación de aranceles sobre la importación; una revisión con vistas a la reducción de los impuestos sobre la renta, los de alcohol y los del timbre, y una excepción en la Contribución Federal. En la Depresión se advierte una continuidad en la política presupuestaria restrictiva, caracterizada por la creación y elevación de impuestos. De esta forma se obtuvieron superávits fiscales en 1930 y 1931, los cuales tuvieron un efecto procíclico que agravó el impacto de la crisis externa” (Díaz Fuentes, 1994: 198).

El intento de mantener el equilibrio fiscal e incluso un superávit contribuyó, en buena medida, para que en 1932 la economía mexicana registrara una contracción de casi un 33% del gasto gubernamental respecto de 1926. Los ingresos gubernamentales del período se debieron al señorazgo por la acuñación de plata y por la emisión primaria de dinero, que alcanzó a representar cerca del 1,2% del PIB tanto para 1932 como para 1933. Fue definitivo el efecto negativo de la Gran Depresión sobre la economía mexicana, por tratarse de una economía dependiente de la dinámica del mercado mundial. La contracción del comercio exterior se sumó al efecto desfavorable del cambio de la política monetaria seguida por EE.UU. y el proteccionismo que adoptó contra México. Ello aceleró el descenso de las importaciones y exportaciones y acentuó la contracción de las actividades económicas internas y de los ingresos del gobierno, lo que en definitiva generó un círculo vicioso que llevó a una caída del PIB del 6,9%. Es este el momento en que se profundiza la contradicción entre la voluntad política de crecer y el diseño de políticas públicas que la respaldan, con la camisa de fuerza que representa el dogma del equilibrio fiscal, y en general, con la perspectiva de una política económica procíclica.

Con todo, se podría afirmar que los esfuerzos y voluntad política de estos gobiernos, aun con el fracaso relativo, hubieran pasado a la historia por su política económica de cierta articulación integral en búsqueda del crecimiento económico con distribución de sus frutos. Más allá de los esfuerzos por crear condiciones objetivas para impulsar mecanismos para el desarrollo y el financiamiento de las actividades económicas, cuando se enfrentaba al ciclo económico nacional o internacional, su ortodoxia en política económica le impedía, hasta cierto punto, consolidar y hacer efectivos dichos esfuerzos.

## ESTADO Y FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

En un principio, la llegada de Lázaro Cárdenas a la presidencia no cambió significativamente la estrategia estatal. Pero entre 1936 y 1937 empieza a ser combatido el dogma del que estaba presa la política económica, y se reorienta el paradigma en el seno del gobierno. Se advierte que el déficit presupuestal no es el peor de los males si está acompañado de objetivos específicos: hacer crecer la economía y promover la distribución del ingreso, incorporando mecanismos para contrarrestar los desequilibrios regionales, económicos, productivos y sociales. Este viraje empleó un presupuesto expansivo y deficitario, es decir, una política económica anticíclica que pudiera, en lo posible, promover el crecimiento y reducir los efectos negativos del proceso de acumulación de capital. Si bien esta estrategia era semejante a la de los años veinte, ahora, aunque las condiciones no eran óptimas, podían ser calificadas de menos adversas; se trataba de una política económica con objetivos específicos, pero flexible en su diseño e instrumentación; con responsabilidad social, buscando consensos con los agentes económicos, de manera tal que no les resultara incomoda ni generara mayores conflictos; además se intentó poner atención especial al ámbito inflacionario. Se podría clasificar como una política económica con sentido de la realidad del mercado, que asumía la voluntad política de crecer con distribución del ingreso, o sea, de impulsar un proceso de desarrollo económico menos inequitativo.

La manufactura durante los años veinte se había llevado a cabo de manera intermitente, desarticulada y sin apoyo. Pero después de 1934 tendrá una reacción positiva y potente, auxiliada por la política económica en proceso de metamorfosis y la construcción de instrumentos y mecanismos variados y una orientación más integrada. A ello se pueden agregar circunstancias como las planteadas por Díaz Fuentes, cuando señala que “con la crisis, los precios relativos de las importaciones aumentaron frente a los de las exportaciones, esto favoreció la producción interna sustitutiva de importaciones, principalmente industriales. Además a esta obra contribuyeron los efectos de los controles cambiarios y de la política cambiaria que reforzaron internamente el deterioro de los términos del intercambio con distinta intensidad y duración en cada país [...] los aranceles a la importación aumentaron su incidencia en los años de la crisis, pero fueron los controles cambiarios y las devaluaciones los que generaron importantes diferenciales entre los términos del intercambio internos y externos. A su vez las devaluaciones con deflación o estabilidad de los precios generales internos generaron un cambio de precios relativos a la producción interna de bienes importados frente a la de ‘no comercializables’” (Díaz Fuentes, 1994: 286).

La determinación del gobierno de asumir un papel activo en la economía no sólo se refleja en un desequilibrio presupuestal, sino fundamentalmente en cómo se orientan los recursos para el gasto corriente, el pago de la deuda y la inversión bruta fija. En el caso del gobierno de México, durante este período los dos primeros rubros siguen el ritmo del ciclo, pero el tercero (la inversión bruta fija) tiene cierta continuidad, consistencia e incremento durante los años treinta, y de manera especial en su segunda mitad. Este financiamiento se debe destacar, pues será un elemento que tendrá efectos favorables para un proceso dinámico y sostenido en el futuro.

El programa de inversiones del gobierno también contribuyó a elevar las expectativas de ganancias, lo que se convirtió en un estímulo para incrementar las inversiones privadas, que entre 1926 y 1940 pasaron del 4,5 al 7,6% en relación con el PIB. La formación bruta de capital privado entre 1925 y 1940 creció –un promedio anual de 5,6%–, proceso propicio para la acumulación, impulsando el crecimiento económico de la época, y a futuro. El nivel de beneficios también creció de manera importante, en gran medida por la contracción y/o estancamiento salarial.

Además de esa serie de medidas, los esfuerzos en la construcción del sistema financiero, aunque pequeño y poco articulado, contribuyeron a impeler el desempeño económico. Con la fundación del Banco de México en 1925, las autoridades buscaron cimentar los mecanismos financieros que generaran círculos virtuosos, y que sólo hasta después de 1932 asumirían un papel decisivo. Persiguiendo este objetivo se fundan una serie de instituciones financieras, como el Banco Nacional de Crédito Agrícola en 1926, el Banco Nacional Hipotecario Urbano y de las Obras Públicas en 1933, Nacional Financiera en 1934, el Banco Nacional de Crédito Ejidal en 1935 y el Banco Nacional de Comercio Exterior en 1937. Instituciones que permiten que las fuentes de financiamiento se multipliquen y especialicen. Como lo señala E. Cárdenas, la inversión pública pasa, en relación con la inversión privada, del 4,7% en 1926 al 43,6% en 1940. Este autor resalta, por ejemplo, que la inversión total respecto del PIB pasa del 11,4% a casi el 28,6% entre 1925 y 1940 (Cárdenas, 1990-92: 269).

Es preciso señalar que el gobierno también se sirvió del sistema financiero para fomentar la obra pública y supo aprovechar y promover dichas instituciones mediante su apoyo decidido, dotándolas de recursos monetarios frescos. Asimismo, financió su gasto vía la emisión de bonos en el mercado nacional, en buena medida respaldados por los ingresos que suponían los impuestos a la gasolina, al impulsar el gobierno el transporte automotor, sector económico que tuvo un crecimiento sostenido y dinámico. Además, esto consolidaba un tipo de integración nacional: la construcción de la red carretera pasó de

695 km en 1928 a 9.929 km en 1940. Este proceso movió grandes inversiones y tuvo resultados dinamizadores, además de la reducción de costos de transporte gracias al incremento en el volumen físico y valor de los productos desplazados. También contribuyeron a ello la absorción de empleo y el crecimiento de las inversiones y utilidades, con un incremento de la productividad que se revirtió con mayor estímulo a la inversión. Esto sin duda estuvo retroalimentado por el comportamiento dinámico del sector automotor: según indica Cárdenas, “el número de camiones en circulación aumentó a una tasa del 11,7% anual entre 1925 y 1940, de 7.999 a 41.935. El ritmo de consumo de gasolina coincidió con este desarrollo y aumentó el 11,1% durante esos años” (Cárdenas, 1990: 276).

Para evaluar mejor el proceso hasta cierto punto exitoso de la manufactura se debe prestar mayor atención al papel de la política económica en el desempeño económico. Pero de igual manera, deberían señalarse los errores y deficiencias cometidos, tanto en el diseño de la política económica como en el desempeño de la economía. Un aspecto que hay que destacar es que dicho proceso se apoyó sobre una creciente importación de bienes de capital, sostenida en la sobrevaluación de la moneda y cierta disponibilidad de divisas. Este hecho presentará diversas aristas, como el mayor acento de la dependencia tecnológica o la casi nula formación de oferta de fuerza de trabajo calificada, en el contexto de un mercado interno concentrado, pequeño y poco dinámico. Así se generarán dificultades en el mediano plazo, pero sobre todo en el largo plazo. Si bien se puede afirmar que los años treinta fueron un período de búsqueda, y en cierto modo de hallazgos, tanto desde la perspectiva de la demanda como de la oferta, en los años cuarenta la acumulación de errores y limitaciones –al no ser enfrentados en tiempo y forma, con decisión, flexibilidad y voluntad política– redujeron las potencialidades. Y las distorsiones se agudizarían, como lo argumentó suficientemente J. F. Noyola (Guillén Romo, 1985: 43).

La estrechez del mercado interno, resultado del perfil productivo que se generó, impuso varias restricciones y el proceso en su conjunto presentó rápidamente ámbitos de vulnerabilidad, al elevarse los costos. Por ejemplo, debido al cambio de algunos precios clave como impuestos o el tipo de cambio, y también debido a la modificación de los precios de los bienes y servicios del gobierno, etcétera.

La estructura de la economía mexicana todavía era sensible a cambios de precios. Estas circunstancias tenderían, poco a poco, un cerco a un desarrollo más armónico. Y aunque las economías de escala presentes en el proceso de industrialización estuvieron acompañadas de un rápido crecimiento de la población en los centros urbanos, esta no fue incorporada en toda su magnitud, tanto por la inversión intensiva en capital

como por la fuerte segmentación de los mercados, lo que a la larga generará otros desequilibrios, como las mega-urbes incontrolables.

## CONCLUSIONES

Se puede apreciar, en este último período, que las adversidades y limitaciones de la economía mexicana fueron enfrentadas planteando una política económica anticíclica, con la decisión de revertir la situación y sacar el mejor provecho posible. Se optó por una estrategia de desarrollo menos fragmentado, intentando terminar con el sometimiento a las decisiones políticas y económicas del contexto mundial. Es importante señalar esta orientación para situar mejor los elementos del crecimiento después de los años cuarenta, y que estos no sean atribuidos únicamente a la oportunidad brindada por la Segunda Guerra Mundial.

Tanto el período del porfiriato como el revolucionario y como este último nos enseñan que si bien es importante cuánto gasta y recauda el estado –lo cual no es una banalidad– quizá sea más importante el fundamento estructural de cómo y dónde se gasta, y a qué fuentes de financiamiento se recurre. Los desequilibrios impuestos por las condiciones del mercado y las características sociales deben ser analizados por el gobierno para evitar que se profundicen. Si bien resulta imprescindible un principio cuantitativo en el manejo del financiamiento estatal –cuantía que puede contribuir a definir las posibilidades de éxito o fracaso–, el aspecto central debe ser el criterio cualitativo del proyecto. Aceptar este principio del gasto gubernamental es asumir que la economía de mercado genera un mecanismo que promueve la concentración del poder y la riqueza social, desequilibrios diversos que generan límites, desajustes y crisis. Y también es preciso tener presente que el contexto económico, social y político, como el horizonte intelectual y la atmósfera internacional, son aspectos que definen en buena medida los elementos teóricos de la política económica, por lo que siempre deben ser considerados. Pero, asimismo, hay que señalar que mientras más responsable y consistente social y económicamente sea el financiamiento del estado, mayor y mejor incidencia tendrá sobre las dificultades. Sin embargo, su intervención no elimina los riesgos de crisis y concentración, como tampoco excluye la posibilidad de que sea el estado mismo el que promueva la concentración del poder y la riqueza.

La revisión de algunos aspectos de este período de tiempo nos permite afirmar que la voluntad política de crecer y distribuir mejor el producto social no da resultados inmediatos; quizá las acciones tomadas después de 1915, que logran instrumentarse aproximadamente después de 1925, empiezan a madurar y a tener resultados positivos

luego de 1934-1935. Sin embargo, parecía imprescindible presentar un cambio de perspectiva del financiamiento. El proceso de financiamiento institucional debe pensarse para el mediano y largo plazo. Se trata de una conjetura que los diversos gobiernos desde 1980 hasta 2004 no han intentado problematizar, y sólo optaron insensatamente por una política económica y financiera procíclica, que promovió ferocemente la concentración de la riqueza, en un contexto de contracción económica y supeditación total a los intereses del mercado, y en particular del mercado mundial.

## BIBLIOGRAFÍA

- Ayala, José 1988 *Estado y desarrollo: La formación de la economía mixta mexicana: 1920-1982* (México DF: FCE/SEMIP).
- Cabrera Morales, Sergio 2002 "Periodización e institucionalidad financiera: México 1984-1950", mimeo.
- Cárdenas, Enrique 1990 "La gran depresión y la industrialización: el caso de México" en *Historia económica de México* (México DF: Fondo de Cultura Económica) Vol. V.
- Cárdenas, Enrique 1990-92 "La recuperación industrial" en *Historia económica de México* (México DF: Fondo de Cultura Económica) Vol. V.
- Cárdenas, Enrique 1991 "La política económica en la época de Cárdenas" en *Cuaderno de Investigación* (Puebla: Universidad de las Américas).
- Cárdenas, Enrique 1995 *La industrialización mexicana durante la gran depresión* (México DF: El Colegio de México).
- Díaz Fuentes, Daniel 1994 *Crisis y cambios estructurales en América Latina. Argentina, Brasil y México durante el periodo de entreguerras* (México DF: Fondo de Cultura Económica).
- Guerra, Francois-Xavier 1988 *México del antiguo régimen a la revolución* (México DF: Fondo de Cultura Económica).
- Guillen Romo, Héctor 1985 *Los orígenes de la crisis en México. 1940-1982* (México: Era).
- Haber, Stephen 1992 *Industria y subdesarrollo. La industrialización de México. 1890-1940* (México: Alianza Editorial Mexicana).
- Krause, Enrique; Meyer, Jean y Reyes, Cayetano 1988 "La nueva política económica" en *Historia económica de México* (México DF: Fondo de Cultura Económica) Vol. IV.
- Maddison, Angus y asociados 1993 *La economía política de la pobreza, la equidad y el crecimiento: Brasil y México* (México DF: Fondo de Cultura Económica).

- Marichal, Carlos 1997 "Obstáculos al desarrollo de los mercados de capital en el México del siglo XIX" en Haber, Stephen (comp.) *Cómo se rezagó la América Latina* (México DF: Fondo de Cultura Económica).
- Martínez Escamilla, Ramón; Manrique, Irma y Bautista, Jaime 1996 *Crisis económica: ¿Fin del intervencionismo estatal?* (México DF: El Caballito/IIIEc-UNAM).
- Meyer, Jean 1992 "México revolución y reconstrucción" en Bethell, Leslie *Historia de América Latina* (Barcelona: Crítica) Vol. IX.
- Molina Enríquez, Andrés 1960 *Los grandes problemas nacionales* (México DF: Instituto Mexicano de la Juventud-IMJUVE).
- Womack Jr., John 1992 "La economía en la revolución (1910-1920). Historiografía y análisis" en *Historia Económica de México* (México DF: Fondo de Cultura Económica) Vol. III.

ALEJANDRA CABELLO\*, ROBERT JOHNSON\*\*  
Y EDGAR ORTIZ\*\*\*

## PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO Y MERCADOS EFICIENTES: ANÁLISIS A LARGO PLAZO DEL PESO MEXICANO<sup>1</sup>

### INTRODUCCIÓN

Un número significativo de investigaciones demuestran que la teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA) no se sostiene a corto plazo, en tanto que para el largo plazo la evidencia empírica presenta resultados mixtos. Un problema en una gran mayoría de las validaciones

\* Profesora de Finanzas en la Facultad de Química y del Programa de Posgrado en Ciencias de la Administración, de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Doctora en Administración Pública, UNAM. Participa en varias organizaciones académicas internacionales y ha publicado extensamente a nivel nacional e internacional. Es vicepresidenta de la International Society for Intercommunication of New Ideas (ISINI) y miembro del Sistema Nacional de Investigadores.

\*\* Doctor en Economía de la Universidad de Oregón. Ha publicado en reconocidas revistas, tales como: *The Journal of Financial Research*, *Journal of Business and Finance*, *Journal of Finance and Economics*, entre otras. Fue premiado con la Cátedra Steber en la Universidad de San Diego (1997-2000) en reconocimiento a sus logros académicos.

\*\*\* Profesor de la Facultad de Ciencias Políticas y Sociales y tutor del Programa de Posgrado, UNAM. Obtuvo su Doctorado en Finanzas y Negocios Internacionales en la Universidad de Wisconsin, Madison. Ha publicado extensamente a nivel nacional e internacional. Editor de *Frontiers in Finance and Economics*. Es miembro del Sistema Nacional de Investigadores.

---

<sup>1</sup> Los autores se beneficiaron de valiosos comentarios de Vincent Dropsy, California State University, Fullerton, y de Ephraim Clark, Middlesex University, Londres. El apoyo técnico estuvo a cargo de Raúl de Jesús, doctorante de ingeniería (Investigación de Operaciones/Optimización Financiera), Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM).



llevadas a cabo ha sido una especificación dinámica inadecuada. La extensión de Roll (1979) de esta teoría –basándose en principios de eficiencia de los mercados, esto es, la teoría de la paridad del poder adquisitivo con mercados eficientes (PPAME)– parte de la visión clásica de la PPA y sobrepone tales limitaciones. Con pocas excepciones, la investigación llevada a cabo para el caso de los países desarrollados sostiene esta visión alternativa de la PPA. Sin embargo, no se han realizado estudios para el caso de los países en vías de desarrollo. El propósito del presente trabajo es determinar si la PPAME es válida para el caso de México. La información mensual sobre el tipo de cambio y de las tasas de inflación se compiló de *International Financial Statistics*, publicación del Fondo Monetario Internacional (FMI), y cubre el período de enero de 1970 a diciembre de 2000. El trabajo está organizado de la siguiente manera. La primera parte revisa las proposiciones de la teoría de la PPA y la evidencia empírica relacionada con múltiples tests sobre esta teoría. Luego se presentan el modelo y las fuentes y características de las series utilizadas, resaltando las hipótesis a ser validadas. A continuación se muestran los resultados empíricos. Se llevan a cabo dos análisis de regresión y pruebas de raíz unitarias. La primera regresión trata de determinar si los tipos de cambio pasados, ajustados por la inflación, contienen alguna información útil para predecir tipos de cambio futuros. La segunda regresión prueba si las series de tipo de cambio siguen un proceso *martingala* (caminata al azar). Estas últimas pruebas son complementadas con pruebas de raíz unitaria. Previo a la presentación de estos resultados, se examinan las características estadísticas básicas de las series de tiempo del tipo de cambio del peso mexicano. Finalmente, se exponen las conclusiones

## PROPOSICIONES DE LA PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO

Para el inversionista internacional, el riesgo en los mercados de dinero y capital internacionales está fuertemente asociado con el comportamiento de los tipos de cambio. Para las empresas que operan internacionalmente, el riesgo económico y el riesgo de transacciones está igualmente determinado por las variaciones en los tipos de cambio; finalmente, el desempeño macroeconómico depende en gran medida de la estabilidad del tipo de cambio. La PPA es una de las teorías más establecidas desde principios del siglo pasado, y a la vez una de las más controvertidas en las finanzas internacionales. De acuerdo con su primera concepción, definida originalmente por Cassel (1916; 1921), en la presencia de mercados reales y financieros perfectos, el precio de bienes idénticos debe tener el mismo precio real en dichos mercados, de otra manera tendrán lugar operaciones de arbitraje hasta que

los precios se igualen (Ley de un solo precio). Suponiendo que en dos países se consume la misma canasta de bienes, este teorema también es aplicable para los índices nacionales de precios. Esto es, la variación en el tipo de cambio entre dos países es igual al diferencial en inflación entre estos en un período de tiempo dado, igual en magnitud pero con signos diferentes (versión relativa de la PPA).

La PPA es un concepto fundamental para el comercio internacional, y tiene también importantes implicaciones tanto para el administrador de carteras de inversión internacionales como para el administrador financiero de empresas. Aunque la PPA debe sostenerse a largo plazo, desviaciones a corto plazo de la PPA dan lugar a transferencias internacionales de bienes y capital. Un gran número de modelos sobre la determinación del tipo de cambio (por ejemplo, Dornbusch, 1976: 1161-1176; McDonald, 1995: 437-489; Mussa, 1982: 74-104; Krugman y Obstfeld, 2003) se basan primordialmente en la validez de la PPA a largo plazo. La PPA es un instrumento fácil y barato para predecir movimientos a mediano y largo plazo del tipo de cambio de un país. Al respecto, cabe resaltar que desviaciones en el tipo de cambio real con respecto a su nivel de equilibrio a largo plazo dan lugar a: una fuerte exposición económica (riesgo a largo plazo en las inversiones) para la empresa (además del riesgo de transacciones), un excesivo riesgo de tipo de cambio para los inversionistas de cartera internacionales, y una alta fragilidad macroeconómica ante los shocks externos, que puede conllevar a severas crisis cambiarias y macroeconómicas en general. No existe ninguna razón práctica para que el precio de las divisas no cambie en el tiempo de acuerdo con lo propuesto por la PPA.

Sin embargo, debe reconocerse que, además de la inflación y las tasas de interés, los patrones de tipo de cambio compatibles con la obtención de un equilibrio externo e interno se ven afectados, entre otros factores, por cambios en las condiciones económicas mundiales, mejoras en la productividad, ajustes en las barreras comerciales, y cambios impositivos (Edwards, 1989: 15). Igualmente, la globalización económica y financiera ha incrementado la importancia de los flujos de capital internacionales, en particular los flujos de inversión extranjera directa (IED) y de cartera, como determinantes de los niveles de reservas internacionales de los países y de las variaciones en los tipos de cambio (Agénor y Hoffmaister, 1998: 100-140; Bohn y Tesar, 1998: 43-72; Goldberg y Klein, 1998: 73-100; Ortiz, 2000: 191-220).

Uno de los estudios pioneros más exhaustivos sobre la PPA fue realizado por Officer (1976: 1-60). Desde entonces se ha acumulado mucha evidencia que demuestra que a corto plazo la PPA no es válida. Por ejemplo, los estudios de Frenkel (1981: 665-706), Hakkio

(1982), Krugman (1978: 397-407), Dornbusch (1980: 143-206; 1985), Broadberry (1987: 69-78) Edison (1987: 376-387), Murray y Papell (2002: 1-19), Rogoff (1996), Taylor (2002) confirman este resultado; no obstante, aun a largo plazo los resultados pueden ser contradictorios (Engel, 1998)<sup>2</sup>. Roll argumenta que un problema latente en múltiples estudios sobre la PPA es una especificación inadecuada como una teoría intertemporal dinámica. Así, propone una teoría que parte de la visión clásica sobre la PPA adoptando una perspectiva de eficiencia de los mercados basada en el arbitraje internacional de bienes, esto es, la teoría de PPA con mercados eficientes (PPAME). Esta teoría sugiere que el tipo de cambio actual es el mejor predictor de tipos de cambio futuros, ajustados por el diferencial en inflación entre dos países, considerando los tipos de cambio bilaterales. Esto equivale a la presencia de tres condiciones: que los precios relativos esperados son constantes; que la PPA se sostiene a largo plazo en un valor esperado; y que las desviaciones observadas sobre la PPA son intertemporalmente impredecibles (Roll, 1979). Más tarde, Adler y Lehmann (1983) desarrollaron una nueva versión de la PPAME, incorporando el arbitraje internacional en títulos financieros. La evidencia sobre la PPAME puede encontrarse, entre otros trabajos, en Roll (1979), Darby (1980), Adler and Lehmann (1983), Huang (1987), Koveos and Seifert (1985), Dutt and Gosh (1995: 306-310). En general, la evidencia empírica valida la proposición de la PPAME para el caso de la mayoría de los países industrializados. Una excepción notable es el trabajo de Huang (1987), quien reporta que el tipo de cambio nominal esperado aparentemente se desvía sistemáticamente de los cambios esperados en los diferenciales en inflación, apoyando la presencia de primas por el riesgo cambiante con el tiempo en los mercados de divisas. Más recientemente, Abuaf y Jorion (1990: 157-154) reexaminaron la evidencia de la PPA usando un modelo auto-regresivo de primer orden con ecuaciones multivariadas. Ellos demuestran que a largo plazo la PPA en gran medida se sostiene, aunque existan significativas desviaciones a corto plazo de la condición de paridad. Examinando el caso australiano, Olekalns y Wilkins (1998: 54-61), estimando con un modelo auto-regresivo de promedios móviles (ARIMA por sus siglas en inglés) integrado fraccionalmente, encontraron que la PPA no es relevante en la determinación del tipo de cambio a largo plazo.

Estudios previos se han restringido para períodos pasados, muchos de ellos anteriores a la globalización económica, y primordialmente

---

2 Una amplia evaluación sobre estudios de la PPA puede encontrarse en Brauer (1994).

para el caso de países industrializados<sup>3</sup>. El propósito del presente trabajo es investigar si la teoría de la PPAME como lo ha propuesto Roll (1979) es válida para el caso del peso mexicano para el período comprendido entre enero de 1970 y diciembre de 2000<sup>4</sup>.

## EL MODELO Y LOS DATOS

La teoría de la PPAME se basa en la restricción de que, bajo mercados eficientes, puede anticiparse que el rendimiento real de un inversionista, resultante de la especulación intertemporal en bienes (idénticos) de dos países, deberá ser igual a cero. Este trabajo investiga tres implicaciones susceptibles de pruebas estadísticas de esta teoría, como lo ha propuesto Roll (1979). Como una manifestación de equilibrio de precios relativos esperados bajo incertidumbre, su teoría estipula como hipótesis que en mercados eficientes sus participantes utilizan toda la información disponible, de tal manera que el precio *spot* del presente contiene toda la información necesaria para predecir futuros precios *spot*, ajustados por el diferencial en las tasas de inflación. Una primera versión de la PPAME susceptible de pruebas estadísticas puede ser expresada como la siguiente ecuación susceptible de análisis de regresión<sup>5</sup>:

$$X_t = b_0 + b_1(\ln S_{t-1}) + b_2 X_{t-1} + b_3 X_{t-2} + b_4 X_{t-3} + b_5 X_{t-4} + b_6 X_{t-5} + b_7 X_{t-6+\dots} + b_n X_{t-(n-1)} \quad (1)$$

Donde,  $X_t$  = el logaritmo natural del tipo de cambio ajustado por diferenciales en inflación, es decir, el logaritmo del tipo de cambio *spot* nominal  $S_t$  ajustado por el diferencial de la inflación entre los respectivos países en

3 Una excepción es el trabajo de Roll (1979), quien analizó el caso de 23 países, incluyendo Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela (1957-1976). No obstante, cabe resaltar que para el caso de México no realizó pruebas de eficiencia México-EE.UU. debido a que en su período de estudio el Banco de México mantuvo una paridad fija del peso frente al dólar. Otra notable excepción la constituye el trabajo de Koveos y Seifert (1985), quienes examinaron la PPA para el caso de los mercados negros cambiarios de América Latina para el período abril 1973-marzo 1983. El artículo de Mkenda (2001) da un enfoque de *panel data* para el caso de países africanos selectos, utilizando datos anuales para el período 1965-1996.

4 Al presente, la inversión extranjera de cartera es importante en la Bolsa Mexicana de Valores. Sin embargo, su internacionalización es reciente; así, aún no existen series de tiempo sobre arbitraje internacional con títulos financieros mexicanos; por lo tanto, no es posible realizar estudios sobre la PPAME que incorporen la extensión de Adler y Lehmann (1983).

5 Cabe resaltar que, partiendo de la visión clásica sobre la PPA para analizar la eficiencia del mercado cambiario, esta ecuación (Roll, 1979) no propone un análisis de regresión utilizando el tipo de cambio real [ $TCR_t = S_t/(IP_d/IP_e)$ ], donde  $TCR$  = tipo de cambio real,  $S$ , tipo de cambio *spot*,  $e$   $IP$ , índice de precios,  $d$  = doméstico y  $e$  = extranjero].

el período  $t$  [esto es,  $X_t = \ln S_t - Dif(I_t)$ , donde  $Dif(I_t)$  es la diferencia logarítmica en los índices de precios o, equivalentemente, la diferencia en la tasa de inflación compuesta continua entre la economía doméstica y la extranjera].  $S_{t-1}$  = el tipo de cambio *spot* en el período  $t-1$ . Se demuestra la validez de la versión de la PPA con mercados eficientes si en la ecuación (1) todos los coeficientes  $b_i$  ( $i = 1, \dots, n$ ) son iguales a 0, excepto el coeficiente  $b_1=1$ <sup>6</sup>. La PPAME también implica que los tipos de cambio real siguen un proceso martingala. Por lo tanto, las desviaciones de la PPA de un período al siguiente deben ser serialmente independientes (Adler y Lehmann, 1983: 1472). La ecuación (2) puede ser utilizada para probar esta hipótesis<sup>7</sup>.

$$Y_t = b_0 + b_1 Y_{t-1} + b_2 Y_{t-2} + b_3 Y_{t-3} + b_4 Y_{t-4} + b_5 Y_{t-5} + b_6 Y_{t-6} + \dots + b_n Y_{t-(n-1)} \quad (2)$$

Donde  $Y_t$  = la diferencia entre la tasa de cambio del tipo de cambio *spot* logarítmica ( $\ln S_t - \ln S_{t-1}$ ) y el diferencial en inflación entre los países  $Dif(I_t)$  en el período  $t$  [es decir,  $Y_t = (\ln S_t - \ln S_{t-1}) - Dif(I_t)$ ].

Puesto que las desviaciones en expectativas (variable  $Y_t$ ) no deben estar correlacionadas en el tiempo, la hipótesis de caminata al azar (procesos martingala) implica que los coeficientes  $b_i$  ( $i = 1, \dots, n$ ) deben ser igual a cero para toda  $i$ . En este estudio se estiman las ecuaciones (1) y (2) para probar la pertinencia de la PPAME para el caso del peso mexicano.

Finalmente, tomando como punto de partida la ecuación (2), si los cambios en los tipos de cambio siguen un proceso martingala deben por tanto caracterizarse por un proceso de caminata al azar, entonces las series no deben ser estacionarias. Así, para validar la PPAME, debe comprobarse que la serie de los cambios en el tipo de cambio ajustado por la inflación tiene una raíz unitaria. Las pruebas Dickey-Fuller Aumentada (ADF por sus siglas en inglés) y la de Phillips-Perron pueden ser utilizadas para probar esta hipótesis. Las dos estadísticas prueban la existencia de una raíz unitaria en la representación univariada de una serie. En el caso de la serie  $Y_t$  la prueba ADF consiste de una regresión de la primera diferencia de las series como variable dependiente y las series con  $k$  rezagos como variables independientes, como se señala en la ecuación (3):

$$\Delta y_t = \alpha + \lambda y_{t-1} + \sum_{s=1}^k \beta_s \Delta y_{t-s} + \hat{a}_t \quad (3)$$

6 El número de rezagos en la ecuación (1) puede ser mayor o menor a seis como se indica en esta expresión. Roll (1979) usa seis rezagos al igual que en el presente estudio; cabe mencionar que de acuerdo con entrevistas realizadas a ejecutivos de cuenta de Casas de Bolsa de México, seis meses es en general el horizonte de información utilizado para la toma de decisiones por parte de los inversionistas, aunque para análisis de desempeño anual se revisan cifras de años anteriores.

7 Al igual que en la ecuación (1), se ajustan los tipos de cambio nominales por el diferencial en tasas de inflación de acuerdo con la proposición de Roll (1979).

Las hipótesis nula y alternativa son:  $H_0: \lambda = 0$ ;  $H_1: \lambda < 1$ ; aceptar la hipótesis nula implica la existencia de raíz unitaria y, por tanto, no estacionaridad. Para controlar en una serie correlaciones de alto orden, la prueba de ADF añade términos rezagados diferenciados en el lado derecho de la ecuación. Igualmente, la prueba de Phillips-Perron (1988: 335-346) controla la presencia en una serie de correlaciones de alto orden incorporando una corrección a la estadística  $t$  del coeficiente de la regresión  $AR(1)$  para tomar en cuenta la correlación serial en los residuales  $e$ . Las pruebas de raíz unitaria constituyen pruebas poderosas sobre la no estacionaridad de series de tiempo<sup>8</sup>.

Estudios importantes sobre la PPA han sido llevados a cabo recientemente por Lothian y Taylor (1996: 488-509) y por Cuddington y Liang (1998). Los primeros concluyen que la PPA es válida a largo plazo para los tipos de cambio real bilaterales examinados en su estudio. Los resultados de Cuddington y Liang contradicen dicha afirmación; utilizando series de 200 años para el caso del dólar y la libra esterlina, ellos encontraron que la selección en la amplitud del rezago puede influir en los resultados<sup>9</sup>, o en su caso tendencias determinísticas y rompimientos estructurales pueden dar lugar a la no estacionaridad. Sin embargo, sus resultados se limitan al análisis del tipo de cambio real. El presente estudio reporta las pruebas de raíz unitaria para las series de tipos de cambio nominales ajustados por la inflación, complementando así las pruebas a la proposición de la ecuación (2).

La fuente principal de las series utilizadas para esta investigación proviene de *International Financial Statistics*, publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI); se compiló el tipo de cambio peso-dólar de fin de mes de México y el índice de precios al consumidor de fin de mes de México y de Estados Unidos. Frenkel (1976: 200-224) recomienda utilizar el índice de precios al consumidor como la variable de niveles de precios; además, cabe resaltar que en el presente estudio no se utilizó el índice de precios al productor por tres razones: la gran diferencia en insumos de los productores de cada país; la importancia del índice de precios al consumidor en los dos países como indicador de posibles tendencias en los precios de las divisas extranjeras, y en particular del dólar para el caso de México; y por la importancia de las importaciones mexicanas de EE.UU. de bienes de consumo y bienes intermedios para la producción de bienes de consumo. No se consideró la inclusión de otras divisas puesto que México importa y exporta a

---

8 A esta estadística  $t$  corregida se la denomina *tau* ( $J$ ), pero más comúnmente sólo se la identifica como estadístico  $t$  (de la prueba de raíz unitaria), nomenclatura seguida en este trabajo.

9 Sobre este punto, ver: Ng, S. y Perron, P. (2001: 1519-1554).

EE.UU. entre el 70 y 80% de los totales respectivos. Las series sobre tipos de cambio e inflación utilizadas para probar la PPAME comprenden el período de enero de 1970 a diciembre de 2000<sup>10</sup>.

## RESULTADOS

### ESTADÍSTICAS BÁSICAS

El Cuadro 1 resume las principales características estocásticas a largo plazo de la divisa mexicana frente al dólar. Las estadísticas resumen esta situación, en términos nominales para el caso de la cotización del dólar así como los cambios porcentuales en dicha cotización. Las series incluyen un total de 372 observaciones. Para facilitar la comprensión de sus resultados, las estadísticas se presentan en pesos antiguos (sin tener en cuenta la eliminación de los tres ceros en 1994). Cabe resaltar tres características de las series:

- 1 El dilatado cambio en la cotización durante el período de análisis. Tomando los máximos y mínimos como puntos de referencia, en términos nominales, el precio del dólar cambió de 12,49 pesos en enero de 1970 (0,01249 en nuevos pesos) a 10.174 (viejos pesos como máximo); el precio de cierre en diciembre de 2000 fue de 9.572,20 (9,572 nuevos pesos).
- 2 Tomando en cuenta el cambio tan amplio en la cotización del dólar, no es sorprendente que la volatilidad sea igualmente alta; la desviación estándar de los precios nominales del dólar se situó en 3.210,26 puntos; asimismo, la media del cambio mensual de la divisa de EE.UU. fue de 0,0179 puntos, con un mínimo de -0,3959 puntos y un máximo de 0,7550 puntos en términos nominales.
- 3 La carencia de normalidad de las series. En el Cuadro 1 resulta notorio que las dos series tienen un sesgo hacia la derecha y carecen de normalidad. Sin embargo, la serie de precios prácticamente es mesocúrtica, en tanto que la serie de cambios en el precio del dólar ajustado por los diferenciales en inflación es platicúrtica.

---

10 De hecho, las series del tipo de cambio incluyen la cotización de cierre de diciembre de 1969, es decir, la cotización de apertura de enero de 1970; así, se obtuvieron series completas de 12 cambios mensuales en el tipo de cambio para todos los años analizados.

CUADRO 1

ESTADÍSTICAS BÁSICAS PARA LOS PRECIOS Y CAMBIOS EN EL TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL PESO MEXICANO MENSUAL

	<b>Cotización</b>	<b>Cambio Cotización Nominal</b>
<b>Media</b>	2.368,31	0,0179
<b>Mediana</b>	254,36	0,0014
<b>Máximo</b>	10.174,00	0,7550
<b>Mínimo</b>	12,49	-0,3959
<b>Desv. Std.</b>	3.210,26	0,0700
<b>Sesgo</b>	1,23	5,2513
<b>Curtosis</b>	3,10	53,0000
<b>Jarque-Bera</b>	93,57	40.464,0000
<b>Probabilidad</b>	0,00	0,0000
<b>Observaciones</b>	372,00	372,0000

PRUEBAS DE EFICIENCIA

Los coeficientes estimados y los resultados de las pruebas de hipótesis sobre la ecuación (1) se encuentran en el Cuadro 2. La hipótesis nula formulada de acuerdo con la PPAME indica que el coeficiente del tipo de cambio *spot* del período precedente debe ser igual a la unidad, en tanto que el resto de los coeficientes de la ecuación (1) deben ser iguales a cero, indicando que toda la información pasada ha sido plenamente incorporada en el precio presente. La estadística *t* señala el nivel de significancia de cada coeficiente estimado. La estadística *F* y la prueba de *Chi cuadrada* pueden ser utilizadas para probar la hipótesis que  $b_7 = 1$ .

CUADRO 2

PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO CON MERCADOS EFICIENTES  
PRUEBA DE ABSORCIÓN DE LA INFORMACIÓN

	<b>b<sub>0</sub></b>	<b>b<sub>1</sub></b>	<b>b<sub>2</sub></b>	<b>b<sub>3</sub></b>	<b>b<sub>4</sub></b>	<b>b<sub>5</sub></b>	<b>b<sub>6</sub></b>	<b>b<sub>7</sub></b>
<b>Coefficientes</b>	0,0089	1,0449	-0,2146	0,0417	0,0147	0,2008	-0,0719	-0,0165
<b>t-estadístico</b>	1,0655	5,0062	-0,9170	0,5981	0,2135	2,9119	-1,0354	-0,3006
<b>Probabilidad</b>	0,2873	0,0000	0,3598	0,5501	0,8311	0,0038	0,3012	0,7639
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>F-estadístico</b>	<b>Durbin-Watson</b>	<b>Prueba</b>	<b>F-Estadístico</b>	<b>Probabilidad</b>			
0,9994	8,5205	2,0268	<b>F</b>	3,9526	3,9526			
		<b>Chi<sup>2</sup></b>	<b>Chi<sup>2</sup></b>		23,7158			



Los resultados obtenidos dan sólo una validez débil a la versión eficiente de la PPA. Aunque el coeficiente correspondiente a  $b_1$  es cercano a la unidad y es estadísticamente significativo, los coeficientes correspondientes a uno y cuatro rezagos ( $b_2$  y  $b_3$ ) no son cercanos a cero como propone la teoría, y en el caso  $b_5$  su coeficiente es estadísticamente significativo.

Esto se confirma con la prueba de Wald. Como se señala en el Cuadro 2, las estadísticas  $F$  y  $Chi^2$  rechazan decididamente la hipótesis nula al 1% de significancia. Por tanto, a largo plazo, los precios *spot* pasados ajustados por la inflación contienen importante información sobre el tipo de cambio *spot* presente ajustado por la inflación y dicha información podría utilizarse para obtener ganancias extraordinarias en el mercado cambiario. La dinámica implicada por la ausencia de mercados eficientes señala igualmente la recurrencia de desviaciones de corto plazo en los ajustes de paridad del poder adquisitivo; considerando la amplitud de la muestra, el ajuste a largo plazo también es improbable.

El Cuadro 3 resume los resultados de las pruebas estadísticas de la ecuación (2). La hipótesis nula que señala que las diferencias en tipos de cambio siguen un proceso martingala no es válida a largo plazo para el caso del peso mexicano. Todos los  $b_i$  ( $i > 0$ ) cuentan con un coeficiente estimado mayor a cero, y en particular  $b_1$ ,  $b_2$ ,  $b_3$  y  $b_6$  tienen una estadística  $t$  significativa. Estos resultados indican que la diferencia entre el tipo de cambio *spot* y la diferencia en la inflación de los dos países está correlacionada para el peso mexicano. Este resultado es confirmado por las estadísticas  $F$  y de la prueba de la *Chi cuadrada* de la prueba de Wald. De acuerdo con esta prueba, la hipótesis de que todos los coeficientes son iguales a cero puede ser rechazada con el 1% de significancia.

CUADRO 3  
PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO  
PROCESO MARTINGALA

	$b_0$	$b_1$	$b_2$	$b_3$	$b_4$	$b_5$	$b_6$
<b>Coefficientes</b>	-0,0529	-0,1688	-0,1532	-0,1180	0,0846	0,0200	0,2099
<b>t-estadístico</b>	-0,1610	-3,2705	-2,9252	-2,2350	1,6029	0,3816	4,0597
<b>Probabilidad</b>	0,8722	0,0012	0,0037	0,0260	0,1098	0,7030	0,0001
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>F-estadístico</b>	<b>Durbin-Watson</b>		<b>Prueba</b>	<b>F-Estadístico</b>	<b>Probabilidad</b>	
0,1042	6,9574	1,9655		<b>F</b>	6,9574	0	
				<b>Chi<sup>2</sup></b>	41,7443	0	

La prueba de la raíz unitaria confirma los resultados anteriores. Como se resume en los Cuadros 4 y 5, la serie de precios ajustados por los diferenciales en inflación tiene una raíz unitaria. La estadística  $t$  tanto para la prueba ADF como para la de Phillips-Perron es menor al valor crítico necesario para rechazar la hipótesis nula tanto a los niveles de 1, 5, o 10% de significancia<sup>11</sup>. Por lo tanto, esta serie sigue un proceso de caminata al azar, lo que indica que es no estacionaria. No obstante, la serie de cambios en el tipo de cambio ajustado por los diferenciales en inflación, también examinada en la ecuación (2), no sigue un proceso de caminata al azar<sup>12</sup>.

CUADRO 4  
PRUEBA DE RAÍZ UNITARIA PARA EL TIPO DE CAMBIO DEL PESO MEXICANO  
AJUSTADO POR LA INFLACIÓN

<b>Prueba de Raíz Unitaria Dickey-Fuller Aumentada</b>				
	<b>Constante</b>	<b>Tendencia</b>	<b>Variable</b>	<b>Rezagos</b>
<b>Coefficientes</b>	0,02182	0,00019	-0,00769	5
<b>t-estadístico</b>	2,24327	1,44202	-1,44162	
<b>Valores Críticos</b>	<b>t</b>	<b>1%</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>
	-1,44162	-3,98698	-3,42377	-3,13456
<b>Prueba de Raíz Unitaria Phillips-Perron</b>				
	<b>Constante</b>	<b>Tendencia</b>	<b>Variable</b>	<b>Rezagos</b>
<b>Coefficientes</b>	0,02457	0,00019	-0,00730	5
<b>t-estadístico</b>	2,51842	1,45187	-1,38449	
<b>Valores Críticos</b>	<b>t</b>	<b>1%</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>
	-1,40868	-3,98666	-3,42362	-3,13447

11 Para todas las pruebas estadísticas se utilizó el software E-Views. En el caso de las pruebas de raíz unitaria, en este software el estadístico rechaza la hipótesis nula de una raíz unitaria si la estadística  $t$  es menor (yace a la izquierda) del valor crítico.

12 Las series de precios nominales y de cambios en los precios nominales siguen patrones iguales de comportamiento. Esto es, las cotizaciones nominales tienen una raíz unitaria, pero los cambios en las cotizaciones nominales no la tienen. Estos resultados no se muestran por consistencia en la presentación de resultados en términos de la hipótesis planteada por la ecuación (2).

## CUADRO 5

PRUEBA DE RAÍZ UNITARIA PARA LOS CAMBIOS EN EL TIPO DE CAMBIO  
DEL PESO MEXICANO AJUSTADO POR LA INFLACIÓN

<b>Prueba de Raíz Unitaria Dickey-Fuller Aumentada</b>				
	<b>Constante</b>	<b>Tendencia</b>	<b>Variable</b>	<b>Rezagos</b>
<b>Coefficientes</b>	0,1200	0,0000	-1,1273	5
<b>t-estadístico</b>	0,1765	-0,2925	-6,8934	
<b>Valores Críticos</b>	<b>t</b>	<b>1%</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>
	- 6,8934	-3,9870	-3,4238	-3,1346
<b>Prueba de Raíz Unitaria Phillips-Perron</b>				
	<b>Constante</b>	<b>Tendencia</b>	<b>Variable</b>	<b>Rezagos</b>
<b>Coefficientes</b>	0,1000	0,0000	-1,1454	5
<b>t-estadístico</b>	0,1549	-0,2671	-22,2081	
<b>Valores Críticos</b>	<b>t</b>	<b>1%</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>
	-22,9527	-3,9867	-3,4236	-3,1345

Aún más, se destaca que la presencia de estacionaridad en la serie de cambios en el tipo de cambio ajustados por la inflación puede ser explicada por los resultados de Cuddingham y Liang (Cuddingham y Liang, 1998). En algunos casos esto se debe a la presencia de tendencias temporales y rompimientos estructurales. En el caso de México, esta es una situación obvia.

Durante el período bajo análisis, el tipo de cambio era originalmente fijo (entre 1970 y 1976). De 1976 a principios de 1982 se persiguió una política de flotación controlada rígida. Luego, de 1982 a 1994, se mantuvo la política de flotación acompañada de períodos de una flotación cuasi-programada, deslizando el valor del peso mexicano en términos de dólar. Finalmente, desde la macro-devaluación de 1994 se ha acentuado el papel del mercado, pero la evolución de las cotizaciones del dólar y otras divisas es bien vigilada; el gobierno mantiene un nivel de reservas alto e interviene con la compra o venta de divisas cuando se estima necesario, conservándose la paridad estable y relativamente fija por períodos. En resumen, el tipo de cambio peso-dólar se vio afectado por tres severas crisis en las últimas tres décadas: 1976, 1982 y 1994.

Estos impactos se reflejan plenamente en la evolución de los precios del dólar en pesos y sus cambios representados en los Gráficos 1 y 2, que corroboran con gran simplicidad los resultados empíricos obtenidos. En el Gráfico 1 se destaca la evolución explosiva y volátil del precio del dólar en México (analizado con sus estadísticas básicas), claramente condicionado por la evolución de la economía na-

cional y las políticas cambiarias implementadas por la banca central; el Gráfico 2 muestra la volatilidad y dependencia en el tiempo de la misma, y lo que puede caracterizarse como “ataques al corazón” de la divisa nacional, que a su vez se convirtieron en transmisores de crisis severas al resto de la economía. Los resultados obtenidos de ninguna manera son sorprendentes, considerando las diferentes políticas cambiarias implementadas durante el período 1970-2000, frecuentemente insuficientes para cubrir los grandes diferenciales entre las tasas de inflación de México y EE. UU. De hecho, la inflación acumulada de México durante dicho período fue de 833,21% y la de EE.UU. de 153,07%, esto es, un diferencial acumulado de 680,14%. Ello subraya la necesidad de continuar manteniendo estrictas políticas de control de la inflación, una balanza de pagos fuerte (basada en una alta productividad y competitividad de la economía) y niveles altos de reservas internacionales.

GRÁFICO 1  
TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL PESO MEXICANO

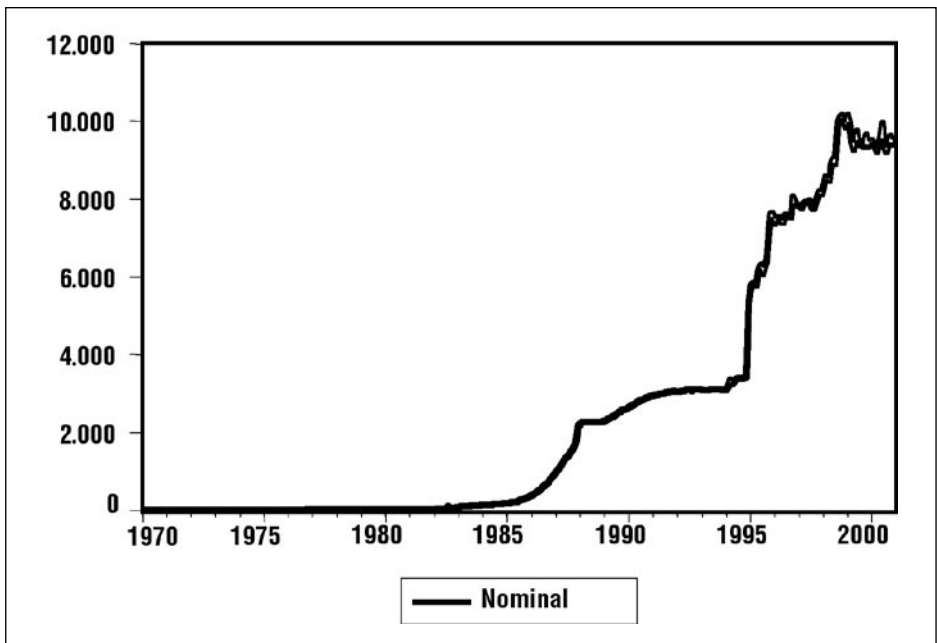
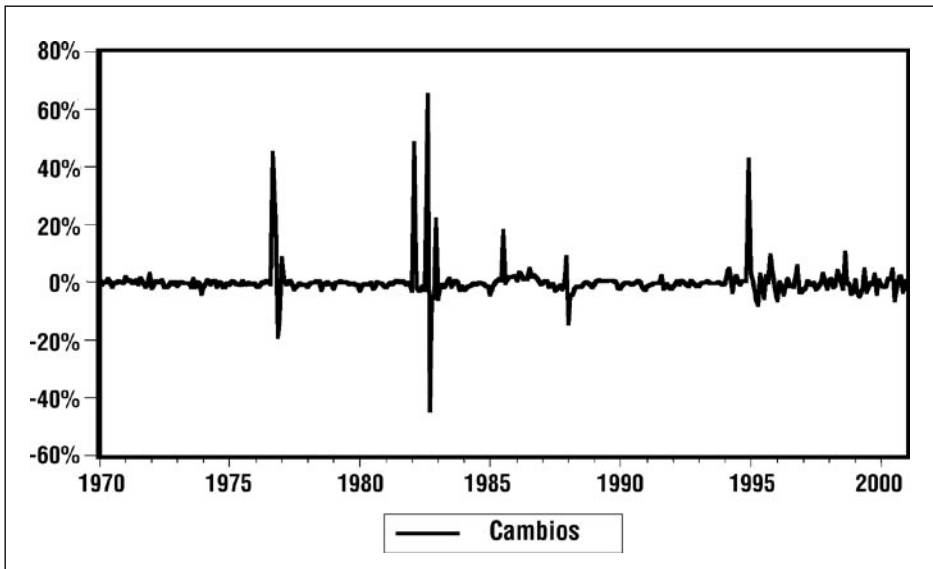


GRÁFICO 2  
CAMBIOS EN EL TIPO DE CAMBIO DEL PESO MEXICANO  
AJUSTADO POR LA INFLACIÓN



Finalmente, es importante resaltar que aplicando la prueba de Chow, el tipo de cambio ajustado por las inflaciones tiene una ruptura en 1994, claramente asociada con los problemas que conllevaron a la macro-devaluación del peso mexicano en diciembre de ese año. El Cuadro 6 presenta estos resultados. Al contrario, la serie de cambios en el tipo de cambio ajustado por los diferenciales en inflación presenta una ruptura en 1981, seguramente asociada con el surgimiento de la crisis de la deuda externa y subsiguientes devaluaciones del peso mexicano. Por último, debe mencionarse que los resultados de la prueba de la raíz unitaria sobre el peso mexicano difieren de los obtenidos por Kahn y Parikh (1998: 99-116) para el caso sudafricano. A pesar de los cambios drásticos en las políticas cambiarias de dicho país, no encontraron con la prueba de raíz unitaria evidencia de no estacionaridad, y el comportamiento del tipo de cambio real fue estable pero no constante<sup>13</sup>.

13 Estos dos hechos sugieren la necesidad de realizar más estudios sobre la PPA para el caso de México, incluyendo la PPAME e identificación de puntos de ruptura óptimos. Debido a que el punto de ruptura del tipo de cambio real implica el uso de períodos cortos de análisis, el presente estudio no incluye tal línea de investigación; además, esta debe realizarse en mercados liberados, que son una experiencia reciente en México, y la muestra de datos es todavía pequeña. Sobre los problemas relacionados con la raíz unitaria y puntos de ruptura, ver: Perron y Vogelsang (1992: 301-320); Perron (1997: 355-385); Baum et al. (2000).

CUADRO 6  
 PRUEBA DE CHOW PARA EL TIPO DE CAMBIO DEL PESO MEXICANO  
 AJUSTADO POR LA INFLACIÓN, PERÍODO 1970-2000

Breakpoint	F-estadístico	Probabilidad	Log Likelihood Ratio	Probabilidad
12/31/1994	51,96	0,0000	92,50	0,0000
12/31/1981	6,32	0,0020	12,57	0,0019

En suma, las tres pruebas estadísticas aplicadas al peso mexicano no validan las proposiciones de la PPAME. En términos de eficiencia, el control excesivo sobre el tipo de cambio, así como ajustes tardíos del precio del dólar en pesos, han conllevado a largo plazo a la existencia de un mercado cambiario ineficiente, aunque debe reconocerse, sin embargo, que en los últimos años el mercado cambiario ha tendido a ser libre. De todos maneras, a largo plazo, nuevamente, los precios pasados y cambios pasados en el tipo de cambio tienen aparentemente información acerca del precio corriente de la divisa mexicana. La información pasada puede ser utilizada para obtener ganancias extraordinarias especulando en el mercado cambiario doméstico. De hecho, la volatilidad del mercado cambiario mexicano podría estar fuertemente asociada con la especulación y el abuso de información privilegiada<sup>14</sup>. Finalmente, la evidencia empírica se encuentra en desacuerdo con los resultados obtenidos por Koveos y Seifert (1985), con información sobre los mercados cambiarios negros de América Latina. Incluyendo el caso de México, estos autores reportan que la versión de PPA con mercados eficientes es apropiada para el caso de la mayoría de las divisas latinoamericanas. Los resultados también resaltan la necesidad de desarrollar el mercado de productos derivados en México, particularmente los cambiarios, para contar con un mecanismo para la cobertura y estabilidad cambiarias<sup>15</sup>.

14 Aún más, en algunos casos este hecho podría estar relacionado con actos de corrupción por parte de algunos funcionarios y agentes del sector privado que disponen de información privilegiada.

15 El mercado de productos derivados de México (MexDer) fue formalmente creado en agosto de 1998 e inició sus operaciones en diciembre del mismo año, precisamente con futuros sobre el dólar de EE. UU. Al presente, además de futuros sobre el peso-dólar, se negocian futuros sobre el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa, y algunas tasas de interés y algunas acciones empresariales. Sin embargo, el mercado permanece delgado y hay días en que las operaciones son muy limitadas. Por su parte, el mercado de opciones comenzó sus operaciones en abril de 2004.

## CONCLUSIÓN

Este trabajo ha investigado si la versión de la paridad del poder adquisitivo con mercados eficientes se sostiene a largo plazo para el caso del peso mexicano para el período 1970-2000. Para probar la PPAME se utilizaron dos análisis de regresión aparentemente no relacionados, y además se llevaron a cabo dos pruebas de raíz unitaria. En general, la evidencia empírica obtenida no favorece la teoría de la PPAME. Los resultados sugieren la presencia de un mercado cambiario ineficiente, producto de políticas cambiarias débiles. Contrariamente a la evidencia que afirma que la teoría de la PPAME generalmente se sostiene, los resultados del presente estudio resaltan el hecho de que tal conclusión no puede ser generalizada para el caso mexicano. Puesto que el peso ha estado sujeto a rígidos controles gubernamentales –aunque moviéndose hacia un mercado más libre después de la devaluación de 1994 y demás crisis en los siguientes dos años– y porque la economía mexicana se ha visto afectada por tres crisis severas desde la década del setenta, la agenda de investigaciones sobre la PPA para este país debe ser continuada y ampliada, en particular determinando rupturas estructurales óptimas. Los resultados no pueden considerarse sorprendentes tomando en cuenta las políticas cambiarias implementadas durante el período y el gran diferencial en tasas de inflación entre México y EE. UU. La evidencia empírica sugiere la necesidad de políticas cambiarias flexibles, un continuo control de la inflación, un fortalecimiento de la balanza de pagos (fomentando la productividad y competitividad), y el mantenimiento de niveles altos de reservas internacionales. Asimismo, los datos obtenidos indican que es preciso desarrollar los mercados de futuros, opciones y *swaps* cambiarios en México, a fin de contar con un mercado cambiario completo y a su vez proveer alternativas de cobertura para el inversionista internacional, así como para las empresas e instituciones financieras que operan negocios internacionales denominados en dólares.

## BIBLIOGRAFÍA

- Abuaf, N. and Jorion, P. 1990 "Purchasing power parity in the long run" in *Journal of Finance* (Ohio State University Press) Vol. 45, N° 1.
- Adler, M. and Lehmann, B. 1983 "Deviations from purchasing parity in the long run" in *Journal of Finance* (Ohio State University Press) Vol. 38, N° 4.
- Agénor, P. and Hoffmaister, A. W. 1998 "Capital flows and the real exchange rate: analytical framework and econometric evidence" in Glick, Reuven (ed.) *Managing capital flows and exchange*

- rates. Perspectives from the Pacific Basin* (Cambridge: Cambridge University Press).
- Baum, C.; Barkoulas, J. T. and Caglayan, M. 2000 "Long memory or structural breaks: can either explain nonstationary exchange rates under the current float?". Department of Economics, Boston College, mimeo.
- Bohn, H. and Tesar, L. L. 1998 "U.S. portfolio investment in Asian capital markets" in Glick, Reuven (ed.) *Managing capital flows and exchange rates. Perspectives from the Pacific Basin* (Cambridge: Cambridge University Press).
- Brauer, J. B. 1994 "An assessment of the evidence on purchasing power parity" in Williamson, J. (ed.) *Estimating equilibrium exchange rates* (Washington DC: Institute for International Economics).
- Broadberry, S. N. 1987 "Purchasing power parity and the pound-dollar rate in the 1930's" in *Econometrica*, Vol. 54, February.
- Cassel, G. 1916 "The present situation of foreign exchanges" in *Economic Journal*, Vol. 26.
- Cassel, G. 1921 *The world's monetary problems* (London: Constable & Co.).
- Cuddingham, J. T. and Liang, H. 1998 "Re-examining the purchasing power parity hypothesis over two centuries". Working Paper, Department of Economics, Georgetown University.
- Darby, M. R. 1980 "Does purchasing power parity work?". Working Paper N° 607, National Bureau of Economic Research.
- Dickey, D. and Fuller, W. 1979 "Distribution of the estimators for autoregressive time series with unit root" in *Journal of the American Statistical Association* (Alexandria) Vol. 74.
- Dornbusch, R. 1976 "Expectations and exchange rate dynamics" in *Journal of Political Economy* (University of Chicago Press) Vol. 84.
- Dornbusch, R. 1980 "Exchange rate economics: where do we stand?" in *Brookings Papers on Economic Activity* (Washington DC) Vol. 1.
- Dornbusch, R. 1985 "Purchasing power parity". Working Paper N° 1591, National Bureau of Economic Research.
- Dutt, Swarna D. and Gosh, D. 1995 "Purchasing power parity doctrine: weak and strong form tests" in *Applied Economic Letters* (London) Vol. 2, N° 9.
- Edison, H. J. 1987 "Purchasing power parity in the long run: a test of the dollar/pound exchange rates (1890-1978)" in *Journal of Money, Credit and Banking* (Ohio State University Press) Vol. 19, August.
- Edwards, S. 1989 *Real exchange rates, devaluation, and adjustment* (Cambridge: MIT Press).
- Engel, C. 1998 "Long-Run PPP may not hold after all" in *Discussion Papers in Economics* (Washington: University of Washington).



- Frenkel, J. A. 1976 "A monetary approach to the exchange rate: doctrinal aspects and empirical evidence" in *Scandinavian Journal of Economics* (Oxford) Vol. 78.
- Frenkel, J. A. 1981 "Flexible exchange rates, prices and the role of news: lessons from the 1970's" in *Journal of Political Economy* (University of Chicago Press) Vol. 89, August.
- Goldberg, L. S. and Klein, M. 1998 "Foreign direct investment, trade and real exchange rate linkages in developing countries" in Glick, Reuven (ed.) *Managing capital flows and exchange rates. Perspectives from the Pacific Basin* (Cambridge: Cambridge University Press).
- Hakkio, C. A. 1982 "A re-examination of purchasing power parity: a multicountry and multi-period study". Working Paper N° 865, National Bureau of Economic Research.
- Huang, R. D. 1987 "Expectations of exchange rates and differential inflation rates: further evidence of purchasing power parity in efficient markets" in *Journal of Finance* (Ohio State University Press) Vol. 42, N° 1.
- Kahn, B. and Parikh, A. 1998 "Does purchasing power parity survive political shocks in South Africa?" in *Weltwirtschaftliches Archiv* (Kiel, Germany) Vol. 134, N° 1.
- Koveos, P. and Seifert, B. 1985 "Purchasing power parity and black markets" in *Financial Management*, Autumn.
- Krugman, P. R. 1978 "Purchasing power parity and exchange rates: another look at the evidence" in *Journal of International Economics*, Vol. 8, August.
- Krugman, P. and Obstfeld, M. 2003 *International economics: theory and policy* (New York: Addison-Wesley).
- Lothian, J. R. and Taylor, M. P. 1996 "Real exchange rate behaviour: the recent float from the perspective of the past two centuries" in *Journal of Political Economy* (University of Chicago Press) Vol. 104, N° 3.
- McDonald, R. 1995 "Long-run exchange rate modeling: a survey of recent evidence" in *IMF Staff Papers* (IMF) Vol. 42, N° 3.
- Mkenda, B. K. 2001 "An empirical test of purchasing power parity in selected African countries - A panel data approach" in *Working Papers in Economics* N° 39 (Göteborg University).
- Murray, C. J. and Papell, D. H. 2002 "The purchasing power parity persistence" in *Journal of International Economics*, Vol. 56.
- Mussa, M. L. 1982 "A model of exchange rate dynamics" in *Journal of Political Economy* (University of Chicago Press) Vol. 90.
- Ng, Serena and Perron, P. 2001 "Lag length selection and the construction of unit roots tests with good size and power" in *Econometrica*, Vol. 69.

- Officer, L. 1976 "The purchasing power parity of exchange rates: a review article" in *International Monetary Fund Papers* (IMF) Vol. 83, May.
- Olekalns, N. and Wilkins, N. 1998 "Re-examining the evidence for long run purchasing power parity" in *The Economic Record* (Oxford) Vol. 74, N° 224.
- Ortiz, E. 2000 "La inversión extranjera de portafolios en los mercados de dinero y capital de México y su impacto en la crisis mexicana" en Manrique, Irma (coord.) *Arquitectura de la crisis financiera* (México DF: Miguel Angel Porrúa).
- Perron, P. 1997 "Further evidence on breaking trend functions in macroeconomic variables" in *Journal of Econometrics*, Vol. 80.
- Perron, P. and Vogelsang, T. 1992 "Nonstationarity and level shifts with application to purchasing power parity" in *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 10, N° 3.
- Phillips, P. C. and Perron, P. 1988 "Testing for a unit root in time series regression" in *Biometrika* (Oxford) Vol. 74.
- Roll, R. 1979 "Violations of purchasing power parity and their implications for efficient international commodity markets" in Sarnat, M. and Szego, G. P. (eds.) *International Finance and Trade* Vol. I (Cambridge, MA: Ballinger Publishing Company)
- Taylor, A. M. 2002 "A century of purchasing power parity" in *The Review of Economics and Statistics* (en prensa).

TERESA LÓPEZ GONZÁLEZ\*

## DEUDA PÚBLICA INTERNA EN MÉXICO: EL ALTO COSTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EXTERNO

### INTRODUCCIÓN

El incremento de la liquidez internacional, que debilitó y finalmente provocó el rompimiento del sistema Bretton Woods, no sólo modificó drásticamente la vieja estructura del sistema financiero internacional, sino también las reglas de valorización del capital. La nueva arquitectura financiera mundial se caracteriza por el dominio del sector bursátil sobre el sector bancario y por la valorización de los activos financieros sobre la de los activos fijos.

Por su parte, la ruptura del viejo orden monetario internacional alimentó la tendencia mundial a la desregulación de los sistemas económicos nacionales, cuyo objetivo central era privilegiar la libre movilidad del capital. En este contexto se ubica la liberalización de los sistemas financieros locales y la supresión de las políticas de intervención estatal, instrumentándose en su lugar políticas monetarias y fiscales restrictivas con el propósito de mantener la estabilidad monetaria.

Este trabajo tiene como objetivo analizar los efectos que los flujos de capitales externos generan en las finanzas públicas de México, mediante el mecanismo de colocación de valores públicos con fines antiinflacionarios. La hipótesis central que se maneja es que la desregulación financiera, con el consecuente incremento en las tasas de interés domésticas

\* Profesora Titular de la Escuela Nacional de Estudios Profesionales-Acatlán.

que estimuló la entrada masiva de capitales externos de corto plazo, ha transformado el papel histórico que venía cumpliendo el déficit público, ya que este ha dejado de ser una de las fuentes dinamizadoras del crecimiento económico para convertirse en un fondo de financiamiento del pago de intereses de la deuda pública interna que genera la colocación de valores públicos con fines estabilizadores.

En otras palabras, el déficit público es el resultado de la nueva función antiinflacionaria que el gobierno le ha asignado a la deuda pública interna, mecanismo que ha permitido mantener la estabilidad de la moneda, y en general del sistema financiero. Para demostrar esta hipótesis hemos dividido el trabajo en cuatro apartados. En el primero, se revisan las principales características del proceso de globalización financiera; en el segundo se estudia la expansión del dinero crediticio; en el tercero se analiza el proceso de expansión y consolidación del mercado internacional de valores públicos; y finalmente en el cuarto se investigan los efectos que los flujos de capitales han provocado en las finanzas públicas mexicanas, a través de la función de estabilización monetaria que se le asignó a la deuda pública interna.

## GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS

Hasta principios de la década del sesenta, la internacionalización de los sistemas financieros nacionales era limitada, debido a su carácter compartimentado y administrado; sin embargo, hacia finales de ese período, el proceso se acelera con la expansión y consolidación del mercado de los eurodólares. Tal expansión marca el inicio de una nueva fase en el proceso de internacionalización del capital financiero.

### PRIMERA ETAPA: CONSOLIDACIÓN DEL MERCADO DE EURODÓLARES Y LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS

El mercado de los eurodólares –que surge de manera paralela y externa a los sistemas financieros nacionales y se constituye con el acuerdo de las autoridades financieras británicas, pues su base fue la plaza de Londres– no sólo benefició a esta economía. También se vieron beneficiados el resto de los gobiernos europeos, al disponer de una reserva líquida suplementaria. A pesar de ello, los bancos seguían siendo las instituciones financieras dominantes, tanto a nivel nacional como internacional, ya que el mercado de los eurodólares era simplemente un mercado interbancario donde se realizaban operaciones con montos elevados.

Paralelamente a estos cambios, se van gestando las grandes crisis cambiarias (primero contra la libra esterlina, posteriormente contra el dólar sobrevaluado) de principios de la década del setenta, que en parte fueron provocadas por la expansión del mercado de los eurodólares, y que marcarán el retorno de las finanzas especulativas y el fin del sistema

de cambios fijos. Todos estos factores actuaron conjuntamente en el debilitamiento de la larga fase de acumulación que comprendió el período 1945-1970. Por su parte, el derrumbe del sistema de Bretton Woods –que se inicia con la decisión unilateral de la no convertibilidad metálica por parte de Estados Unidos en agosto de 1971, la cual respondía a problemas que le eran propios (como el nivel de su doble déficit, presupuestario y comercial)– pone fin a la paridad del dólar con el oro, y se abre el camino al sistema de tipos de cambio flexibles. Ello estimulará la permanente inestabilidad monetaria que hizo del mercado de cambios el principal segmento de los mercados financieros internacionales. El carácter desestabilizador de dicho mercado se explica por su elevada proporción en el total de los activos financieros a nivel mundial, y por la búsqueda de rendimientos altos conservando un grado máximo de liquidez.

#### SEGUNDA ETAPA: DESREGULACIÓN FINANCIERA EN LAS ECONOMÍAS INDUSTRIALIZADAS

La segunda etapa del proceso de globalización de las finanzas internacionales se inicia en la década del ochenta, después del nombramiento de Paul Volker en la dirección de la Reserva Federal de Estados Unidos y de la llegada de Margaret Thatcher al poder en el Reino Unido. Los procesos de desregulación financiera instrumentados por los gobiernos estadounidense y británico precipitaron el surgimiento de un sistema financiero internacional liberalizado. En efecto, las medidas aplicadas a partir de 1979 pusieron fin al control de los movimientos de capitales con el exterior de las dos plazas financieras más grandes del mundo, acelerando así las entradas y salidas de los capitales externos.

La instrumentación –a mediados de los años ochenta– de políticas de desregulación financiera en las demás economías europeas y en los países en desarrollo inyectó mayor dinamismo a la expansión de los mercados de obligaciones interconectadas internacionalmente. En ese momento, la formación de mercados de obligaciones respondía a las necesidades de los gobiernos y de los grandes fondos centralizadores del ahorro (*mutual funds*). En el caso de los gobiernos, se debía a la urgente necesidad de financiamiento de los déficit presupuestarios de los gobiernos de los países industrializados, ya que la consolidación de un mercado de obligaciones abierto a los inversionistas financieros extranjeros permitió el financiamiento del déficit presupuestario por medio de la colocación de los bonos gubernamentales y otros papeles de la deuda pública en los mercados financieros.

De esta forma, los valores públicos conformaron mercados de obligaciones dinámicos que alentaron la expansión de los mercados financieros internacionales, gracias a los rendimientos estables y líquidos que ofrecen, y a que sus mercados secundarios permiten que dichos títulos

sean siempre negociables (Plihon, 1999: 134). Cabe señalar que también los activos financieros representados por divisas constituyen un segmento importante, pues estos se sustentan en operaciones de arbitraje y especulación, base de las operaciones de los mercados cambiarios.

Por su parte, la liberalización de los fondos de pensiones y de inversión ha estimulado la expansión del mercado de valores a nivel mundial; de tal forma que las instituciones dominantes ya no son los bancos sino los mercados financieros y los intermediarios financieros no bancarios.

Los bancos enfrentan la fuerte competencia de estos últimos, que operan casi exclusivamente en el mercado bursátil, tal es el caso de los fondos de pensión y los fondos comunes de inversión.

Son precisamente estos fondos los más beneficiados con los procesos de desregulación financiera, al acceder a la colocación de títulos en los mercados financieros. En este sentido, no es fortuito que las reformas de desregulación se iniciaran en EE.UU. y el Reino Unido, que son las dos plazas financieras más importantes, tanto por su tamaño como por la variedad de instrumentos de colocación de capitales; además, estas dos economías también son las que cuentan con los más importantes fondos de pensión privados a nivel mundial. Así, la proporción de los activos financieros de los fondos en relación con los montos en poder de las instituciones (grandes bancos y sociedades de seguros), que hasta entonces habían sido consideradas como las más importantes, crecieron de manera acelerada desde la segunda mitad de la década del ochenta.

La naturaleza de los fondos de pensiones es compleja. Por un lado, son el resultado acumulativo de cotizaciones sobre salarios y sueldos percibidos, cuyo objetivo consiste en asegurar a los asalariados, una vez jubilados, una pensión regular y estable. Se trata, por tanto, de una forma institucional de centralización del ahorro. Por el otro, en el momento en que el ahorro acumulado sobrepasa cierto límite, los fondos de pensiones se ubican en la categoría de instituciones financieras no bancarias, cuya función es generar capital-dinero conservando su liquidez, a la vez que maximizan su rendimiento. Esta transformación en la naturaleza económica de los fondos tiene efectos directos en la estructura del sector financiero, pues dejan de ser una acumulación modesta del ahorro de los trabajadores para convertirse en instituciones que centralizan una alta proporción del capital financiero. Y que en su búsqueda de altos niveles de rendimientos, alimentan las fuerzas especulativas.

### TERCERA ETAPA: DESREGULACIÓN FINANCIERA EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO Y LOS MERCADOS DE CAPITALES EMERGENTES

La aplicación de políticas de liberalización financiera por parte los países en desarrollo, en particular los del Sudeste de Asia y las economías latinoamericanas hacia mediados de la década del ochenta, marca el

comienzo de la tercera etapa del proceso de globalización de las finanzas internacionales. En esta etapa, la desregulación de los mercados de acciones le siguió a la de los mercados de obligaciones, aunque la proporción de los mercados de acciones sigue siendo menos importante que la de los mercados cambiarios y de obligaciones. Pero, a pesar de ello, el efecto de las variaciones de la tasa de interés en el precio de las acciones, y por ende en el nivel de rendimiento, ha provocado efectos profundos en la instrumentación de las políticas económicas, que en el caso de los países en desarrollo han sido más graves.

La interconexión de los mercados financieros emergentes<sup>1</sup> con las finanzas mundiales liberalizadas, no sólo aceleró la expansión de los mercados cambiarios y de obligaciones sino que también abrió el proceso de titularización de la deuda pública y la formación del mercado de obligaciones domésticas. Como viéramos en párrafos anteriores, esta nueva arquitectura de los mercados financieros internacionales responde a las necesidades e intereses de los actores dominantes; por un lado, los inversionistas institucionales: compañías de seguros, fondos de pensión, fondos de inversión; y por el otro, las haciendas públicas nacionales y las tesorerías de las grandes empresas y bancos. Todos estos inversionistas institucionales han preferido recurrir a la colocación en el mercado de títulos, que gracias a la eliminación de los costos de intermediación se ha convertido en el mercado más dinámico, dado sus altos rendimientos y menores costos.

## LIBERALIZACIÓN Y EXPANSIÓN DEL DINERO CREDITICIO

Con el derrumbe del patrón oro en 1931, el dominio de la moneda-mercancía llegó a su fin, y se crean las condiciones para la construcción de un sistema monetario más flexible basado en el dinero crediticio, que liberaría a la moneda de su “límite metálico” representado por el oro. De esta forma, la emisión de moneda tanto por parte de los gobiernos (en forma de billetes y monedas) como de los bancos comerciales (en

---

<sup>1</sup> La incorporación de nuevos mercados de capitales emergentes debe distinguirse de las antiguas plazas financieras, como Hong Kong y Singapur. Estas surgieron como una extensión de la plaza londinense en el marco de la vieja zona de la libra esterlina, y contribuyeron a la expansión e internacionalización de los mercados de eurodivisas en la fase inicial del proceso. Forman parte de la base institucional de la globalización financiera. Los mercados emergentes, en sentido estricto, son mercados financieros verdaderamente nuevos, tales como, por ejemplo, algunos países de Asia, de América Latina (México, Chile) y, seguramente muy pronto, China. En algunos casos se trata de mercados financieros que tienen varias décadas de existencia, como es la plaza de Argentina, que desde 1929 había mantenido un régimen de control estricto de los movimientos de capital y, por supuesto, sin la titularización de su deuda pública; pero que a principios de la década del ochenta es sometida a un proceso de desregulación.

su forma de chequeras que tienen como respaldo los depósitos de los ahorradores) estaría ligada, de ahora en más, a la expansión del crédito por parte del sistema bancario.

Los bancos comerciales competirán por atraer depósitos, que buscarán colocar en préstamo una vez deducidas las reservas obligatorias. Mediante estas operaciones de préstamos, los bancos creaban dinero fresco al procurar recursos a los prestatarios de esta moneda bancaria bajo la forma de depósitos nuevos. Además, los bancos centrales proveían a los bancos comerciales de moneda garantizada por sus reservas, con el propósito de satisfacer la demanda pública de moneda. Este vínculo entre la creación monetaria y la expansión del crédito transformó a la moneda en sí misma en una especie de “capital de préstamo” (Guttman, 1999: 77). Con dicha transformación –de un mercancía (el oro) a una relación de crédito (dinero bancario)–, se garantizaba una oferta de moneda elástica, capaz de satisfacer en todo momento la demanda de liquidez y de fondeo de los agentes económicos (Moore, 1994: 106).

El marco regulatorio de este sistema financiero de la posguerra, que en EE.UU. se estableció en la administración Roosevelt, permitió mantener el equilibrio entre las dos características de la moneda: bien público (dinero fiduciario) y al mismo tiempo bien privado (dinero bancario). La regulación de la moneda mediante una mercancía específica (el oro) y el juego del mercado, dejaba su lugar a una regulación controlada por el gobierno. Así, los bancos centrales podrían actuar directamente sobre la oferta monetaria modificando la cantidad de moneda en circulación, o indirectamente regulando las actividades de creación de moneda de los bancos comerciales.

Si bien el nuevo sistema monetario permitió la circulación y expansión del dinero bancario, también creó mecanismos que contrarrestaron el carácter inestable de la creación monetaria por parte de los bancos comerciales, quienes motivados por la obtención de ganancia podrían exceder dicha emisión. Estos mecanismos estaban conformados por un conjunto complejo de regulaciones que en algunos casos separaban a los bancos comerciales de otros intermediarios financieros<sup>2</sup>, impidiéndoles a los primeros el acceso a los mercados de obligaciones del país.

Los instrumentos de política monetaria, tales como las operaciones de mercado abierto o la regulación de las tasas de interés pasivas y activas

---

2 Es el caso de EE.UU., pero en otros países como Francia, Alemania y Japón esta separación no existía o era menos tajante. En estos países los bancos podían realizar actividades de corretaje, operaciones de Bolsa o de garantía de suscripciones de títulos. En varios países europeos estaba autorizado ser simultáneamente acreedor y accionista de sociedades, lo que permitió establecer una estrecha relación entre los bancos y las empresas, denominada por Hilferding como capital financiero (*finanz kapital*). Esta relación contribuyó a la formación de mercados bursátiles más pequeños, pero altamente concentrados en comparación con los mercados financieros de Estados Unidos.



sobre depósitos y préstamos, respectivamente, permitieron a las autoridades monetarias mantener las tasas de interés generalmente bajas; pero garantizando al mismo tiempo a los bancos un margen de rendimiento positivo. Y cuando los bancos se veían amenazados por la insolvencia, los bancos centrales activaban sus mecanismos de prestamista de última instancia<sup>3</sup> para evitar que las perturbaciones financieras afectaran la actividad económica.

La administración del dinero bancario por parte de las autoridades monetarias conformó un sistema bancario capaz de financiar en forma continua los gastos de los prestatarios por encima de sus propios recursos mediante inyecciones automáticas de liquidez. Esta monetización de las deudas fue uno de los pilares institucionales que sostuvieron el crecimiento acelerado del período 1950-1970 a nivel mundial, ya que permitió tanto el financiamiento del déficit presupuestal crónico del Estado de Bienestar, como el de las inversiones necesarias para la adopción de nuevas tecnologías, e incluso el consumo masivo de bienes de consumo duradero. En efecto, varios mecanismos de regulación, incluidos los controles selectivos de crédito y el crédito subvencionado (préstamos inmobiliarios, etc.), orientaron el crédito bancario hacia la expansión de la capacidad productiva de las empresas o hacia un rápido crecimiento de la capacidad de gasto de sus clientes.

Sin embargo, estos equilibrios administrados por la autoridad monetaria interna empiezan a erosionarse hacia fines de la década del sesenta, justo en el momento en que la rentabilidad de las empresas norteamericanas descendía repentinamente, en tanto que el lento crecimiento de la productividad conducía a un estancamiento de los salarios reales. Si bien esta crisis tuvo su origen en el deterioro de las condiciones de acumulación en la industria, su evolución tomó la forma de fases sucesivas de inestabilidad financiera, cada vez más intensas (Aglietta, 1979: 202; Steindl, 1979: 199).

En este contexto, desde la década del sesenta se ha venido observando un dinámico proceso de creación de moneda por parte de los bancos comerciales, que se inicia con la emisión de títulos de deuda, como los certificados de depósito que incrementan la oferta monetaria y, por tanto, la expansión del crédito por encima del monto de los depósitos controlados por los bancos centrales. En efecto, la creación de dinero bancario dificultó la función de control de los agregados monetarios por parte de la autoridad monetaria central, debido a los cambios

---

3 En el caso de los países industrializados, entre los mecanismos que les permitían a los bancos centrales actuar como prestamista de última instancia se encontraban los recursos de los seguros obligatorios que respaldan las comisiones sobre los depósitos, los fondos de urgencias; en el caso de la mayoría de los países en desarrollo, en tanto, dentro de los recursos disponibles son fundamentales los fondos de contingencia.

que generó en las estructuras de los sistemas financieros nacionales. Entre estos cambios, podemos mencionar los siguientes:

- 1 El surgimiento del mercado de eurodólares, operado por bancos que funcionaban fuera de EE.UU., expandió la captación de depósitos y oferta de préstamos en dólares, facilitando así la absorción y reciclaje de un dólar abundante a nivel mundial. Efectivamente, este mercado creó una forma de *dinero bancario* (el eurodólar) cuya emisión y circulación dentro de una red bancaria mundialmente integrada quedaba al margen del control de los bancos centrales nacionales. Al no estar sujetos a la regulación local, los depósitos y los préstamos en eurodólares ofrecían condiciones de contratación más atractivas que las que aplicaban los bancos comerciales locales, que estaban regulados. Con la diversificación del euromercado hacia otras monedas a fines de los años sesenta, este se convierte en un mercado perfecto para la especulación financiera, ya que se encontraba al margen de cualquier regulación. De tal forma que las restricciones regulatorias, como las aplicadas por los bancos centrales a los movimientos de capitales y la fijación de tasas máximas para los depósitos bancarios nacionales, no se aplicaban; y ello estimulaba la reorientación de las transacciones bancarias hacia el euromercado.
  
- 2 La eliminación de los controles sobre las tasas de interés y de las restricciones a la creación de productos financieros en EE.UU. (Wolfson, 1993: 139) a principios de década del ochenta<sup>4</sup> permitió el surgimiento de nuevos instrumentos monetarios que generaban intereses. Estas nuevas formas de dinero bancario (las cuentas NOW<sup>5</sup> y las cuentas de depósitos del mercado monetario,

---

4 Dichas restricciones estaban contempladas en la legislación sobre la reforma monetaria de Roosevelt, que incluía la *Emergency Banking Act* de 1933, la *Glass-Steagall Banking Act* de 1933, la *Securities Act* de 1933, la *Gold Reserve Act* de 1934, la *Securities Exchange Act* de 1934 y la *Banking Act* de 1935.

5 Las agencias reguladoras de EE.UU., ante la incapacidad de las instituciones de ahorro para atraer depósitos, en lugar de eliminar los topes a las tasas de interés sobre los tipos de depósitos vigentes prefirieron, en 1981, autorizar nuevos tipos de depósitos sobre los que no se establecieron topes. El más importante de estos fue la Cuenta de Depósito en el Mercado Monetario, que permitía a las instituciones de ahorro competir directamente con los fondos mutualistas del mercado de dinero. Las cuentas NOW (Ordenes Negociables de Retiro, la sigla responde a su denominación en inglés) son cuentas de ahorro, emitidas por instituciones de ahorro, que producen interés y sobre las cuales se pueden generar cheques. Hasta 1981, las cuentas NOW sólo estaban autorizadas en Nueva Inglaterra, Nueva York y Nueva Jersey. A partir de ese año, todos los estados de EE.UU. pueden emitir estas cuentas o sus equivalentes. Para una mayor profundización sobre el proceso de desregulación financiera en EE.UU., ver LeRoy y Pulsinelli R. (1992).

etc.), que combinaron el motivo transacción y el motivo inversión, generaron elasticidades en tasa de interés muy variables, que repercutieron fuertemente en el multiplicador y velocidad de la oferta monetaria; a su vez, ello dificultó el ajuste y control de los agregados monetarios locales, debido a la alta inestabilidad de las tasas de interés reales.

- 3 En consecuencia, el control monopólico de los bancos centrales sobre los sistemas de pago –esencial para ejercer su función de administración y regulación monetaria– se debilitó con la expansión del dinero bancario, al mismo tiempo que se expandía el sistema privado de pagos. Por su parte, la revolución informática y las tecnologías de la comunicación (Castells, 2001: 196) fueron aprovechadas por los grupos financieros para introducir cámaras de compensación automatizadas y transferencias electrónicas de fondos, que les permitieron ofrecer a sus clientes una gran variedad de servicios y productos para la gestión de la liquidez. El más importante de ellos fue el gigantesco *Clearinghouse Interbank Payments System* del euromercado y de otras transacciones internacionales.

La proliferación de formas de dinero bancario<sup>6</sup> y de servicios de pago que escapan a la regulación de la autoridad monetaria nacional ha consolidado la mayor presencia del dinero privado (bancario) en las transacciones mercantiles y financieras, en comparación con las funciones tradicionales del dinero público (moneda de curso legal). En consecuencia, la creación mundial de moneda no sólo escapa al control de

---

<sup>6</sup> Sus formas más corrientes, como los cajeros automáticos, las tarjetas de crédito, las transacciones bancarias efectuadas desde los domicilios a través de las redes informáticas bancarias, e incluso los sistemas de cheques electrónicos actualmente desarrollados por los “servidores”, están todas, de una u otra forma, conectadas al mecanismo de compensación de cheques administrados por los bancos centrales. Sin embargo, la introducción de la moneda cibernética (*cybercash*), que representa una nueva etapa en la evolución de la moneda electrónica, va a plantear graves problemas a las autoridades monetarias a nivel nacional e internacional; no sólo para el control de los agregados monetarios, sino también para enfrentar la evasión fiscal, el crimen organizado y los fraudes. Es evidente que la moneda electrónica fue posible gracias a los descubrimientos en el campo de los software encriptados, que garantizaban, al principio, la confidencialidad y seguridad de las transferencias monetarias efectuadas a través de la red de internet (Castells, 2001: 198); y que a medida que se expanda, provocará que el sistema de pagos se privatice aún más. Con ello, la capacidad de los bancos centrales para controlar la creación y circulación monetaria se reducirá drásticamente, debido a que es muy probable que las transacciones de tipo *cybercash* puedan ejecutarse sin efectuar transferencias de reservas entre bancos (transferencias que normalmente son administradas por el banco central). En este sentido, se está gestando una gran transformación de la moneda regulada de naturaleza fiduciaria a operaciones informáticas no reguladas (Moore, 1994: 105).

los bancos centrales, sino que además responde fundamentalmente a la obtención de ganancia tanto por parte de los bancos como de sus clientes prestamistas. En este sentido, la propia moneda se ha convertido en un objeto de innovación de productos gracias al progreso tecnológico; pero ello también constituye, en ausencia de un marco regulatorio, una fuente generadora de inestabilidad financiera.

#### LA EXPANSIÓN DEL MERCADO DE TÍTULOS GUBERNAMENTALES Y LA DEUDA PÚBLICA INTERNA

Como viéramos previamente, el equilibrio entre la creación de dinero crediticio y la emisión de dinero fiduciario durante el período 1950-1970 dependió fundamentalmente de la gestión monetaria que realizaron los bancos centrales; de tal forma que durante el rápido crecimiento que se registró a lo largo de estas dos décadas a nivel mundial, predominó el fondeo basado en el dinero crediticio. Sin embargo, durante el período inflacionario de los años setenta, el crecimiento de los créditos bancarios respondía más a la necesidad de los prestatarios por mantener sus niveles de gasto, en un ambiente de erosión y estancamiento de los ingresos que la inflación y la contracción de la actividad económica generaban. Mientras tanto, los mercados de acciones y obligaciones declinaban a causa del efecto negativo del alza en las tasas de interés nominales sobre el precio de los títulos.

Así, una década de estancamiento económico incrementó la desconfianza de los bancos para otorgar créditos a largo plazo, debido al carácter poco líquido de estos y de los riesgos asociados; esto es, riesgo sobre los precios (altas tasas de interés) y riesgo de insolvencia de las empresas.

Ante esta situación, los títulos se convirtieron en una opción más atractiva debido a su alta liquidez, y a que dependían menos de las variaciones del capital industrial. Dada la alta subvaluación de las acciones y obligaciones (como consecuencia de la alta inflación) hacia principios de la década del ochenta, estos títulos presentaban un potencial de apreciación alto, como consecuencia del proceso de desinflación estimulado por el descenso en las tasas de interés nominales. En este ambiente, no es sorprendente la rápida expansión de los mercados financieros después de 1982, que además se vieron estimulados por la reestructuración industrial mediante la vía de fusiones y adquisiciones.

A este dinamismo en el mercado de títulos debe sumarse el efecto de la revolución informática y de las tecnologías de la comunicación. Su aplicación a las actividades financieras aceleró el rompimiento de los monopolios de información de los bancos y mejoró la eficiencia de los mercados financieros en términos de volumen y velocidad de las operaciones. Además, las innovaciones tecnológicas facilitaron el acceso tanto de los prestatarios como de las empresas a los mercados

de títulos. De la misma forma, los nuevos productos –como las obligaciones de alto rendimiento y alto riesgo (*junk bonds*), la colocación de obligaciones privadas y las transacciones financieras mayoristas (*block trading*)– estimularon el interés y preferencia de las sociedades por los mercados financieros como fuente de capital. Este desplazamiento en beneficio de los títulos y en detrimento de los préstamos bancarios disminuyó la participación de los bancos en el sistema de crédito; en tanto que las instituciones financieras emisoras de títulos, como los fondos mutualistas y los fondos de pensiones, se vieron favorecidas.

En un ambiente de fuerte competencia por la obtención y colocación de fondos, los bancos optaron desde mediados de la década del noventa por sumarse a este proceso de titularización del crédito a través de algunos mecanismos. En primer lugar, realizaron inversiones masivas en títulos. Paralelamente, transformaron un importante porcentaje de sus préstamos en títulos (este fue el caso de los títulos que aseguran la liquidez de los préstamos hipotecarios), con lo que obtuvieron una doble ventaja: compartir el riesgo con otros y acelerar la rotación de sus fondos prestables<sup>7</sup>. Y luego, con la evasión de estas restricciones regulatorias, los bancos administraron de hecho tanto fondos mutualistas como fondos de pensiones, por lo que se desempeñaron como verdaderas instituciones financieras. Estas actividades generan comisiones más altas y estables que el ingreso proveniente de los intereses (tal es el caso de las transacciones bursátiles, que si bien son altamente volátiles, también son potencialmente más lucrativas).

La creciente participación de los bancos en los mercados de títulos permitió que un alto volumen de dinero “fresco” se canalizara al financiamiento de los mercados de títulos mediante la apertura de créditos bancarios renovables y de líneas de crédito a los inversionistas institucionales (fondos mutualistas, fondos de pensiones), a los corredores de Bolsa, a los bancos que garantizaban la emisión de nuevos títulos, así como a los propios emisores. Al proveer de fondos a los diferentes operadores del mercado, y al adquirir ellos mismos grandes cantidades de títulos, los bancos posibilitaron que los mercados financieros se volvieran más líquidos y, por lo tanto, más seguros.

Además, su oferta de fondos también permitió la compra de títulos financieros por endeudamiento. Con este mecanismo de apalancamiento se incrementaban las ganancias potenciales provenientes de las operaciones en títulos, al tiempo que se reducía el monto de capital

---

7 En el caso de EE.UU., donde la reglamentación impide a los bancos actuar directamente en los mercados de títulos como corredores de valores y agentes de Bolsa, encontraron mecanismos indirectos para aprovechar el auge en los mercados de títulos, financiando a los inversionistas y a los intermediarios financieros que operaban en esos mercados.

adelantado con fondos propios. Por último, los bancos comerciales han aceptado la utilización de los títulos como garantía de los préstamos para el financiamiento de la compra de títulos suplementarios, permitiendo a los inversionistas financieros efectuar transacciones de alto valor con un aporte muy bajo de capital propio.

Con la liberalización financiera, los mercados de títulos públicos se convirtieron en uno de los segmentos más dinámicos y atractivos de los mercados financieros internacionales. En efecto, dichos títulos han registrado un crecimiento extraordinario desde mediados de la década del ochenta, primero en los países industrializados, y posteriormente en las economías en desarrollo. En la actualidad, las operaciones con títulos públicos superan con mucho a las de otros segmentos del mercado financiero, con excepción del mercado cambiario.

Como vimos arriba, los persistentes déficit públicos en los países industrializados, y luego en los países en desarrollo, alimentaron la expansión del mercado primario de títulos públicos, que a su vez alimentó las operaciones en su respectivo mercado secundario, el cual presentó un crecimiento todavía más sorprendente debido al carácter altamente especulativo de las operaciones que ahí se realizan. El atractivo de los títulos públicos es evidente; son los créditos negociables menos riesgosos debido a que el Estado es la mejor garantía, porque no puede quebrar; además, estos títulos aumentan la liquidez en los mercados, al asegurar un mercado secundario permanente.

En la medida en que los déficit públicos presentaron una disminución –como consecuencia de la aplicación de reformas económicas que tenían como objetivo finanzas públicas equilibradas–, la emisión de valores gubernamentales en los países en desarrollo deja de ser una fuente de financiamiento del gasto público para convertirse en una estrategia antiinflacionaria que neutralice los efectos de los flujos de capitales externos sobre la oferta monetaria. En efecto, desde mediados de la década del noventa, el incremento de la deuda pública interna vía la colocación de títulos públicos se ha convertido en una fuente de subsidios a la acumulación de las reservas internacionales, que se refleja en el déficit público, cuyo origen es el pago de intereses por este tipo de deuda.

Así, la afluencia masiva de capitales externos ha conducido a los gobiernos de los países en desarrollo a recurrir a la colocación de valores gubernamentales como un mecanismo de regulación de la oferta monetaria, tendiente a mantener la estabilidad de precios. En este sentido, el déficit público generado por el alto endeudamiento de los gobiernos se ha constituido en la estrategia antiinflacionaria de muchas economías en desarrollo, como por ejemplo la mexicana.

## FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS Y LA DEUDA PÚBLICA INTERNA: EL MECANISMO DE ESTABILIDAD MONETARIA EN MÉXICO

La evolución reciente de la deuda pública interna del gobierno mexicano representa un claro ejemplo de esta situación. La colocación permanente de valores públicos como un mecanismo estabilizador, ante la afluencia de grandes volúmenes de capitales externos de corto plazo, ha elevado el monto de intereses pagados por concepto de deuda pública interna y, por ende, el nivel del déficit público financiero. En consecuencia, el deterioro actual de las finanzas públicas, medido por el déficit financiero del sector público, no tiene como contrapartida el incremento en el gasto e inversión públicos, que históricamente habían estimulado el crecimiento económico. Por el contrario, una alta proporción del déficit público hoy tiene su origen en el pago de los intereses de la deuda interna del gobierno, que como veremos, se explica por el hecho de que el monto de estos es casi igual al monto del déficit público.

### ALTAS TASAS DE INTERÉS Y “REPRESIÓN FINANCIERA”

Después de la crisis de la deuda externa de 1982, y como parte de la estrategia para enfrentar la misma, se inicia en México una reforma estructural basada en la concepción neoliberal-monetarista (McKinnon, 1981; 1974) que sostiene que la desregulación y liberalización económica es la condición indispensable para que las economías en desarrollo corrijan los desequilibrios que la intervención del Estado generó en su estructura productiva. En particular, se señalaba que los mecanismos institucionales de regulación y administración del sector financiero (tasas de interés controladas, encaje legal, cajones de crédito) debían ser eliminados.

Este enfoque argumentaba que las bajas tasas de interés conducían a una mala asignación de los recursos, al permitir el financiamiento de proyectos de inversión de baja rentabilidad. Asimismo, se cuestionaba el control y administración del crédito que, se aseguraba, favorecía a proyectos y empresas públicas poco competitivas, lo que racionaba el crédito para proyectos con rendimientos potencialmente más altos. Además, la administración del sistema financiero desalentaba el desarrollo del mercado de capitales y la competencia entre este y el sector bancario, inhibiendo así el crecimiento del ahorro interno y la inversión productiva. En contraparte, la liberalización financiera, al estimular la competencia y con ello la elevación de las tasas de interés, estimularía tanto el ahorro y la inversión internos como el ahorro externo, al otorgar rendimientos mayores a los internacionales.

Dado que este enfoque supone que el ahorro es una función creciente de la tasa de interés, cuanto más elevada sea esta tasa, mayor

será la disposición de los agentes económicos para renunciar al consumo inmediato. En vez, decidirán en favor del consumo futuro, cuyo nivel se elevará debido al aumento de los ingresos financieros que proporciona el ahorro presente. Así, el alza en las tasas de interés conduciría a una mejor asignación del capital, ya que los proyectos de inversión con bajos rendimientos no recibirían créditos.

Sin embargo, en el caso de México, las altas tasas de interés no generaron los efectos benéficos esperados sobre el ahorro y la inversión; por el contrario, al alza en las tasas de interés le siguió una tendencia a la baja en el ahorro y la inversión (Galindo y Guerrero, 2000: 397). Ello demuestra que el ahorro no es una función de la tasa de interés, sino del ingreso; y como el ingreso depende de la inversión, por la vía del efecto multiplicador del ahorro, este dependerá de la inversión, que es una función decreciente de la tasa de interés. Por tanto, las tasas de interés altas provocaron una caída en el nivel de ahorro e inversión internos, lo que condujo a una desaceleración en el crecimiento económico y en la generación de empleos desde mediados de 1993. En este sentido, la *represión financiera*<sup>8</sup> estaría causada más bien por el nivel elevado de las tasas de interés reales, lo que contradice la conclusión del enfoque neoliberal.

#### DESREGULACIÓN FINANCIERA: FLUJOS DE CAPITALES, TIPO DE CAMBIO Y ESTABILIDAD DE PRECIOS

En México, la desregulación del sistema bancario se inicia en 1984, con la eliminación del coeficiente de encaje legal sobre los pasivos en moneda nacional. Posteriormente se liberaron totalmente las tasas de interés, y en 1989 se inició la liberalización del mercado de valores. En su conjunto, las reformas financieras estimularon la expansión del mercado de acciones, pues el saneamiento de las finanzas públicas permitió que los recursos internos se canalizaran hacia los mercados de títulos de renta variable, provocando un efecto positivo en sus cotizaciones. Dicho crecimiento atrajo altos flujos de capitales externos que reforzaron este dinamismo. La confianza en un mercado emergente permanece si el alza en las cotizaciones conduce en el largo plazo a una acumulación productiva real (Hagger, 1993: 21; Toporowsky, 2001: 130); pero si las tasas de interés activas que se determinan en el mercado desregulado son mayores al rendimiento del capital en proyectos de bajo riesgo, y el crédito que se genera se destina al financiamiento de actividades especulativas o de alto riesgo, entonces el ingreso real, las utilidades de las empresas y el valor de mercado de

---

<sup>8</sup> Entendida como una baja disponibilidad de recursos, un alto racionamiento del crédito por parte de los bancos, que se traduce en una fuerte desintermediación bancaria.



estas crecen de manera lenta (Toporowsky, 1993: 23). En tal situación, las carteras bancarias se deterioran rápidamente debido al desajuste en el sistema de pagos, con lo que se ahuyenta a los inversionistas externos, se propicia la fuga de capitales y, finalmente, la crisis se precipita (Fernández y Oliví, 2000: 479).

Por otro lado, dados los altos volúmenes y la gran movilidad de los flujos de capitales internacionales de corto plazo, el comportamiento actual en el tipo de cambio depende más de los diferenciales de las tasas de interés de corto plazo que del déficit comercial o de los diferenciales de inflación (Mántey, 1996: 27). Así, con tipos de cambio nominal estables, los altos diferenciales de rendimiento nominal atraerán flujos de capitales. En consecuencia, la instrumentación de una política monetaria restrictiva tendiente a evitar la fuga de capitales, necesariamente conducirá a la sobrevaluación del tipo de cambio real. El efecto recesivo de las altas tasas de interés sobre la inversión productiva se agudizará por la pérdida de competitividad internacional de las exportaciones generada por la sobrevaluación del tipo de cambio real. Ambos efectos (tasas de interés altas y pérdida de competitividad de las exportaciones) conducirán a una contracción en el nivel del producto, en tanto que la sobrevaluación del tipo de cambio reducirá la tasa de inflación si la economía es altamente dependiente de las importaciones o si está sujeta a fuertes ataques cambiarios.

De esta forma, los flujos internacionales de capitales se han constituido en el principal factor determinante de los desequilibrios en balanza de pagos de los países en desarrollo. Ello ha obligado a los gobiernos de estos países a utilizar las tasas de interés internas como el principal instrumento de estabilización, para lo cual se les ha dotado de una alta flexibilidad que les permita ajustarse a las condiciones del mercado internacional.

Lo anterior explica que, en un contexto de desregulación del crédito, una política de altas tasas de interés combinada con estabilidad del tipo de cambio nominal como la aplicada en México desde 1990 se asegure un elevado flujo de capitales de corto plazo, mientras el desequilibrio externo no entorpezca el crecimiento económico. En la medida en que este desequilibrio adquiere niveles altos, el producto se contrae y la devaluación monetaria se anticipa (ver Cuadros 1 y 2), provocando que los flujos de capitales salgan en busca de otros mercados con mayor rendimiento, con lo que la crisis se hace presente (Minsky, 1984: 113).

Tal situación fue la que se presentó en diciembre de 1994, cuando el alto déficit en cuenta corriente y la fuga de capitales condujeron de manera precipitada a la devaluación. La capacidad de la autoridad monetaria para influir en los rendimientos nominales de los títulos se debilita gravemente debido a la fuerte reducción en las reservas internacionales (ver Cuadro 3).

**CUADRO 1**  
**MÉXICO: DIFERENCIALES DE TASAS DE INTERÉS NOMINALES**

Año	Tasas de Interés Nominal*			Diferenciales		Inflación México***
	México (a)	Estados Unidos (b)	Londres** (c)	México/EE. UU. (a-b)	México/Londres (a-c)	
1998	31,80	8,5	9,3	23,3	22,5	51,7
1989	34,80	8,0	8,4	26,8	26,4	19,7
1990	22,70	7,9	7,8	14,8	14,9	29,9
1991	15,20	4,5	4,5	10,7	10,7	18,8
1992	24,80	3,5	3,5	21,3	21,3	11,9
1993	13,10	3,3	3,4	9,8	9,7	8,0
1994	26,60	6,3	6,4	20,3	20,2	7,1
1995	43,40	5,6	5,8	37,8	37,6	52,0
1996	23,80	5,5	5,6	18,3	18,2	27,7
1997	17,40	5,8	6,1	11,6	11,3	15,7
1998	19,40	5,2	5,2	14,5	14,5	18,6
1999	7,80	4,9	4,9	2,7	2,7	12,3
2000	6,79	6,0	5,9	0,8	0,9	9,0
2001	2,85	5,6	5,6	-2,8	-2,8	4,4
2002	3,42	1,7	1,8	1,7	1,6	5,7

Fuente: estadísticas internacionales del FMI (2002).

\* Todas las tasas corresponden a depósitos a 3 meses.

\*\* Corresponde a los depósitos a 3 meses de los eurodólares.

\*\*\* Calculada con un INPC 1994 = 100.

CUADRO 2  
MÉXICO. INVERSIÓN EXTRANJERA

Año	Millones de dólares			Estructura Porcentual			Tasas de Crecimiento		
	Total	Directa	De Cartera	Total	Directa	De Cartera	Total	Directa	De Cartera
1988	3.880	2.880	1.000	100	74,2	25,8			
1989	3.627	3.176	451	100	87,6	12,4	-6,5	10,3	-54,9
1990	6.042	2.633	3.409	100	43,6	56,4	66,6	-17,1	655,9
1991	17.515	4.761	12.754	100	27,2	72,8	189,9	80,8	274,1
1992	22.434	4.393	18.041	100	19,6	80,4	28,1	-7,7	41,5
1993	33.208	4.389	28.819	100	13,2	86,8	48,0	-0,1	59,7
1994	19.520	10.973	8.547	100	56,2	43,8	-41,2	150,0	-70,3
1995	-188.000	9.526	-9.714	100	-5.067,0	5.167,0	-101,0	-13,2	-213,7
1996	22.754	9.185	13.569	100	40,4	59,6	-12.203,2	-3,6	-239,7
1997	17.867	12.830	5.037	100	71,8	28,2	-21,5	39,7	-62,9
1998	13.055	12.028	1.027	100	92,1	7,9	-26,9	-6,3	-79,6
1999	24.772	12.767	12.005	100	51,5	48,5	89,8	6,1	1.068,9
2000	14.183	15.318	-1.135	100	108,0	-8,0	-42,7	20,0	-109,5
2001	29.103	25.221	3.882	100	86,7	13,3	105,2	64,6	-442,0

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2003).

La crisis de diciembre de 1994 demostró que la capacidad de la economía mexicana para absorber elevados montos de recursos externos es limitada, ya que estos generaron dificultades para controlar las presiones inflacionarias, y el objetivo de crecer sobre la base de un sector exportador dinámico y diversificado se frustró. En efecto, el ingreso de altos montos de recursos externos de corto plazo obligó al gobierno a aplicar una política monetaria restrictiva para contrarrestar las presiones inflacionarias, cuya contrapartida fue el incremento de las reservas internacionales acumuladas en el Banco de México. Por otro lado, los flujos de recursos externos apreciaron el tipo de cambio real, erosionando la competitividad de las exportaciones y estimulando altos volúmenes de importaciones, de por sí elevadas debido a la apertura comercial.

CUADRO 3

## MÉXICO: INDICADORES DE EQUILIBRIO MACROECONÓMICO

Año	Reservas Internacionales <sup>(i)</sup> (a)	Déficit Público <sup>(ii)</sup> (b)	Déficit Externo <sup>(iii)</sup> (c)	Diferencial Tasa de Interés <sup>(iv)</sup> (d)	Importaciones <sup>(v)</sup> (e)	R/M (a/e)	Sub/Sobre valuación Tipo de Cambio <sup>(vi)</sup>
1988	6.588,0	-42.479	-2.375,6	23,3	28.082,0	23,5	-3,16
1989	6.859,5	-25.275	-5.821,3	26,8	34.766,0	19,7	2,47
1990	10.168,4	-19.279	-7.540,8	14,8	41.593,2	24,4	7,63
1991	17.547,0	-4.724	-14.646,7	10,7	49.966,6	35,1	18,13
1992	18.554,0	16.373	-24.438,5	21,3	62.129,4	29,9	22,27
1993	24.537,5	8.243	-23.399,2	9,8	65.366,5	37,5	29,50
1994	6.148,2	-1.735	-29.662,0	20,3	79.345,9	7,7	24,94
1995	15.741,1	-202	-1.576,7	37,8	72.453,1	21,7	-13,86
1996	17.552,6	-283	-2.330,3	18,3	89.468,8	19,6	-5,20
1997	27.950,2	-23.011	-7.448,4	11,6	109.807,8	25,5	7,32
1998	30.235,5	-47.919	-16.089,8	14,5	125.373,1	24,1	6,52
1999	30.683,0	-51.988	-14.375,1	2,7	141.974,8	21,6	15,88
2000	33.687,0	-60.500	-18.160,2	0,8	174.457,8	19,3	24,00

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2003).

I Saldos al fin del año, en millones de dólares.

II Se refiere al déficit económico, en millones de pesos. Signo (-) representa un déficit y signo (+) representa un superávit.

III Se refiere a la cuenta corriente, en millones de dólares.

IV Se refiere al diferencial entre México y EE.UU.

V En millones de dólares.

VI Signo (-) significa subvaluación, signo (+) significa sobrevaluación.

La entrada de altos volúmenes de capitales externos de corto plazo no sólo permitió al gobierno mexicano financiar el creciente déficit comercial provocado por la combinación de un tipo de cambio sobrevaluado y una alta liberalización del comercio externo, sino también afrontar el servicio de la deuda externa mediante la emisión de bonos públicos. Así, mientras permanezcan los flujos de capitales externos, el reembolso de los títulos públicos a corto plazo y los rendimientos derivados de las tasas de interés están asegurados, pues ambos dependen de las nuevas entradas de capitales externos. Si la abundancia de capitales es alta y permanente, el nivel de las reservas internacionales aumentará a pesar del incremento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que permite que los agentes crean que dichos flujos serán permanentes.

Sin embargo, la dependencia financiera aumentará también, debido a que el financiamiento del desequilibrio externo –y, por ende, la irrupción o no de la crisis– dependerá tanto de los nuevos flujos externos de capitales como de la permanencia de los anteriores. En otras palabras, la credibilidad sobre la capacidad del banco central para lograr la estabilidad del tipo de cambio y el mantenimiento de los diferenciales positivos de las tasas de interés depende de los movimientos de capitales internacionales.

Si bien la cobertura de riesgo es una solución para los inversionistas del mercado de dinero, no lo es para los que acuden a los mercados accionarios, debido a que la devaluación monetaria del tipo de cambio eleva los precios, lo que genera una contracción del ingreso real a corto plazo que afecta de manera negativa el valor de los títulos, incluso en moneda local (Galindo y Perrotini, 1996: 49).

Debido a los efectos inflacionarios y recesivos que ocasiona la devaluación monetaria en las economías en desarrollo abiertas, como la mexicana, el tipo de cambio nominal estable (tipo de cambio real sobrevaluado) se ha convertido en uno de los principales instrumentos para lograr la estabilidad de precios, a pesar de la reducción que provoca en el valor de los títulos de renta variable. En este marco, la capacidad de la banca central para influir en el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo y del tipo de cambio nominal –en tanto no se deterioren gravemente los equilibrios macroeconómicos básicos: déficit externo, déficit público, inflación, etc.– dependerá del coeficiente de reservas internacionales sobre las importaciones y de los diferenciales de tasas de interés con el exterior. El primer indicador representa el margen de maniobra de la autoridad monetaria para intervenir en el mercado cambiario y el segundo manifiesta el margen del banco central para sostener un tipo de cambio estable, pues este depende de los altos niveles de reservas internacionales, que a su vez están determinados por los flujos de capitales externos, que se verán fuertemente estimulados si el diferencial de tasas de interés es alto.

En el caso de México, el primer indicador fue del 7,7% para 1994; ello significaba que las reservas internacionales únicamente podían financiar en un porcentaje similar el total del valor de las importaciones, que habían venido creciendo a tasas muy altas. Por su parte, el diferencial de tasas de interés, que en 1993 ya había disminuido de 21,3 a 9,8 puntos, para 1994 vuelve a ubicarse en los 20 puntos, como una medida necesaria para contener la fuga de capitales (ver Cuadro 3).

Este mecanismo de estabilidad monetaria y cambiaria fuertemente limitado por la disponibilidad de flujos de capitales externos conduce a que el sistema económico se reproduzca sobre el filo de

la navaja, ya que la aparición de incertidumbre sobre el comportamiento del tipo de cambio puede provocar salidas de capitales, con lo que se debilita la credibilidad del banco central para obtener capitales en los mercados financieros internacionales (Dow, 1985: 202-203). En México, con anterioridad a la crisis cambiaria de 1994, el tipo de cambio presentaba un margen de sobrevaluación del 29,5%, y a pesar de que el monto de reservas era alto, el Banco de México fue incapaz de impedir la autorrealización de las expectativas devaluatorias de los agentes económicos.

Por otro lado, la calificación de “mercado emergente” para la economía mexicana estimuló la entrada de capitales especulativos, que obligó al gobierno a emitir valores públicos con el fin de esterilizar una alta proporción de estas divisas, evitando así efectos expansivos en la base monetaria y, por ende, presiones sobre la tasa de inflación. Pero el logro de este objetivo supone el mantenimiento de altos diferenciales de tasas de interés, con lo que se reproducen las condiciones atractivas para que sigan fluyendo los capitales externos que alimentan el círculo vicioso entre altas tasas de interés, flujos de capitales y esterilización de divisas.

Al respecto, en el Cuadro 4 se muestran dos aspectos importantes de esta problemática: por un lado, la colocación de valores gubernamentales ha venido adquiriendo mayor peso en la estructura total del ahorro financiero, en promedio 20%; por el otro, los residentes en el extranjero se convirtieron en los principales tenedores de valores gubernamentales durante el período 1992-1994. Ello indica que el gobierno mexicano ha sido uno de los tomadores de préstamos más dinámicos en los mercados internacionales, al ofrecer títulos públicos altamente atractivos para estos inversionistas.

CUADRO 4  
MÉXICO: AHORRO FINANCIERO<sup>1</sup>

Año	Total <sup>(ii)</sup>	Captación Bancaria				Valores Gubernamentales			Valores emitidos por entidades privadas	Fondo de Ahorro para el Retiro <sup>(iii)</sup>	Otros <sup>(iv)</sup>
		Total	De Bancos Residentes			Total	En poder de residentes del país	En poder de residentes del extranjero			
			Total	Banca Comercial	Banca de Desarrollo						
1990	100	62,4	100	92,6	7,4	30,4	93,4	6,6	4,0	0,0	3,2
1991	100	71,9	100	93,8	6,2	21,4	76,7	23,3	5,3	0,0	0,0
1992	100	75,3	100	91,7	8,3	18,0	39,9	60,1	5,4	1,3	0,0
1993	100	70,0	100	89,0	11,0	21,8	40,0	60,0	5,2	3,0	0,0
1994	100	70,7	100	88,6	11,4	21,1	29,6	70,4	3,9	4,0	0,0
1995	100	79,7	100	87,5	12,5	11,6	72,8	27,2	2,8	6,0	0,0
1996	100	76,9	100	86,6	13,4	12,5	80,6	19,4	3,0	7,6	0,0
1997	100	70,2	100	89,7	10,3	16,2	88,1	11,9	4,4	9,2	0,0
1998	100	68,0	100	88,9	11,1	19,4	93,0	7,0	4,4	8,2	0,0
1999	100	61,0	100	88,3	11,7	26,3	98,0	2,0	3,7	8,9	0,0
2000	100	51,3	100	86,1	13,9	30,1	98,7	1,3	4,7	9,8	4,1

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2003).

I El ahorro financiero se define como el agregado monetario M4 (billetes y monedas en poder del público).

II No incluye al sector público.

III Corresponde a los fondos de ahorro para el retiro fuera de las SIEFORES.

IV Hasta 1991 corresponde a FICORCA, a partir de 200 incluye valores emitidos por el Banco de México y por el IPAB.

## EL NUEVO PAPEL DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA

Como vimos, los altos flujos de capitales externos, que rebasaron la capacidad de absorción de la economía mexicana, no sólo han generado un creciente déficit en la cuenta corriente de las balanzas de pagos, que por lo demás no es automáticamente ajustable, sino que también se han convertido en la causa del deterioro de las finanzas públicas, al obligar al Banco de México a aplicar políticas de esterilización de divisas a través de la colocación de deuda interna en niveles mayores a las necesidades presupuestales y a tasas de interés altas (Mántey, 1998: 16).

La política de deuda pública interna en México –que históricamente había venido cumpliendo el objetivo de estimular el crecimiento económico a través del gasto público deficitario– cumple, a partir de la desregulación financiera, el papel de protección de las reservas internacionales del Banco de México, al pagar altos rendimientos por su acumulación con un claro propósito antiinflacionario, pero un alto costo fiscal para el erario público. La deuda pública interna como es-

tabilizador del sector externo y del nivel de precios vía la estabilidad del tipo de cambio nominal ha sido el principal instrumento para enfrentar los efectos de un sistema financiero internacional desregulado, que ha limitado e incluso obstaculizado la capacidad de la política fiscal para lograr el objetivo de crecimiento económico y la solvencia del sistema financiero nacional.

En el marco de las reformas estructurales que se emprendieron en México desde mediados de los años ochenta –y en particular de la estrategia de finanzas públicas sanas– el gobierno federal ha venido operando con superávit primario desde finales de ese período; sin embargo, los altos márgenes de endeudamiento público interno con propósitos de estabilización monetaria han incrementado los depósitos en el Banco de México por arriba de los depósitos netos necesarios para regulación monetaria.

En el Cuadro 5 se observa que, en 1994, los depósitos gubernamentales en Banxico representaron el 24% del total de los valores gubernamentales negociables en circulación, en tanto que los depósitos para regulación monetaria alcanzaron el 78% del total de los depósitos gubernamentales en Banxico para el mismo año. Ello explica que la acumulación de divisas internacionales para evitar la expansión de la base monetaria se acompañe de una fuerte contracción del crédito neto del Banco de México al gobierno federal.



CUADRO 5  
MÉXICO: VALORES GUBERNAMENTALES NEGOCIABLES EN CIRCULACIÓN

Año	Colocación Total de Deuda Interna del Sector Público* (a)	Millones de Pesos			Crédito de BANXICO al Gobierno Federal	Proporciones	
		Depósitos Gubernamentales en BANXICO				b/a	b/d
		Depósitos para Regulación Monetaria (b)	Otros Depósitos** (c)	Total (d) = (b+c)			
1990	161.433	0.000	3.980	3.980	4.905	0.0	0.0
1991	171.654	0.000	12.871	12.871	0.000	0.0	0.0
1992	134.755	0.000	14.871	14.871	0.000	0.0	0.0
1993	138.318	0.000	18.677	18.677	0.000	0.0	0.0
1994	228.885	54.067	15.203	69.270	0.000	23.6	78.1
1995	136.000	0.000	26.194	26.194	0.000	0.0	0.0
1996	161.572	0.000	16.124	16.124	0.000	0.0	0.0
1997	272.210	34.420	46.318	80.738	0.000	12.6	42.6
1998	353.240	19.672	63.042	82.714	0.000	5.6	23.8
1999	546.324	93.771	90.190	183.961	0.000	17.2	51.0
2000	716.846	140.930	127.439	268.369	0.000	19.7	52.5
2001	762.839	46.444	103.124	149.568	0.000	6.1	31.1

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2003).

\* Saldos corrientes, en millones de pesos.

\*\* Sólo incluye otros depósitos del gobierno federal.

El carácter oligopólico<sup>9</sup> del mercado bancario mexicano explica que los activos financieros sin riesgo, como los CETES, generalmente paguen mayores rendimientos que los depósitos bancarios a igual plazo. Ello ha permitido aplicar una política de deuda pública interna subsidiadora de la acumulación de reservas internacionales, que se ha convertido en una fuente desestabilizadora de las finanzas públicas, al generar constantes déficits económicos.

Como consecuencia de esta estructura altamente concentrada de la banca mexicana, la expansión del crédito bancario después de la des-

<sup>9</sup> En un mercado bancario competitivo, los diferenciales de tasas de interés de instrumentos financieros de ahorro a igual plazo deben reflejar el grado de riesgo de los emisores.

regulación financiera no se basó en el pago de tasas de interés pasivas competitivas; por el contrario, la desregulación de las tasas de interés les permitió a los bancos elevar el margen de intermediación mediante la reducción de las tasas de interés sobre depósitos y el incremento en las tasas activas. En efecto, con la liberalización financiera los bancos adquirieron la libertad de pagar por los depósitos tasas de interés menores a las tasas de mercado, obligando así al Banco de México a colocar un mayor volumen de valores gubernamentales para lograr el nivel de liquidez deseado.

Por otro lado, los diferenciales de tasas de interés entre los depósitos bancarios y los CETES a igual plazo han venido generando a la banca comercial ingresos extraordinarios, cuasi-rentas, por la tenencia de títulos gubernamentales. Ambos diferenciales –el generado por tasas de interés activas altas y tasas de interés pasivas bajas, y el que proviene de tasas de interés sobre CETES mayores a las tasas de interés de los depósitos bancarios– explican los altos márgenes de intermediación de la banca comercial en México (ver Cuadro 6). Este mecanismo ha ocasionado efectos negativos a la economía en su conjunto. En primer lugar, genera una fuerte carga para el presupuesto del gobierno federal, vía el pago de altos rendimientos por la colocación de valores gubernamentales, que provocan un alto déficit financiero acompañado de superávit primario y contracción de la actividad inversora en actividades productivas del Estado. Segundo, al ser más altos los rendimientos provenientes de la tenencia de valores públicos, las inversiones en estos títulos por parte de la banca comercial ha racionalizado el crédito bancario. Y tercero, se ha fomentado la especulación en los mercados secundarios de títulos públicos, desviando así el crédito hacia la tenencia de valores de corto plazo, como los *reportos*, préstamos colaterales con valores gubernamentales.

**CUADRO 6**  
**MÉXICO: DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO**

Año	Tasas de Interés Nominal*			Difencial (TICETES-TIDB)
	Tasa de Interés Interbancaria (TIIB)	Tasa de Certificados de la Tesorería (TICETES)	Tasa de Depósitos Bancarios (TIDB)	
<b>1988</b>	57,33	51,47	34,42	17,05
<b>1989</b>	70,02	40,33	33,70	6,63
<b>1990</b>	28,33	25,84	25,64	0,20
<b>1991</b>	17,81	17,33	16,97	0,36
<b>1992</b>	24,48	17,95	19,44	-1,49
<b>1993</b>	13,69	11,38	11,22	0,16
<b>1994</b>	28,02	15,24	14,91	0,33
<b>1995</b>	51,34	46,36	40,66	5,70
<b>1996</b>	29,65	26,51	26,37	0,14
<b>1997</b>	20,41	19,88	17,78	2,10
<b>1998</b>	36,60	34,35	17,93	16,42
<b>1999</b>	18,67	17,65	18,46	-0,81
<b>2000</b>	18,39	17,41	11,16	6,25
<b>2001</b>	7,96	7,53	3,20	4,33

Fuente: INEGI (2003).

\* Todas las tasas de interés corresponden a depósito a 3 meses.

Los Cuadros 7 y 8 muestran la magnitud de esta situación. Primero, las empresas privadas y los particulares y la banca comercial son los principales tenedores de valores públicos; segundo, los CETES, y posteriormente los BONDES, han sido los instrumentos más cotizados en los mercados bursátiles; y tercero, los reportos representaron en 1994 el 30% de la colocación de valores públicos.

## CUADRO 7

MÉXICO: COLOCACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA  
A TRAVÉS DE VALORES PÚBLICOS POR SECTOR DE TENEDORES

Año	Total	Estructura Porcentual						
		Empresas privadas y particulares	Sector público no bancario	Banco de México	Banca de Desarrollo	Banca Comercial	Otros Intermediarios	Reportos
1990	100	50,73	1,10	23,53	0,38	22,62	0,40	1,23
1991	100	44,19	1,52	18,53	0,47	32,30	0,54	2,44
1992	100	56,10	3,47	19,48	0,13	16,03	0,91	3,88
1993	100	84,68	3,59	3,08	0,04	1,77	0,88	5,96
1994	100	61,87	2,84	1,10	0,98	2,67	0,00	30,54
1995	100	68,72	6,59	10,29	2,12	12,29	0,00	0,00
1996	100	80,59	8,76	6,99	1,17	2,48	0,00	0,00
1997	100	78,08	14,53	0,00	0,92	6,46	0,00	0,00
1998	100	90,64	6,97	0,00	0,07	2,32	0,00	0,00
1999	100	93,64	4,96	0,00	0,49	0,91	0,00	0,00
2000	100	93,92	2,71	0,00	1,25	2,12	0,00	0,00

Fuente: INEGI (2003).

## CUADRO 8

MÉXICO: COLOCACIÓN DE DEUDA INTERNA DEL SECTOR PÚBLICO  
A TRAVÉS DE VALORES SEGÚN INSTRUMENTO

Año	Total	Estructura Porcentual				
		CETES	BONDES	AJUSTABONOS	UDIBONOS	Otros Valores*
1990	100	44,60	39,96	8,86	0,00	6,57
1991	100	42,33	33,78	22,71	0,00	1,18
1992	100	44,03	27,34	26,92	0,00	1,71
1993	100	58,87	12,32	24,36	0,00	4,45
1994	100	17,78	3,63	12,73	0,00	65,86
1995	100	35,73	33,07	29,48	0,00	1,73
1996	100	38,44	41,99	16,25	3,32	0,00
1997	100	50,63	30,04	5,86	13,47	0,00
1998	100	36,12	42,98	3,11	17,79	0,00
1999	100	23,62	61,73	0,00	14,64	0,00
2000	100	24,42	58,63	0,00	12,09	4,86

Fuente: INEGI (2003).

\* Incluye títulos que gradualmente han dejado de colocarse, como Bonos de Deuda Pública, PETROBONOS, Burós de intermediarios bancarios, PAGAFES, BORES, TESOBONOS.

El deterioro que este mecanismo antiinflacionario de la deuda pública interna ha generado en las finanzas públicas, dadas las altas tasas de interés, se refleja en el monto del déficit económico que es prácticamente igual al monto de los intereses devengados por esta deuda (ver Cuadro 9). En todo caso, dicho monto constituye una aproximación cuantitativa al concepto de cuasi-renta fiscal, de la cual una parte considerable es percibida por la banca comercial oligopólica con fuerte presencia extranjera.

Así, en México la autoridad monetaria ha seguido una política de protección a las reservas internacionales, al recurrir de manera casi permanente a la esterilización de divisas. Cuando el Banco de México decide elevar la tasa de interés, el gobierno federal coloca mayores volúmenes de deuda interna a tasas de interés elevadas. Dado que el gobierno federal ha logrado montos elevados de superávit primarios desde principios de la década del noventa, esta política de endeudamiento interno con fines antiinflacionarios provocó que los depósitos en el banco central se ubicaran por encima de los depósitos netos necesarios para la regulación monetaria. El consiguiente incremento en la deuda pública interna no tiene como destino el financiamiento de un déficit público generado por un incremento en la inversión o gasto del sector público (como históricamente había sido), sino el subsidio a los elevados niveles de acumulación de las reservas internacionales. En otras palabras, el gobierno federal cumple la función de “prestatario de última instancia” (Mántey, 1998: 17), al endeudarse mediante la emisión de valores gubernamentales (con el propósito de mantener estable la base monetaria) y cubrir los altos rendimientos a los tenedores nacionales y extranjeros de dichos títulos.

CUADRO 9

MÉXICO: BALANCE DEL SECTOR PÚBLICO (EN MILLONES DE PESOS)

Año	Déficit/ Superávit Primario	Pago de Intereses			Déficit/Superávit Económico**
		Total	Internos	Externos	
1981	-510	287	165	122	-797
1982	-743	781	463	318	-1.524
1983	699	2.155	1.347	808	-1.456
1984	1.345	3.452	2.290	1.162	-2.107
1985	1.534	5.343	3.637	1.707	-3.809
1986	1.169	12.974	9.541	3.433	-11.805
1987	8.808	37.869	29.583	8.286	-29.061
1988	22.873	65.352	51.456	13.896	-42.479
1989	38.417	63.693	47.042	16.650	-25.275
1990	52.965	68.405	50.906	17.499	19.279
1991	45.564	48.609	30.016	18.594	-4.724
1992	58.159	41.211	24.801	16.410	16.373
1993	42.003	33.598	18.751	14.848	8.243
1994	29.458	33.191	16.392	16.800	-1.735
1995	85.803	85.090	48.752	36.337	-201
1996	109.563	110.806	58.421	52.384	283
1997	111.434*	130.592	80.434	49.566	-23.011
1998	65.667	111.750	nd	nd	-47.919
1999	115.110	164.933	nd	nd	-51.988
2000	143.439	202.875	nd	nd	-60.500

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2003).

\* A partir de 1997 considera los ingresos extraordinarios provenientes de la venta de empresas públicas.

\*\* El balance económico incluye el pago de intereses.

La protección subsidiada a las reservas del banco central con el propósito de asegurar la estabilidad del tipo de cambio nominal y, por ende, la estabilidad de precios, ha comprometido a tal grado a la política fiscal que hoy el déficit público no responde a las necesidades de expansión de la inversión pública, sino al pago de los intereses de la deuda pública interna. Sin embargo, la acumulación de reservas internacionales y las operaciones de esterilización tienen límites claros, que son el crecimiento del producto y del empleo, y la misma estabilidad del sistema financiero.

De hecho, la mejora en el déficit primario que se presenta desde 1989, a excepción de 1994-1997 y 1998-1999, se explica por el endurecimiento de la política fiscal y monetaria, que provocó la caída de la actividad económica; en tanto que el agravamiento del déficit financiero entre 1992-1993 fue resultado del desaceleramiento del crecimiento económico, que generó tanto una caída en el empleo como una disminución en los ingresos tributarios. En este contexto, la crisis de diciembre de 1994 dejó en claro que las altas tasas de interés constituyen un elemento altamente recesivo y de agravamiento del déficit público.

La tendencia declinante en el crecimiento económico presente desde 1993 se vuelve insuficiente para hacer frente al servicio de la deuda pública interna, ya que las tasas de interés se mantienen en niveles más altos que el crecimiento del producto. Del tal forma, el crecimiento del déficit financiero es más rápido que el del PIB, lo que explica el aumento en las razones déficit público/PIB y deuda pública interna/PIB. En consecuencia, “circulo vicioso de altas tasas de interés-deuda pública interna-altos montos de intereses-agravamiento del déficit público financiero-recesión económica”, es el resultado de las políticas de desregulación y liberalización del sistema financiero mexicano.

Esta política de subsidios a la acumulación de reservas internacionales del Banco de México con fines de estabilización monetaria no sólo limitó el grado de maniobra de la política fiscal para el logro de sus objetivos de crecimiento del producto y el empleo, sino que también se ha convertido en una fuente generadora de una cuasi-renta fiscal que presiona sobre el déficit público.

## A MANERA DE CONCLUSIÓN

Las políticas de liberalización financiera, en combinación con la elevada liquidez internacional, han convertido a la colocación de títulos del gobierno mexicano en el segmento más atractivo y dinámico del mercado financiero internacional. La función de estabilización monetaria que el gobierno federal le asignó a la deuda pública interna, lo obligó a recurrir de manera permanente a la colocación de valores públicos. De ahí que, a pesar de los superávits primarios, el déficit financiero persista, e incluso se incremente. En este sentido, podemos decir que el déficit financiero del gobierno mexicano se ha constituido en una de las fuentes que inyecta dinamismo al mercado primario internacional de títulos públicos, sin olvidar que el crecimiento del mercado secundario ha sido todavía mayor, debido al carácter altamente especulativo que se desprende de su gran liquidez.

La evolución reciente de la economía mexicana es un claro ejemplo de los efectos generados por las finanzas internacionales liberalizadas; en particular, el déficit financiero que se acompaña de una fuerte

contracción del gasto público en inversión productiva, está en la base del deterioro de las finanzas públicas en México. La estabilidad de precios, sostenida por este déficit, se da en un contexto de recesión con agudo desempleo de los factores productivos.

La recurrencia del gobierno mexicano a la colocación de valores públicos con fines antiinflacionarios no sólo ha estimulado la expansión y el carácter altamente especulativo de los mercados internacionales de títulos públicos, sino que –más grave aún– se ha convertido en una verdadera espada de Damocles sobre las finanzas públicas, al entramparse en el “triángulo de incompatibilidad”, según el cual no se puede tener simultáneamente estabilidad de la moneda, movilidad de los capitales y autonomía de la política monetaria. Desde el momento en que se emprendió la liberalización del sistema financiero, el gobierno se comprometió a garantizar la estabilidad monetaria y a asegurar la libre circulación de los capitales internacionales; por ende, no existía margen para la independencia de la política monetaria. Así, la autonomía monetaria quedaba fuertemente limitada por los movimientos de capitales internacionales, que buscan altos rendimientos netos.

La combinación de tasas de interés flexibles con tipos de cambio nominal estables, que tienen como objetivo mantener la estabilidad en los precios, provoca una reevaluación del tipo de cambio real que conduce necesariamente a un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, generando de manera recurrente riesgos cambiarios y devaluaciones. Por otro lado, dado el papel central que se le ha asignado a la estabilidad cambiaria, el gobierno debe asumir la responsabilidad de mantener la paridad del tipo de cambio nominal a través de la creciente colocación de valores públicos que incrementan la tasa de interés y, por tanto, desaceleran la actividad económica.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aglietta, Michel 1979 *Regulación y crisis del capitalismo* (México: Siglo XXI).
- Castells, Manuel 2001 *La era de la información*, Vol. I (México: Siglo XXI).
- Dow, J. C. R. 1985 “Proceso financiero e incertidumbre, y consecuencias para el poder del banco central” en Bendesky, L. (comp.) *El papel de la banca central en la actualidad* (México: CEMLA/Banco de España).
- Fernández, Muro C. y Olivé I., A. 2000 “Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes” en *Comercio Exterior* (México) Vol. 450, N° 6, junio.
- Galindo, P. Luis Miguel y Guerrero, Carlos 2000 “El impacto de la liberalización financiera sobre el ahorro privado en México, 1980-1998” en Mántey, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí (comp.)



- De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático* (México: ENEP/Acatlán/UNAM).
- Galindo, P. Luis Miguel y Perrotini, Ignacio 1996 “El mercado de futuros del tipo de cambio en México, 1978-1985” en *Comercio Exterior* (México), enero.
- Guttman, Robert 1999 “La mutaciones del capital financiero” en Chesnais, François (comp.) *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío* (Buenos Aires: Losada).
- Hagger, E. 1993 “Emerging markets: from freight to despair” in *Euromoney*, July.
- INEGI 2003 *Anuario estadístico de los Estados Unidos Mexicanos*, marzo.
- LeRoy, Miller R. y Pulsinelli R., W. 1992 *Moneda y banca* (Colombia: Mc Graw Hill).
- Mántey, de Anguiano G. 1996 “Riesgo sistémico en el mercado bursátil mexicano y su efecto en la inversión real” en *Comercio Exterior* (México) Vol. 46, N° 1, enero.
- Mántey, de Anguiano G. 1998 “Desregulación financiera y protección fiscal al Banco Central” en *Economía Informa* (México: Facultad de Economía-UNAM).
- McKinnon, R. I. 1981 (1964) “Foreign exchange constraints in economic development and efficient aid allocation” in Bhagwati, J. (ed.) *International Trade: Selected Readings* (Cambridge: The MIT Press).
- McKinnon, R. I. 1974 *Dinero y capital en el desarrollo económico* (México: CEMLA).
- Minsky, Hyman P. 1984 *Can “IT” happen again?. Essays on instability and finance* (New York: M. E. Sharpe, Armonk).
- Moore, Basil 1994 “Diferencias entre el dinero mercancía, el de curso legal y el crediticio” en *Investigación Económica* (México: Facultad de Economía-UNAM).
- Plihon, Dominique 1999 “Desequilibrios mundiales e inestabilidad financiera: la responsabilidad de las políticas liberales” en Chesnais, François (comp.) *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío* (Buenos Aires: Losada).
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público 2003 *Síntesis Estadística y Económica* (México) febrero.
- Steindl, Josef 1979 *Madurez y estancamiento en el capitalismo norteamericano* (México: Siglo XXI).
- Toporowsky, J. 1993 *Economics of Financial Markets and the 1987 Crash* (Cheltenham, UK / Northampton, US: Edward Elgar).
- Toporowsky, J. 2001 “Financial derivatives, liquidity preference, competition and financial inflation” in Arestis, P. and Sawyer,

Malcolm (eds.) *Money, finance and capitalist development* (Cheltenham, UK / Northampton, US: Edward Elgar).

Toporowsky, J. 2002 “Una teoría kaleckiana sobre la dinámica perversa de los tipos de cambio” en Mántey, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí (comps.) *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo* (México: Miguel Angel Porrúa-ENEP-Acatlán/UNAM).

Wolfson, H. Martin 1993 “The evolution of the financial system and the possibilities for reforms” in Dymski, Gary A.; Epstein, Gerald and Pollin, Robert (eds.) *Transforming the U.S. financial system. Equity and efficiency for the 21 Century* (New York: M. E. Sharpe, Armonk).

ARTURO HUERTA G.\*

## LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL Y LA PÉRDIDA DE MANEJO SOBERANO DE POLÍTICA ECONÓMICA

### INTRODUCCIÓN

El presente artículo analiza en qué medida la autonomía del Banco Central obedece a los intereses del capital financiero internacional de asegurar la estabilidad monetaria, llevando al país a no tener manejo soberano de política económica para el crecimiento. Se consigue la reducción de la inflación a costa de atentar sobre las condiciones de liquidez necesarias para la realización de la producción y la solvencia requerida para el buen funcionamiento de la esfera productiva y del sector bancario, terminando este por restringir la disponibilidad crediticia, además de acentuar las presiones financieras sobre el sector público. Todo ello evidencia el carácter no neutral de la política monetaria. A pesar de la baja de la inflación, no se reduce la tasa de interés debido al contexto de incertidumbre derivado de las consecuencias de la política de esta-

\* Profesor del Posgrado de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Doctor en Economía, ha realizado estadias de investigación en la Universidad de Berkeley, en la Universidad de Campinas, en la Universidad de Cambridge. Obtuvo el Premio Anual de Economía Banamex por su tesis de licenciatura en 1974, el Premio de Investigación Económica Maestro Jesús Silva Herzog en 1985, y el Premio Universidad Nacional en el Área de Investigación de Ciencias Económicas y Administrativas en 1994. Autor de once libros, y más de cien artículos publicados en libros colectivos y revistas especializadas. Es miembro del Sistema Nacional de Investigadores.

bilización predominante, generándose un contexto de estancamiento y de alta vulnerabilidad, con alto costo económico, político y social, que terminará haciendo insustentable la autonomía del Banco Central y la política económica que la acompaña.

## EL PORQUÉ DE LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL

El enfoque convencional adjudica la inflación –entre otras cosas– a la subordinación del Banco Central y la política monetaria al financiamiento deficitario de los gobiernos.

Los defensores de la autonomía del Banco Central señalan que “la inestabilidad política es probable a estar asociada con alta inflación y la falta de un Banco Central independiente” (Mas, 1995: 1641). De ahí que los organismos financieros internacionales, tales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), recomienden la autonomía de los bancos centrales, a fin de evitar el manejo discrecional de la política monetaria que comúnmente prevalece cuando dicha institución emisora depende de los gobiernos. En nuestro caso, como en la mayoría de los países de América Latina, se ha procedido a otorgar dicha autonomía a fin de generar expectativas de estabilidad monetaria y ganar confianza frente a los inversionistas nacionales y extranjeros, en el sentido de evidenciar el propósito gubernamental de instrumentar políticas apropiadas que garanticen la disciplina necesaria para evitar prácticas monetarias que puedan desestabilizar la moneda y afectar al capital financiero.

El objetivo único a perseguir por parte del Banco Central autónomo es la reducción de la inflación. Se confiere el manejo de la política monetaria y cambiaría a funcionarios que se subordinen a dicho objetivo y que, por lo tanto, no respondan a las demandas nacionales llamadas populares que los puedan aislar del cumplimiento del objetivo trazado. De tal forma, dicha institución sigue los mandatos de la estabilidad deseada por el capital financiero internacional, y deja de responder a los reclamos de la mayoría de los sectores nacionales. De ahí que el consejo directivo de dichas instituciones no tenga representantes de la sociedad –no de elección popular, sino gente que comparte el mismo ideal e interés del capital financiero internacional– y que no responda a los reclamos de crecimiento económico y de empleo exigidos por los nacionales.

El capital financiero internacional le ha quitado al gobierno el control del Banco Central, y por lo tanto el poder soberano de emisión monetaria, para evitar presiones inflacionarias que pudiesen trastocar la valorización de su capital. Las reglas monetarias internas y las políticas del Banco Central autónomo son sujetas a las que establece el FMI para los países en desarrollo, ya que los bancos centrales de los países desarrollados tienen un comportamiento diferente.

## EL OBJETIVO DE CRECIMIENTO ECONÓMICO ES RELEGADO POR LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL

Al otorgarle autonomía al Banco Central, el capital financiero internacional le ha quitado al gobierno su control, y por lo tanto el poder soberano de emisión monetaria para evitar presiones inflacionarias que pudiesen trastocar la valorización de su capital. Las reglas monetarias internas y las políticas del Banco Central con el único objetivo de reducir la inflación hacen que se resigne la política económica para el crecimiento, ya que se obliga a subordinar la política cambiaria y fiscal a tal objetivo.

De ahí que se conjugue la política monetaria restrictiva con igual desempeño de la política fiscal, tanto para contraer la demanda y evitar presiones sobre precios y sobre importaciones, o para reducir la demanda por divisas, como para estimular su ingreso, mediante las altas tasas de interés, o por la seguridad de la estabilización monetaria que ellos exigen y a través de la privatización y extranjerización de empresas nacionales, para así incrementar la oferta de divisas y asegurar la estabilidad cambiaria y la reducción de la inflación.

El Banco Central autónomo deja de llevar adelante las tareas tradicionales que todo Banco Central tenía, de financiamiento al gobierno y de asegurar la liquidez y solvencia necesarias para el buen desempeño de la economía y del sector bancario nacional, por lo que deja de haber política fiscal y crediticia a favor del crecimiento.

El contexto de economía abierta, de alta vulnerabilidad, conjuntamente con los requerimientos crecientes de entrada de capitales para financiar el déficit del sector externo, obliga al Banco Central a privilegiar políticas monetarias restrictivas y la consecuente alta tasa de interés, a fin de frenar la demanda y evitar presiones sobre el sector externo y el tipo de cambio.

Se establece una alta tasa de interés a favor de la demanda por moneda nacional y activos financieros nacionales y entrada de capitales para disminuir la inflación. Ello actúa contra el sector productivo. Davidson, citando a Keynes, nos dice que “si las naciones permiten libre movimiento de fondos a través de las fronteras nacionales, entonces ‘la autoridad no tendría control directo sobre la tasa de interés interna o para incentivar la inversión interna, y las medidas para incrementar la balanza de comercio favorable son [...] los únicos medios directos a su disposición para incrementar la inversión externa’ (Keynes, 1964: 336)” (Davidson, 2002: 476).

## CONSECUENCIAS DE LA POLÍTICA MONETARIA RESTRICTIVA

El alza de la tasa de interés, por un lado aumenta el costo de financiamiento y de la deuda y disminuye la inversión, y por otro contribuye a la apreciación cambiaria al estimular la entrada de capitales, por lo que las empresas nacionales quedan en el peor de los mundos posibles.

Resultan perjudicadas por los mayores costos financieros, por la restricción de la demanda y por la pérdida de competitividad frente a las importaciones, por lo que ven disminuida su posición en el mercado así como sus ganancias, lo cual reduce su capacidad de pago e inversión.

Asimismo, la política monetaria restrictiva termina presionando sobre el déficit fiscal, tanto por el aumento de la carga del servicio de la deuda como porque disminuye los ingresos públicos al restringir la actividad económica. Al crecer la tasa de interés más que la actividad económica y que el ingreso del sector público, se incrementa la relación de endeudamiento así como la carga del servicio del mismo, lo que condena al gobierno a restringir sus gastos (que a su vez contrae la actividad económica), a aumentar las concesiones de servicios públicos en favor del sector privado, y a vender activos para pagar pasivos y así disminuir el déficit fiscal.

Las presiones que las altas tasas de interés generan sobre las finanzas públicas, como sobre los mayores costos financieros de las empresas, terminan aumentando los precios, con lo que aumenta la oferta monetaria. Si las autoridades monetarias no acompañan dicho proceso, se generan problemas de iliquidez e insolvencia que desestabilizan al sector bancario y/o descapitalizan a los deudores nacionales.

Los países del Sudeste asiático no han cedido tanto terreno como América Latina al capital financiero en sus demandas de autonomía del Banco Central, lo que les permite mayor margen de libertad para el manejo de su política económica a diferencia de lo que sucede en nuestra región. Al respecto nos dice Ignacio Mas que “la tendencia creciente de la independencia de los bancos centrales en América Latina está ocurriendo con la liberalización de los mercados financieros, en cambio en Asia, donde los mercados financieros están siendo liberalizados más lentamente, los bancos centrales permanecen bajo la esfera de influencia del gobierno” (Mas, 1995: 1642).

## LA REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN NO ES A FAVOR DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO, SINO DE QUIEN CONTROLA LA MONEDA

Las autoridades monetarias mexicanas han reiterado que la mejor contribución al crecimiento de la economía es una inflación baja y, sobre todo, estable. Sin embargo, la reducción de la inflación no se ha traducido en crecimiento económico. El Banco Central autónomo, más que buscar el crecimiento con baja inflación, pretende garantizar las condiciones de rentabilidad al capital financiero internacional ubicado en el país, pues este pierde con la inflación y, más que nada, con la devaluación de la moneda en la que están sus inversiones. La autoridad monetaria está a favor de la reducción de la inflación, debido a que esta actúa contra la

aceptabilidad de la moneda nacional, disminuye el valor de los activos financieros y las obligaciones y afecta al capital financiero.

De ahí que la política monetaria se dirija a mantener el valor de la moneda y proteger el patrimonio de aquellos que la controlan. Para ello tiene que reducir la inflación y evitar presiones sobre el tipo de cambio, debido a que ello afecta la rentabilidad del que posee la moneda. La reducción de la inflación está asociada a la estabilidad nominal del tipo de cambio (dado el alto coeficiente importado y el alto endeudamiento externo), lo cual abarata las importaciones y el costo del servicio de la deuda externa, por lo que el Banco Central orienta su política monetaria a asegurar dicha estabilidad. En tal dirección se explica la política monetaria restrictiva (tasa de interés alta en relación con la inflación y la tasa internacional) que contrae la demanda y la actividad económica para reducir las presiones sobre los precios y los requerimientos de importaciones y divisas. Se pretende evitar que el diferencial de precios internos versus externos se dispare, al igual que el déficit de comercio exterior, debido a que ello presionaría sobre la paridad cambiaria.

De tal forma, el Banco Central no logra el objetivo de reducción de la inflación a partir de un crecimiento económico e incremento de la productividad y superávit de comercio exterior que permitan estabilizar el tipo de cambio. Por el contrario, procede a reducir la inflación a través del alza de la tasa de interés, tanto para contraer la demanda y la actividad económica y las presiones que estas ejercen sobre los precios, como para promover una entrada suficiente de capitales y el intercambio de moneda extranjera por moneda nacional para financiar el déficit de cuenta corriente, e incrementar las reservas internacionales para apoyar la estabilidad del tipo de cambio, abaratar importaciones y reducir la inflación. Steindl nos dice que el hecho de que “la tasa de interés es determinada por la política monetaria y su relación con la ganancia (o más probablemente, con el crecimiento) se apoya sólo en una política de frenar las oscilaciones a través de la política monetaria restrictiva” (Steindl, 1990: 152). En el mismo sentido, Moore señala que “los límites más altos y más bajos de este rango son colocados por el tamaño y la apertura de la economía y por el régimen de tipo de cambio en uso” (Moore, 1989: 27).

El tipo de cambio estable –que termina apreciando a la moneda nacional– reduce la inflación a cambio de presionar el déficit de comercio exterior y disminuir las ganancias de las empresas nacionales, por lo que actúa en detrimento de la dinámica económica, lo cual reduce la demanda por dinero y termina por menguar el crecimiento de la oferta monetaria.

Más adelante, en el Cuadro 1, podremos observar cómo la reducción de la inflación va acompañada de bajas ganancias en la esfera productiva (sector manufacturero), que pasan a crecer por debajo de la tasa de interés y, por lo tanto, del costo de la deuda.

Nos dicen Arestis y Sawyer que “el impacto de los cambios de la oferta monetaria dependerá de los cambios en los precios relativos” (Arestis y Sawyer, 2002: 7). Sin embargo, ello sólo tiene efectos de corto plazo, pues una vez que el déficit de comercio exterior se incrementa y no se logra la entrada de capitales suficiente para financiarlo, el tipo de cambio termina por devaluarse, lo que incrementa los precios y, en consecuencia, presiona sobre la oferta monetaria.

Cuando los flujos de capital y el intercambio de divisas por moneda nacional no son suficientes para generar confianza en la estabilidad del tipo de cambio, la política monetaria y fiscal restrictiva es dominante a fin de evitar presiones sobre los precios y el sector externo.

### EL DINERO ES RESTRINGIDO A TRAVÉS DE LA CONTRACCIÓN ECONÓMICA

El Banco Central autónomo insiste en aplicar una política monetaria restrictiva para reducir la inflación. Ellos parten de la posición teórica de que la oferta monetaria es inflacionaria. Ante el postulado teórico de que los precios están determinados por la oferta monetaria, las autoridades monetarias tratan de restringir el crecimiento de esta, para así disminuir la inflación. El Banco Central no puede actuar sobre la oferta monetaria, actúa sólo sobre la tasa de interés, y al incrementarla restringe la inversión, la actividad económica y la demanda, para así disminuir las presiones que esta ejerce sobre los precios.

La alta tasa de interés siempre acompaña a la política fiscal restrictiva para reducir la actividad económica, la inflación y la demanda por dinero, para disminuir las presiones sobre la oferta monetaria. De tal forma, a través del alza de la tasa de interés, el Banco Central puede reducir en forma indirecta el crecimiento de la oferta monetaria, ya que al frenar la actividad económica evita presiones sobre los precios. Wray dice que “cualquier impacto de la política monetaria sobre la cantidad de dinero es muy indirecto y opera primariamente a través de los efectos de la tasa de interés” (Wray, 2001).

El comportamiento de la oferta monetaria está en función de las transacciones comerciales y financieras y del alza de los precios. El aumento de la oferta monetaria no causa inflación. Sin embargo, como dice Wray, ello depende de “quién recibirá el dinero y dónde este será gastado” (Wray, 1990: 6). Si el dinero es recibido por especuladores, las presiones sobre el tipo de cambio aumentarán. Por el contrario, si el dinero se canaliza a la inversión en el proceso productivo, la oferta de bienes se incrementará y no habrá presiones sobre los precios.

El aumento de la oferta monetaria es residual, depende de la actividad económica. Es decir, la primera se adecua a las necesidades de la segunda. De ahí que para restringir la oferta monetaria, las auto-



ridades hacendarias y monetarias prioricen políticas restrictivas para contraer la actividad económica. El gobierno trata de trabajar con disciplina fiscal para evitar presiones inflacionarias que le permitan controlar la expansión monetaria.

La relación entre oferta monetaria y precios se da de los precios hacia la oferta monetaria. Por lo que la única forma en que la política monetaria puede controlar la oferta monetaria es a través de reducir el crecimiento económico, y por ende los requerimientos monetarios y el crecimiento de la oferta monetaria.

La oferta monetaria y crediticia está asociada con el gasto. Wray nos dice que “cuando el gasto deseado está cayendo, la oferta de créditos y de aquí la moneda ofrecida por los bancos será contraída” (Wray, 2002). El gobierno trata de controlar los precios y la oferta monetaria a través de la disminución del gasto público. El autor antes citado afirma que “la política fiscal tiene que ver con la regulación de la cantidad de dinero” (Wray, 1990: 7). Cuando el gobierno disminuye sus compras de bienes y servicios, la tasa de liquidez privada disminuye, debido a que los activos y servicios privados no fueron vendidos (es decir, no fueron reemplazados por dinero). En tal caso, se necesita menos dinero para las transacciones comerciales.

Es a través de disminuir el gasto y de la creación de dinero público (lo cual reduce las reservas del sistema bancario) que la oferta monetaria es controlada por el gobierno. Wray sostiene que “el gobierno controla exógenamente la oferta monetaria a través de su oferta de dinero creado por él (*fiat money*) para ser sostenido como reservas en el sistema bancario” (Wray, 2001; 2002).

Tal posición se contrapone a la de la escuela monetarista, que señala que es el aumento de la oferta monetaria lo que causa la inflación. Arestis y Sawyer nos dicen que para la escuela neoclásica, “el stock de dinero es visto para ajustar el nivel de precios. La dirección de causalidad entre stock de dinero y precios es invertida” (Arestis y Sawyer, 2002: 2). Asimismo, los autores mencionan que “el dinero es generado en el proceso inflacionario a través del incremento de costos y precios que llevan a requerimientos de préstamos para financiar el mayor gasto y producción nominal. La tasa de inflación influencia la tasa de crecimiento del stock de dinero, pero el crecimiento en el stock de dinero en ningún sentido causa inflación” (Arestis y Sawyer, 2002).

Con la política de los llamados “cortos” el Banco Central oferta menos liquidez que la que demanda la actividad económica, con lo cual mantiene tasas de interés relativamente altas. Ello contribuye a la generación de problemas de liquidez e insolvencia que restringen la disponibilidad crediticia. Los bancos responden exigiendo más colaterales, por lo que se restringe la demanda y la oferta crediticia debido al riesgo del deudor y del acreedor. El crecimiento económico es restringido y las

presiones sobre los precios y la oferta monetaria disminuyen. Si la tasa de crecimiento del dinero es restringida, el proceso de acumulación es limitado. De esta forma, la política monetaria restrictiva actúa contra el crecimiento económico, debido a que impide la acumulación. Wray señala que “la acumulación [...] toma la forma de expansión de dinero [...] debido a que la acumulación y el crecimiento de la oferta monetaria están íntimamente vinculados, el crecimiento del dinero no puede ser restringido sin frenar la acumulación” (Wray, 1996: 125).

La política monetaria busca reducir la inflación a costa de restringir la actividad económica, así como los ingresos de las empresas y trabajadores, y de aumentar los problemas de sobre-endeudamiento, que terminan por limitar el crédito a la esfera productiva, evidenciando el *trade off* entre reducción de la inflación y el alto costo social, así como de descapitalización y contracción de la dinámica de la esfera productiva que origina.

Ante los problemas de insolvencia generados, el gobierno tiene que apoyar al sistema bancario, por lo que le transfiere recursos. Ello implica más deuda pública y presiones sobre el presupuesto fiscal, que finalmente presiona sobre la oferta monetaria. Dichas presiones sobre la oferta monetaria pasan a ser permanentes, a pesar de que el Banco Central desea disminuir su crecimiento.

Las autoridades monetarias de nuestro país son incapaces de reducir la inflación sin afectar la generación de empleo. No pueden compatibilizar los objetivos de baja inflación con crecimiento económico, y mucho menos con crecimiento de empleo ni con mejores condiciones de solvencia que se traduzcan en mayor disponibilidad crediticia hacia la esfera productiva. Nos dice Levy que “un Banco Central independiente no es capaz de disminuir el desempleo o influenciar aspectos importantes de la economía o la sociedad” (Levy, 1995-96: 190).

## LA IMPORTANCIA DEL DINERO EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Para que la producción pueda realizar más dinero en relación con el dinero invertido en su producción, es necesario que exista más demanda y cantidad de dinero.

El dinero es crucial para tener política económica de crecimiento. Con el afán de las autoridades monetarias de evitar el crecimiento de la oferta monetaria, deja de haber política fiscal expansionista, por lo que la demanda agregada y el empleo no pueden crecer.

La política monetaria y fiscal restrictiva no genera suficiente demanda agregada ni oferta monetaria para realizar más ganancias. Wray, refiriéndose a Keynes y Marx, expresa que “su teoría monetaria de la producción requiere no sólo que el proceso productivo empiece y termine con dinero, sino que la cantidad de dinero al final del proceso (D') exceda la cantidad con que inició (D)” (Wray, 1993: 554).

No estamos en una economía de trueque. El cambio de mercancías es en dinero. Por lo que si el dinero trata de ser controlado por parte del Banco Central, la producción, la inversión y el consumo también son controlados. El dinero actúa como medio de cambio, por lo que el “nivel de producción es dependiente de la magnitud de una variable monetaria” (Kenway, 1983: 151).

Sin suficiente dinero, el proceso productivo es frenado debido a que cierta cantidad de producción no puede ser cambiada por dinero. Las ganancias no pueden ser realizadas y la economía comienza a experimentar dificultades. Kenway citando a Marx afirma que “en la producción de mercancías, para la conversión del producto en dinero, la venta es condición *sine qua non*. La producción directa para necesidades personales no toma lugar. La crisis resulta de la imposibilidad de vender” (Kenway, 1983: 154). Siguiendo a Marx, añade que “la posibilidad de crisis por lo tanto subyace en la separación de la venta de la compra” (Kenway, 1983: 155).

Si las empresas no pueden vender su producción, no podrán pagar su deuda y se genera un problema de insolvencia. Si no venden lo que producen, no pueden realizar sus ganancias ni continuar su proceso productivo. Refiriéndose a Marx nuevamente, Kenway sostiene que “una persona puede vender para pagar y que estas ventas forzadas juegan un rol importante en las crisis. El objetivo inmediato del capitalista de vender es cambiar su mercancía, o mejor dicho su capital mercancía, regresarle a capital dinero y por lo tanto realizar su ganancia. [...] cada uno vende primero que todo para vender, esto es para transformar mercancías en dinero” (Kenway, 1983: 158). Para Marx, –nos dice Kenway– “sin embargo, el dinero está tanto al comienzo como al final del ciclo de producción. En la producción capitalista, el dinero es indispensable al ciclo. El ciclo no es completado hasta que la fase de la venta sea realizada y no puede el ciclo empezar de nuevo hasta que el ciclo previo sea completado y el capital regrese a su forma monetaria” (Kenway, 1983: 159).

## EL BANCO CENTRAL AUTÓNOMO NO CUMPLE LA FUNCIÓN DE PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA

Para crecer y evitar problemas de insolvencia, la economía necesita que la oferta monetaria pueda crecer más rápido que la tasa de interés. Wray señala que “a nivel macro, la acumulación y la reposición de los fondos revolventes requiere que la oferta monetaria crezca más rápido que el aumento de la tasa de interés” (Wray, 1993: 554). Sin embargo, en el proceso de liberalización financiera, el Banco Central no puede actuar como prestamista de última instancia y la oferta monetaria no puede crecer más rápido que la tasa de interés (pues esta disminuiría) para generar un contexto donde la economía pudiese tener suficiente liquidez para cumplir sus obligaciones

financieras y para el crecimiento económico. Dicho comportamiento se debe a que en la concepción teórica de las autoridades monetarias, el Banco Central no puede actuar como prestamista de última instancia, porque ello implicaría aumentar el circulante y la actividad económica. Como dijéramos, esto presionaría sobre los precios, sobre el sector externo, así como sobre las reservas internacionales y el tipo de cambio, situación que se quiere evitar debido a que desvaloriza al capital financiero ubicado en el país. En el contexto de liberalización financiera no hay lugar para tener una política monetaria flexible. De ahí que los banqueros centrales se pronuncian por tener altas reservas internacionales y estabilidad del tipo de cambio. Así, sacrifican liquidez para preservar tales objetivos, a pesar de que ello recrudece los problemas de contracción económica y de insolvencia. Bhaduri nos dice que “el Banco Central no puede jugar el rol de prestamista de última instancia. Este debe tener suficientes reservas para cumplir con las obligaciones de deuda o para ser capaz de cambiar su moneda nacional por la moneda particular requerida” (Bhaduri, 2001: 14).

En aras de evitar presiones inflacionarias y sobre el tipo de cambio, el Banco Central autónomo deja de actuar como prestamista de última instancia. Es decir, privilegia políticas contraccionistas y deja de generar la liquidez que requiere la realización de la producción y de las ganancias, por lo que las empresas ya no cuentan con recursos suficientes para hacer frente a los adeudos contraídos y para mantener la dinámica económica.

Si el Banco Central no actúa como prestamista de última instancia, no hay posibilidad de frenar la caída del precio demanda de los activos (determinado por el valor presente de los ingresos esperados), así como tampoco de afrontar los problemas de insolvencia y la deflación de la deuda, lo que desestabiliza a la banca y lleva a la economía a la depresión (Wray, 1996: 126).

La liberalización financiera hizo que el Banco Central renunciara a muchos de sus objetivos. En 1995, el Banco de México actuó en una forma particular como prestamista de última instancia para apoyar al sistema bancario, pero no incrementó el circulante ni expandió el crédito. El Banco Central transfirió bonos gubernamentales a cambio de cartera vencida, lo cual actuó a favor de los banqueros. Estos pudieron balancear sus finanzas, pero no resolvieron el problema de insolvencia, debido a que el gobierno mantuvo altas las tasas de interés, la apreciación cambiaria y las políticas monetaria y fiscal restrictivas (Huerta, 1998). Esta situación hizo que las ganancias crecieran menos que las tasas de interés (Ver Cuadro 1), lo cual restringió la disponibilidad crediticia desde 1995 a la fecha (Ver Cuadro 2). El crédito otorgado por la

banca comercial al sector privado no bancario en el año 2002 es casi un tercio (en relación con el PIB) del que se otorgaba en 1994.

**CUADRO 1**  
INFLACIÓN, TASAS DE INTERÉS Y GANANCIAS DEL SECTOR MANUFACTURERO  
(TASAS DE CRECIMIENTO)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Inflación*</b>	27,7	15,72	18,61	12,32	8,96	4,4	5,7
<b>Ganancias del sector manufacturero**</b>	11,1	3,90	4,10	0,90	-0,70	-5,6	-
<b>Tasa de interés (CETES 28 días)***</b>	27,3	18,85	33,66	16,45	17,05	11,3	7,08

Fuente: elaborado en base a Cuentas Nacionales de México, INEGI y el Banco de México.

\* Índice Nacional de Precios al Consumidor a fin de período.

\*\* Calculado a precios constantes de 1993.

\*\*\* Tasa promedio anual.

El Banco Central adquirió la cartera vencida para evitar la deflación de la deuda y de los activos porque, de no haber participado, los deudores hubieran rematado sus activos para cubrir sus deudas.

**CUADRO 2**  
DISPONIBILIDAD CREDITICIA EN RELACIÓN AL PIB

	1994	1996	1998	2000	2002
<b>Crédito de la banca comercial/PIB</b>	43,5	33,6	24,7	17,2	15,2

Fuente: elaborado en base a datos del Banco de México e INEGI.

Por otra parte, la deuda pública se incrementó, por lo que el gobierno ha tenido que disminuir sus gastos para cubrir el pago de la deuda. La reducción del gasto público afecta las ganancias de las empresas y aumenta los problemas de insolvencia. En el contexto de liberalización financiera y de incertidumbre (alto déficit externo y fiscal, y menor entrada de capitales) es difícil que el Banco Central y la banca privada expandan liquidez y financiamiento para evitar problemas de insolvencia y para promover el crecimiento económico.

La liberalización financiera limita la capacidad del Banco Central para “asegurar una oferta elástica de reservas para mantener la liquidez del sistema y prevenir pánicos financieros” (Moore, 1989: 12). El Banco Central trata de controlar los créditos a través del alza de la tasa de interés, debido a que considera que la expansión del crédito origina presiones en los precios, en el sector externo y en el tipo de cambio.

El Banco Central autónomo no tiene más capacidad para proteger las obligaciones bancarias contra la contingencia de quiebra bancaria.

A través del apoyo gubernamental a los bancos y la venta de bancos nacionales a la banca extranjera, el sistema bancario ha conseguido los niveles de capitalización necesarios para trabajar. Estas acciones han incrementado la deuda pública, la centralización y extranjerización del sistema bancario, pero el problema de la insolvencia y la restricción crediticia bancaria no ha sido resuelto. Al continuar con las políticas monetaria y fiscal restrictivas, las presiones sobre el costo de la deuda aumentan, así como el sobre-endeudamiento, la insolvencia y la restricción crediticia, lo que profundiza los problemas financieros de la economía.

El gobierno mexicano tiene menos condiciones para apoyar a los deudores y acreedores debido a las presiones sobre las finanzas públicas y a la oposición en el Congreso. Si el gobierno no pudiese actuar ante otra problemática bancaria, los deudores tendrían que vender sus activos para pagar sus deudas, lo que originaría caída de los precios de los activos y la apropiación de los colaterales por parte de los acreedores. Precios menores de los activos aumentarían la insolvencia y los problemas del sector bancario.

## LA NO NEUTRALIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

Por más que las autoridades de los bancos centrales reiteran que la política monetaria es neutral, en el sentido de que no impacta la esfera productiva, la realidad demuestra lo contrario.

El Banco Central, a través del alza de la tasa de interés, altera los precios relativos en detrimento de la dinámica económica. Por un lado aumentan los precios de los servicios financieros, y por otro, se aprecia el tipo de cambio; esto aumenta la rentabilidad del capital financiero internacional y afecta la competitividad de la producción nacional frente a importaciones, lo que termina por originar déficit de comercio exterior. Así se reducen las ganancias en la esfera productiva, que también se ven afectadas por el impacto de la mayor tasa de interés sobre el costo de la deuda, dado el alto nivel de endeudamiento existente. Ello aumenta la posición de riesgo de las empresas, lo que restringe su disponibilidad crediticia, por lo que

tienen que dedicar parte creciente de sus ingresos a cubrir sus obligaciones financieras. Entonces restringen el consumo e inversión, lo que afecta la actividad económica y el empleo, evidenciando que la tasa de interés no es neutral.

El alza de la tasa de interés reduce la participación de ganancias que va hacia la esfera productiva y, en consecuencia, se incrementa la destinada al capital financiero.

El Banco Central, a través del manejo de la tasa de interés, determina los rumbos del acontecer nacional, dado el impacto que esta tiene sobre el tipo de cambio, la inversión, la carga del servicio de la deuda y las finanzas del sector público y privado.

El alza de la tasa de interés reduce a su vez el valor presente de los ingresos esperados (que de hecho se encuentran contraídos por el contexto de estancamiento e incertidumbre predominante). Este valor es denominado *precio demanda de los activos reales*, y pasa a ser menor al costo financiero de la inversión, es decir, al *precio oferta de los activos*, que se incrementa con el alza de la tasa de interés. Cuando el precio demanda de los activos es menor que el precio oferta de los activos, no se incrementa la demanda por crédito, ni la inversión es realizada.

La alta tasa de interés incrementa los requerimientos de ganancia esperados para cumplir el creciente servicio de la deuda. Sin embargo, la acción tomada por los deudores disminuye la demanda, la que restringe a su vez los ingresos y la capacidad de pago. El gobierno, para encarar su mayor carga del servicio de la deuda, disminuye su gasto de no interés para evitar el déficit fiscal. Ello restringe la demanda, la actividad económica y las ganancias. Las empresas son afectadas debido a que sus ventas e ingresos disminuyen como consecuencia de la reducción del consumo e inversión para cubrir su deuda, por lo que se limita la actividad económica, así como los ingresos de las empresas. Ello aumenta el riesgo del acreedor, por lo que el sistema bancario no otorga créditos.

En un contexto de economía abierta y apreciación cambiaria, las empresas no pueden trasladar a los precios sus mayores costos financieros, por lo que tienen que absorberlos a costa de disminuir sus márgenes y montos de ganancia, descapitalizándose así la esfera productiva. Ello da lugar a que la tasa de interés y las obligaciones financieras se incrementen más rápido que la tasa de ganancia, dada la política de estabilidad económica y su impacto en el déficit comercial y en la menor tasa de crecimiento de la demanda interna, por lo que las empresas no pueden cumplir sus obligaciones financieras ni incrementar la inversión.

Los precios y la oferta monetaria están bajo control porque las ganancias disminuyen y la insolvencia y el default aumentan. Wray nos dice que “la corrección entre dinero y precios será reestablecida cuando

la tasa de crecimiento de la oferta monetaria cae cuando la insolvencia conduce al default” (Wray, 1993: 555).

Cuando la tasa de ganancia es baja y el nivel de endeudamiento es alto y la inversión depende del financiamiento crediticio, la tasa de interés influencia la situación financiera de las empresas, al igual que las decisiones de inversión. De ahí que al aumentar la tasa de interés, o al estar por arriba del crecimiento de los ingresos de las empresas, no haya condiciones para aumentar la demanda por crédito e incrementar la inversión, pues no está asegurada la capacidad de pago. En cambio, cuando las ganancias son altas, el costo del financiamiento no es relevante para las decisiones de inversión, debido a que la empresa puede financiar su inversión con fondos propios (Kalecki, 1956).

El aumento de la tasa de interés actúa a favor de los acreedores y afecta a los deudores. Se incrementa la transferencia de recursos de la esfera productiva a favor del sector financiero, lo cual disminuye la inversión productiva, frena la actividad económica y empeora la distribución del ingreso. Según explican J. I. You y Dutt (1996: 42), “un aumento de la tasa de interés puede no sólo reducir la inversión y la acumulación, sino también empeorar la distribución del ingreso (aumentando el *mark up*) y elevando el nivel de precios”. Los mayores ingresos del capital financiero no se traducen en mayor inversión ni en mayor demanda. Tal sector de grandes “ahorristas” pulula en la esfera financiera y no invierte en la esfera productiva y además tiene su demanda satisfecha, que tiene un alto componente importado, por lo que más que dinamizar la demanda interna, se incrementa el déficit de comercio exterior, lo que frena la actividad económica.

## TASA DE INTERÉS E INCERTIDUMBRE

La tasa de interés no es alta porque la oferta monetaria sea escasa, sino debido a la incertidumbre que incrementa las preferencias de liquidez. Al respecto, Wray sostiene que “la eficacia marginal del dinero (la tasa de interés) no es debida primariamente a la escasez del dinero, sino a la existencia de la preferencia por liquidez” (Wray, 1993: 555).

La tasa de interés está en función de la posición de riesgo e incertidumbre que el país enfrenta, generada por la relación que guarda el déficit externo respecto de los flujos de capital. Si estos son suficientes para financiar el déficit externo, no hay presión sobre el tipo de cambio ni la tasa de interés. Si la entrada de capital no es suficiente, habrá presiones sobre tales variables.

En un contexto de incertidumbre, la tasa de interés tiende a incrementarse para disminuir la preferencia de liquidez y evitar acciones especulativas que presionen sobre el sector externo y las reservas internacionales. Mientras las expectativas pesimistas no cambien, y la eco-



nomía mantenga baja demanda externa e interna, alto nivel de endeudamiento, altas presiones en el déficit de cuenta corriente, baja demanda externa por moneda nacional, bajo intercambio de divisas por moneda nacional y baja entrada de capitales, la tasa de interés no puede bajar. De ahí que Wray afirme que “la tasa de interés puede ser reducida, reduciendo la incertidumbre y aumentando el optimismo” (Wray, 1993: 557). Si la incertidumbre no es reducida, las menores tasas de interés pueden generar inestabilidad en el tipo de cambio y en el mercado de capitales, debido a que los capitales tienden a irse a otros mercados.

El contexto de incertidumbre disminuye los ingresos futuros esperados, porque se auguran restricciones del gasto público, así como de consumo e inversión por parte del sector privado. Sin embargo, el valor presente de estos flujos de ingresos esperados se reduce más cuando las autoridades monetarias responden a dicha incertidumbre con el alza de la tasa de interés y restricción del gasto público. En tal situación, la demanda cae, los problemas de iliquidez aumentan y la producción y las ganancias caen. Al no estar asegurados los ingresos futuros ni el reembolso de los créditos, se incrementa el riesgo del acreedor y del deudor, por lo que no hay ni siquiera deseos de pedir prestado ni de prestar. Con esta política económica, la economía no tiene suficiente dinero y crédito para invertir, por lo que la actividad económica se frena. Wray dice que “la combinación de altas tasas de interés y lento crecimiento de la oferta monetaria puede ocurrir sólo en presencia de crisis del sistema financiero” (Wray, 1993: 541).

La política de los cortos aumenta la tasa de interés, y cuando no aumenta el gasto público y la oferta monetaria y crediticia –es decir, si el dinero no es creado, si el dinero no crece a la misma tasa de crecimiento que la tasa de interés–, se genera un problema de iliquidez que revierte en problemas de insolvencia y restricción crediticia que frenan la actividad económica. Wray expresa que “las tasas de interés más altas aumentan las tasas requeridas de crecimiento de los créditos y de la oferta monetaria” (Wray, 1993: 552), por lo que al no otorgarse estos, el problema de cartera vencida está latente.

Al no haber financiamiento, no se podrá realizar mayor gasto y producción para el crecimiento de la economía. Ello les permite a las autoridades monetarias alcanzar su objetivo de reducción de la inflación, a costa de insolvencia y contracción económica.

La existencia de incertidumbre evidencia que el dinero no puede ser neutral, debido a que en dicho contexto la gente aminora su demanda de consumo e inversión, y vende activos no líquidos para atesorar dinero, lo que disminuye los precios de los activos y las ganancias. Por otro lado, la incertidumbre incrementa la tasa de interés, lo que afecta la producción, el empleo y el crecimiento económico. Wray señala que “cuando hay preocupación de aumentos futuros, la gente desea man-

tener más liquidez o aumenta la demanda de dinero. El aumento de la demanda por liquidez no puede ser satisfecha. La tasa de interés debe aumentar hasta que la gente llegue a estar satisfecha de mantener la cantidad existente de dinero” (Wray, 2001).

La capacidad productiva y el empleo disminuyen, y el sistema bancario mantiene restringidos los créditos como resultado de las menores ganancias, la alta demanda por preferencia por liquidez, la alta tasa de interés y los problemas de insolvencia: así podemos ver cómo el dinero no es neutral. Wray dice que “el dinero no es neutral debido a que el deseo por liquidez en un mundo de incertidumbre genera efectos reales sobre la producción y el empleo” (Wray, 2002).

La tasa de interés no se disminuye flexibilizando la política monetaria. Es necesario disminuir la preferencia por liquidez (generada por la incertidumbre), así como los requerimientos de entrada de capitales. Si el contexto de incertidumbre no es reducido, continuaremos pagando altas tasas de interés a favor del capital financiero.

#### ANTE LA INCERTIDUMBRE MUNDIAL SE RESPONDE CON POLÍTICAS CONTRACCIONISTAS

Existe incertidumbre porque la economía estadounidense, que venía actuando como motor del crecimiento de la economía mundial, dejó de serlo. Enfrenta problemas de crecimiento que se traducen en menor demanda de importaciones, lo que afecta el crecimiento de nuestras exportaciones. Junto con ello, se ha frenado el flujo de inversiones que venía dándose hacia los países latinoamericanos porque estos dejaron de ofrecer condiciones de crecimiento y rentabilidad, originando problemas de financiamiento (tanto para mantener estable el tipo de cambio como para generar condiciones de crecimiento). En el Cuadro 3 podemos observar cómo a partir del año 2000 se da una caída de la Inversión Extranjera Directa (IED), que en 2002 representa la mitad de la que ingresó en 1999.

CUADRO 3  
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
(EN MILLONES DE DÓLARES)

1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
11.065	12.056	10.383	24.231	25.299	40.032	55.876	60.876	79.741	67.711	68.081	38.974

Fuente: datos de la CEPAL

La incertidumbre generada por la contracción de la actividad económica en Estados Unidos está actuando contra las decisiones de inversión, dados la caída de exportaciones y los menores flujos de inversión extranjera, por lo que no hay motor interno ni externo de crecimiento.

Ante tal situación, las autoridades monetarias y hacendarias han respondido con políticas contraccionistas para disminuir las presiones sobre el sector externo y así mantener la estabilidad del tipo de cambio y evitar prácticas especulativas propensas a desarrollarse en un clima de incertidumbre. Sin embargo, tales políticas contraen la demanda y con ello las ganancias, por lo que la incertidumbre se incrementa, lo que restringe más la inversión y la actividad económica.

De nada sirve mantener los llamados fundamentos económicos de baja inflación, estabilidad cambiaria y disciplina fiscal (o bajo déficit fiscal), pues ello se logra a costa de reducir la competitividad de la producción nacional y de restringir la demanda, lo cual disminuye las ganancias, desestimula la inversión y restringe la actividad económica. La baja inflación y la disciplina fiscal no se traducen en disminución de la tasa de interés, ni en expectativas de crecimiento que puedan aumentar la demanda por crédito ni la disponibilidad crediticia para incrementar la inversión y retomar la dinámica económica.

A pesar del deterioro de las condiciones de crecimiento económico del país, las autoridades monetarias no flexibilizan la política de los cortos (lo que mantiene altas tasas de interés relativas). La banca no flexibiliza el crédito, ni el gobierno incrementa el gasto público para dinamizar el mercado interno y generar condiciones de certidumbre de crecimiento económico y de ganancias que estimulen la dinámica de la inversión. Su preocupación sigue siendo evitar presiones sobre los precios, como si ello se tradujese en mejores condiciones de crecimiento económico.

La incertidumbre obedece sobre todo al hecho de que el proceso de globalización predominante ha dejado de ofrecer condiciones de crecimiento y rentabilidad para garantizar flujos de inversión extranjera y nacional suficientes para mantener una dinámica sostenida.

#### **A MANERA DE CONCLUSIÓN: LA INSUSTENTABILIDAD DE LA AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL**

La política económica antiinflacionaria, conjuntamente con la venta de activos y empresas públicas y la transferencia de activos y sectores públicos a favor de la inversión privada, le ha permitido al gobierno sortear las restricciones financieras que le impone la autonomía del Banco Central, así como mejorar la aceptación de su deuda tanto en mercados de capitales internos como externos. Ello hace más viable la operatividad de la autonomía del Banco Central, en el sentido de que

estos han dejado de financiar el déficit gubernamental. Ignacio Mas, al respecto, afirma que “los gobiernos que tienen acceso a los mercados de capital externos, son menos dependientes del financiamiento inflacionario y son más probables a tener Banco Central independiente” (Mas, 1995: 1643).

Sin embargo, en contextos de saturación de venta de activos públicos y de transferencia de servicios públicos a favor del sector privado, así como de creciente deuda pública y de freno a la emisión de deuda, la autonomía del Banco Central pasará a ser cuestionada, ante los crecientes requerimientos financieros del sector público y de la economía. Es decir: cuando se agoten los mecanismos de atracción de capitales, prosiga el crecimiento de la deuda pública (con las consecuencias restriccionistas que ello origina) y no existan condiciones de obtención de financiamiento para el sector privado, se recrudecerán los problemas económicos del país.

Un contexto de alto endeudamiento, de bajos ingresos y de restricción crediticia que afecta tanto a empresas como al sector bancario, demanda que se flexibilice la política monetaria y fiscal, a pesar de que ello pueda generar cierta inflación. Lo importante es dinamizar la demanda y aumentar la liquidez y condiciones de solvencia para asegurar el reembolso de los créditos otorgados y mejorar la situación financiera de empresas y del sector bancario. Sin embargo, el temor de que ello pueda presionar sobre el sector externo y sobre precios, y por lo tanto propiciar salida y menor entrada de capitales, y comprometa el financiamiento del déficit externo y la estabilidad cambiaria, lleva a las autoridades monetarias y hacendarias a no flexibilizar sus políticas, a pesar de los problemas financieros que enfrenta la economía. Sacrifican el crecimiento económico y el empleo en aras de mantener (o retomar) la estabilidad del tipo de cambio para quedar bien con el capital financiero internacional. Así aumentará el descontento económico, político y social, que terminará por comprometer la autonomía del Banco Central y las políticas que la acompañan. Es decir, lo que genera inestabilidad política no es la alta inflación en sí, como dicen los defensores de la autonomía, sino los problemas de estancamiento, desempleo y el deterioro del nivel de vida de la población que se derivan de esta.

No se puede tener un Banco Central que sea independiente del gobierno y del Congreso de la Unión, que no se subordine a los requerimientos financieros del sector público y de la economía y que siga lineamientos de políticas internacionales que sólo favorecen al capital financiero internacional, a costa de restringir y encarecer el financiamiento a los sectores productivos nacionales. Nos dice Bernard Shull que “un Banco Central [...] libre de la influencia del go-

bierno [...] perpetúa el control del capital financiero sobre la moneda y el crédito” (Shull, 1995-96: 216).

Ante las grandes implicaciones productivas, financieras y macroeconómicas que origina la política monetaria, esta no puede estar determinada por un séquito de economistas que son “independientes” del gobierno y que responden sólo a los intereses del capital financiero internacional, sino que en el consejo directivo del Banco Central debe haber representantes mayoritariamente de la esfera productiva, así como de los trabajadores, para que respondan a sus demandas.

El Banco Central debe adecuarse a los lineamientos de política y requerimientos financieros de los gobiernos electos, los que a su vez deben abocarse a satisfacer las demandas de sus electores, y no las exigencias de los organismos financieros y el capital financiero internacional, como ha acontecido hasta ahora.

## BIBLIOGRAFÍA

- Arestis, P. and Sawyer, M. 2002 “Can Monetary Policy Affect the Real Economy?” in Working Paper N° 355 (New York: The Levy Economics Institute), N° 355, October.
- Bhaduri, A. 2001 “On the Viability of External Debt” in *External Constraints on Sustainable Growth in Transition Countries* (The Vienna Institute for International Economic Studies-WIIW) N° 281, October.
- Davidson, P. 2002 “Globalization” in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M. E. Sharpe) Vol. 24, N° 3, Spring.
- Huerta G., A. 1998 *La Globalización, causa de la crisis asiática y mexicana* (México DF: Diana).
- Kalecki, M. 1956 *Teoría de la Dinámica Económica* (México DF: Fondo de Cultura Económica).
- Kenway, P. 1983 “Marx, Keynes and the possibility of crisis” in Eatwell, J. and Milgate, M. (eds.) *Keynes's Economics and the theory of value and distribution* (London: Duckworth).
- Keynes, J. M. 1964 *The General Theory on Employment, Interest and Money* (New York/London: Harcourt Brace and Company).
- Levy, D. 1995-1996 “Does an independent central bank violate democracy?” in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M. E. Sharpe) Vol. 18, N° 2, Winter.
- Mas, I. 1995 “Central Bank Independence: A Critical View from a Developing Country Perspective” in *World Development*, Vol. 23, N° 10.
- Moore, B. 1989 “A model of bank intermediation” in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M. E. Sharpe) Vol. 12, N° 1, Fall.

- Shull, B. 1995-1996 "Federal Reserve independence: what kind and how much?" in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M. E. Sharpe) Vol. 18, N° 2, Winter.
- Steindl, J. 1990 "Distribution and growth" in *Josef Steindl, Economic Papers 1941-88* (Basingstoke Hampshire: Macmillan).
- Wray, R. 1990 "Boulding's Balloons: A Contribution to Monetary Theory" in *Journal of Economic Issues*, Vol. XXIV, N° 4, December.
- Wray, R. 1993 "Money, interest rates, and Monetarist policy" in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M. E. Sharpe) Vol. 15, N° 4, Summer.
- Wray, R. 1996 "Monetary Theory and Policy for the Twenty-first Century" in Whalen, Charles J. (ed.) *Political Economy for the 21 Century* (New York: M. E. Sharpe).
- Wray, R. 2001 "Money and Inflation" in Holt, Richard P. F. and Pressman, Steven (eds.) *New Guide to PK Economics* (London/New York: Routledge).
- Wray, R. 2002 "The Post Keynesian Approach to Money", mimeo.
- You, J. I. and Dutt, A. K. 1996 "Government debt, income distribution and growth" in *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 20, N° 3, May.

NOEMÍ LEVY ORLIK\*

## EL EFECTO DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN EL MERCADO FINANCIERO MEXICANO\*\*

### INTRODUCCIÓN

Los fondos de pensiones privados son una característica reciente del sistema financiero mundial, que coincide con los cambios institucionales ocurridos en los años setenta (Singh, 1996) y con la dominación de instrumentos financieros no bancarios que incrementó drásticamente la liquidez financiera mundial y modificó el comportamiento de los agentes financieros (Chick, 1992; 1993).

La valorización del capital se desplazó desde el sector productivo al sector financiero, particularmente al mercado de capitales, donde los inversionistas institucionales ocupan un papel fundamental en tanto oferentes de ahorro, y cuya función es demandar títulos financieros.

Los fondos de pensiones privados aparecen masivamente en Europa y Estados Unidos a fines de los años sesenta, y especialmente en los setenta, debutando diez años después en América Latina con Chile como el país precursor de la región. Estas reformas institucionales se extendie-

\* Doctora en Economía y profesora de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Miembro del Sistema Nacional de Investigadores desde 1994. Obtuvo la beca SUPERA para sus estudios de doctorado. Es coordinadora y autora de varios artículos en libros y revistas de economía especializadas nacionales y extranjeras.

\*\* Este trabajo se elaboró en el marco del proyecto PAPIIT, IN 302700.

ron al resto de Latinoamérica en el contexto de la desregulación y globalización del sector financiero, asumiendo diferentes particularidades<sup>1</sup>.

Un buen número de países desarrollados y emergentes avanzan hacia la sustitución de la estructura financiera basada en un sistema de créditos por una dominada por el mercado de capitales<sup>2</sup> lo cual, según la teoría convencional, está teniendo lugar por el agotamiento e ineficiencia del primero en el financiamiento de la inversión y, por tanto, en el crecimiento económico (McKinnon, 1973; Fry, 1982; Galbis, 1976). Sin embargo, en la actualidad, los países desarrollados y emergentes experimentan menores tasas de inversión y crecimiento con crisis financieras más profundas y frecuentes, situación que ha afectado de manera drástica a las economías emergentes.

Nuestra hipótesis es que los fondos de pensiones requieren de crecientes ganancias de capital, que inducen a procesos inflacionarios en el mercado financiero (Toporowski, 2000), lo que genera una inestabilidad creciente en el sistema financiero y afecta fundamentalmente a los agentes privados en países industrializados. Ello no ocurre en países emergentes, dada la debilidad del mercado de capitales (Girón y Levy Orlik, 2003). En estos países, el Estado asume el papel de garante de ganancias de las instituciones financieras privadas, lo cual, entre otros efectos, impone un alto costo fiscal, desvirtúa la política monetaria, trasladando la generación de ganancias financieras al mercado de dinero, dinamizado en gran medida por instrumentos gubernamentales. Los inversionistas institucionales obtienen sus ganancias a costa del erario público, sin incurrir en riesgo alguno ni aportar recursos nuevos.

A fin de argumentar nuestra hipótesis dividiremos este trabajo en cuatro apartados. El primero será la introducción, a la que seguirá un apartado dedicado a la discusión sobre la función de los fondos de pensiones en el financiamiento de la inversión, en el contexto de la estructura financiera basada en el mercado de capitales, acompañado de dos argumentos críticos: la argumentación de Keynes sobre la eficiencia de la distribución de ingresos bajo condiciones de predominio de la especulación financiera, y el efecto de la inflación financiera en el funcionamiento del mercado de capitales que plantea Toporowski.

En el tercer apartado se analizarán las particularidades de los sistemas financieros de países emergentes (basándonos en el caso mexicano) que se distinguen por no contar con mercados de capitales fuertes, profundos y robustos, a partir de lo cual se argumentará que, dado el alto riesgo del mercado de capitales, la valorización de los

---

1 Para una revisión detallada del proceso de privatizaciones de los fondos de pensiones en América Latina, ver Meza Lago (2000).

2 Para una definición de ambas estructuras, ver Studart (2002).



fondos de pensiones se realiza en el mercado de dinero, dominado por los títulos gubernamentales. Finalmente, en el último apartado se presentarán las conclusiones.

## PRIVATIZACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y ESTRUCTURAS FINANCIERAS

El objetivo fundamental de los fondos de pensiones en términos de crecimiento económico es robustecer el mercado de capitales vía la oferta de crecientes montos de ahorros, que se distinguen por ser de largo plazo en tanto se recolectan a lo largo de la vida activa de los asalariados. Estos ingresos no consumidos deben valorizarse, o al menos mantener su valor real, a fin de retornar a los trabajadores al final de su vida laboral. La valorización tiene lugar a través de la apropiación de una proporción de utilidades de las empresas a cambio de proveer financiamiento de largo plazo.

Por consiguiente, la inserción de los fondos de pensiones en el mercado de capitales tiene lugar a través de la transformación de ahorros en financiamiento de largo plazo que se sustenta en la asimetría de los vencimientos de las deudas y las utilidades, planteamiento que se desarrolla en la siguiente sección.

### FONDOS DE PENSIONES Y FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN

Uno de los problemas que enfrenta la acumulación de capital fijo son los frenos y arranques, debido a la asimetría temporal entre el gasto de la inversión (adelanto de capital) y la recepción de utilidades.

Una de las características propias de los activos fijos productivos es que debe adelantarse capital para comprar la maquinaria o para la construcción/adecuación de los espacios productivos, los cuales generan utilidades a lo largo de toda su vida útil. Es decir, hay un divorcio entre el gasto de capital y la recepción de utilidades.

Kalecki (1977), al explicar los determinantes de la inversión, señala la existencia un rezago entre la decisión del gasto de la inversión y la inversión propiamente tal (por los tiempos de construcción y adecuación del capital fijo); un segundo rezago se explica sobre la base del tiempo de espera por la construcción de maquinaria o espacios productivos para sectores intensivos de capitales cuyas maquinarias no están disponibles en el mercado, alargándose el período entre el gasto de capital y la generación de rendimientos; finalmente, se debe agregar un período donde las deudas son mayores que las ganancias, lo cual, impide a algunas empresas a enfrentar compromisos de pagos. Por consiguiente, existe un divorcio entre el período en el que se adelanta

capital y el momento en que empiezan a fluir las utilidades y se recauda la suma de capital adelantado.

Kalecki argumenta que la asimetría entre la erogación de capital y la recepción de utilidades provoca incertidumbre y riesgos entre los agentes financieros y, principalmente, productivos. Sobre esta base, postula el principio de riesgo creciente. Según este, el riesgo de los empresarios aumenta al concentrar todo el ahorro empresarial en un solo proyecto productivo, por la posibilidad de que no se realicen las ganancias esperadas, incrementándose la inquietud si el gasto de capital se realiza con endeudamiento externo a la empresa. A partir de lo anterior, Kalecki desarrolla los conceptos de riesgo del prestatario y del prestamista, teniendo el primero importancia central, en tanto este autor supone que la inversión se financia fundamentalmente sobre la base del ahorro empresarial (fondos internos recolectados por utilidades retenidas con anterioridad). Así, propone la reinversión parcial de los ahorros empresariales, que induce a crecientes gastos de inversión, seguidos por reducciones, lo cual clarifica el ciclo económico cuya variable central es el gasto de inversión expresado por movimientos de las tasas de ganancias.

Minsky (1986), a través de la hipótesis de la inestabilidad financiera, basada en el principio de riesgo creciente, aborda la asimetría entre el vencimiento de las deudas y las utilidades productivas, trasladando el énfasis del riesgo del prestatario al prestamista<sup>3</sup>. Desde la perspectiva de este autor –siguiendo el planteamiento de Keynes– la inversión se financia preponderantemente con créditos bancarios que aumentan al inicio de la fase expansiva del ciclo, por la dominación de perspectivas futuras optimistas, acompañados de bajas tasas de interés y a altos precios de activos financieros. Por consiguiente, el aumento del gasto de la inversión es acompañado por mayores volúmenes de liquidez suministrados por el sector bancario, pudiendo desatar presiones inflacionarias, ya que en el primer período, los prestatarios (especialmente aquellos con estructuras financieras riesgosas o *Ponzi*<sup>4</sup>) no pueden sal-

---

3 En palabras de Minsky, “la causa aproximada de la naturaleza transitoria de cada estado cíclico es la inestabilidad de la inversión, pero la causa más profunda de los ciclos económicos en una economía con instituciones financieras capitalistas es la inestabilidad de las carteras y de las interrelaciones financieras” (Minsky, 1987: 67, destacado nuestro).

4 Las estructuras financieras riesgosas (o especulativas) presentan carteras donde, en promedio, la deuda ocasione compromisos de pagos sincronizados con los ingresos esperados, con excepción del primer período, donde las obligaciones exceden a los ingresos y necesitan de financiamiento adicional para cubrir las amortizaciones de la deuda; pasada esta fase, generan ingresos suficientes para cubrir las obligaciones. Las empresas *Ponzi* (arriesgadas) son aquellas que no sólo necesitan de refinanciamiento para cubrir sus amortizaciones en la fase inicial, sino incluso para pagar los intereses. O sea, necesitan más refinanciamiento que las empresas especulativas.

dar sus deudas pues no fluyen aún suficientes ganancias para enfrentar los compromisos de pagos. La creciente incertidumbre provoca que los banqueros reduzcan la disponibilidad de créditos y aumenten la tasa de interés. Ello ocasiona aumentos en el costo de la deuda, acompañados de menores precios de demanda, pudiéndose desatar una deflación por deudas (concepto desarrollado por Fisher, 1933).

En la aproximación de Keynes (1986), el conflicto de la asimetría temporal entre el vencimiento de las deudas y la percepción de utilidades establece la diferencia entre el financiamiento y el fondeo de la inversión<sup>5</sup>. Este concepto fue desarrollado teniendo en cuenta una estructura financiera fundada en mercados de capitales segmentados –conocida como el sistema financiero anglosajón<sup>6</sup>–, que se distingue por tener bancos comerciales cuya única (o principal) función es la creación de dinero bancario, acompañado de un mercado de capitales cuyo papel central es la recolección de ahorros (ingreso no consumido) que transforman en títulos financieros emitidos por los inversionistas (compañía de acciones), empatándose de esta manera las utilidades y las deudas.

Desde la perspectiva de Keynes (1973: 217-223), los bancos comerciales tienen como función primordial emitir créditos, independientes de los recursos reales, que se definen como transacciones contables que se crean a través de depósitos (por ejemplo, cuentas de cheques) y que, dada la organización del sistema financiero (esto es, cajas de compensación cuya finalidad es la cancelación de deudas mutuas entre un número de organizaciones<sup>7</sup>), son ampliamente aceptables entre los diversos agentes para saldar deudas y ejercer poder de compra sin ser dinero de curso legal (u oro), por lo que permiten financiar la inversión. Empero, el gran problema es que los créditos bancarios se distinguen por ser de corto plazo, mientras que el flujo de utilidades, para cubrir el capital adelantado, es de largo plazo.

Keynes resolvió esta contradicción a través del fondeo: créditos de largo plazo que se crean vía la emisión de títulos financieros (acciones), que son derechos de utilidades futuras de las empresas. Por consiguiente, el poseedor de ahorro valoriza su capital en base a las utilidades de las empresas, resolviendo la asimetría entre el vencimiento de las deudas y la generación de utilidades. Nótese que el incremento del ahorro proviene del gasto de la inversión, que al re-circularse en el

---

5 Para una explicación detallada ver Levy Orlik (2001).

6 Se le conoce bajo ese nombre porque únicamente en Inglaterra y en EE.UU. se desarrolló un mercado de capitales fuerte y robusto. Para un análisis de las diferentes estructuras financieras previas al período de globalización financiera, ver Zysman (1987).

7 Para mayor discusión ver Davidson (1972).

sistema financiero (vía la compra de acciones) permite la estabilidad del sistema financiero con ampliación del sector productivo.

El elemento central para que el financiamiento de corto plazo (créditos bancarios) se empate con el financiamiento de largo plazo y desaparezca la asimetría entre las utilidades y las deudas es que la tasa de interés de largo plazo, utilizada para descontar los títulos financieros, no sufra fuertes oscilaciones. Ello dependerá del comportamiento de la tasa interés de corto plazo. El incremento del financiamiento de corto plazo, de no estar acompañado por políticas monetarias expansivas, puede presionar a la tasa de interés monetaria provocando expectativas a la baja de los precios de los títulos financieros, lo que afectará negativamente su demanda.

El proceso de financiamiento, inversión y ahorro (FIS por sus siglas en inglés) tiene éxito sólo si el ahorro generado por la inversión –denominado *involuntario* por Chick (1990) en 1983– se transforma en ahorro financiero (voluntario), lo cual es garantizado por tasas de interés estables<sup>8</sup>.

En un mercado financiero con mercados de capitales segmentados, los fondos de pensiones asumen un papel fundamental, porque recolectan el ahorro, que deben valorizar y retornar a las personas al concluir su vida laboral. Los mecanismos de operación pueden resumirse de la siguiente manera:

- a Los trabajadores ceden a lo largo de toda su vida útil una proporción de su ingreso. Este ingreso no consumido –o sea, ahorro– es de largo plazo, en tanto se entregará al trabajador al final de su vida activa.
- b Los fondos de pensiones deben incrementar el valor de dichos ahorros, o al menos mantener su poder adquisitivo, mediante la inversión en títulos que capten parte de las ganancias que se generan en el sector productivo. Entonces, los fondos de pensiones se insertan en el mercado de capitales a través de la función de intermediación financiera que realizan *ex-post* al gasto de la inversión.

---

8 Davidson explica el FIS de la siguiente manera: “si el suscriptor de las acciones tiene éxito en la flotación de las nuevas acciones, a la tasa de rendimiento pactada en el convenio de suscripción, que actúa como el costo del fondeo, obtiene ganancias. A esta tasa de interés de largo plazo, miembros del público ceden su liquidez en un monto proporcional a la liquidez extra, creándose el sistema bancario y es utilizado por los productores de bienes de capital [...] El comprador de inversión tendrá suficiente *fondeo* para enfrentar su compra contractual con la respectiva orden de pago. El vendedor, una vez pagado su recibo por parte del comprador, podrá pagar su deuda bancaria. El repago de dicha deuda podrá ser utilizado como un fondo ‘revolvente’ de financiamiento de corto plazo” (Davidson, 1986: 106).

- c Las empresas, con el ahorro de los trabajadores, financian su inversión, crean empleos, y el ingreso y el ahorro aumentan.

Empero, la experiencia de los últimos treinta años, caracterizados por el predominio del mercado de capitales y de los fondos de pensiones como agentes de recolección de ahorro, no ha sido exitosa. Una de las razones es que el mercado de capitales no ha ejercido su función en el fondeo de la inversión, lo cual, desde la perspectiva de Keynes, puede explicarse por la dominación del espíritu especulativo sobre la corriente empresarial. En el capítulo XII de su libro *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, este autor es muy crítico del funcionamiento del mercado de capitales y señala que debe crearse algún mecanismo que limite la circulación de los títulos financieros en el mercado secundario.

#### CUESTIONAMIENTOS CRÍTICOS DE KEYNES AL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES

Para entender los cuestionamientos críticos de Keynes al mercado financiero es necesario analizar la interrelación entre la tasa de interés monetaria y los rendimientos de los activos en el mercado financiero.

Keynes se diferenció de sus antecesores al señalar que la tasa de interés se determina por la preferencia de liquidez<sup>9</sup> y la oferta de dinero (que supuso como dada<sup>10</sup>), postulando que la fuente principal del movimiento de la tasa de interés proviene del lado de la demanda, por movimientos entre la demanda de dinero por concepto de títulos financieros (bonos) y la retención de dinero en forma líquida.

La previsión de incrementos en el precio de los bonos provoca un aumento en la demanda por parte de los tenedores de acciones, porque de cumplirse sus previsiones, aumentará el monto de su riqueza; inversamente, previsiones negativas sobre los precios de los bonos a futuro bajan la demanda de bonos e incrementan la demanda de dinero líquido (es decir, no se genera ahorro intencional o financiero).

---

9 La preferencia por la liquidez resalta que el motivo por el cual varía la demanda de dinero es la especulación, en tanto los motivos de transacción, precaución y financiamiento son constantes (en el caso de los primeros dos), o planeado en el caso del último.

10 La interpretación de considerar como dada la oferta de dinero ha generado una extensa discusión acerca del origen de la endogeneidad del dinero y la determinación de la tasa de interés. Por un lado están los horizontalistas (para un resumen detallado de estas posturas ver Rochon, 1999) cuya tesis principal es que el sistema financiero satisface la totalidad de la demanda de dinero y que los bancos comerciales son tomadores de precios. Por otro lado están los estructuralistas, que señalan la satisfacción de la demanda de dinero únicamente en el corto plazo, acompañada de variaciones posteriores en el precio del dinero que reducen la oferta de dinero bancario en el mediano plazo. La versión más acabada de este planteamiento se encuentra en Chick y Dow, 2002.

Desde la perspectiva de Keynes, el gran problema del mercado de capitales es la forma en que se determina el precio de los títulos financieros. En los determinantes de la inversión, la rentabilidad de la inversión se explica a través de la diferencia entre el precio de la demanda y el precio de la oferta. El primero se calcula en base a la predicción de los ingresos futuros netos actualizados (ingresos menos costos esperados de producción en términos presentes descontados a través de una tasa de interés) que se comparan al precio de reposición de la maquinaria.

Empero, el movimiento del precio de las acciones está dominado por los hacedores de precios del mercado financiero, que son inversionistas “profesionales” y cuyo objetivo fundamental es la obtención de ganancias rápidas vía inversiones de largo plazo. El mercado secundario de capitales otorga liquidez a los instrumentos financieros, y su movimiento (oferta y demanda) modifica el precio de los títulos, por lo que se generan ganancias de capital. En otras palabras, la liquidez otorgada a los instrumentos financieros en el mercado secundario provoca que el precio de demanda esté sujeto a fuertes variaciones, independientemente de las condiciones de producción, modificándose el valor de los activos físicos y las perspectivas sobre los rendimientos futuros.

Específicamente, el precio de la demanda es afectado por los vaivenes del mercado bursátil, ejerciendo un papel central la percepción de los inversionistas profesionales sobre el movimiento futuro del precio de demanda.

Keynes (1986: 140-147), al evaluar el efecto de las inversiones, que son fijas para la comunidad y líquidas para los individuos, resalta los elementos negativos de dicha transformación y los agrupa en cuatro aspectos:

- 1 Disminuye el conocimiento real que hay en la valuación de las inversiones por quienes las poseen o proyectan comprarlas.
- 2 Las fluctuaciones diarias de las ganancias de las inversiones existentes, que son a todas luces de carácter efímero y poco importante, tienden en conjunto a tener influencia excesiva y aun absurda en el mercado.
- 3 Una valoración convencional, que se establece como resultado de la psicología de masas de un gran número de individuos ignorantes, está sujeta a modificaciones violentas por cambios rápidos en la opinión pública, como consecuencia de factores que en realidad no significan gran cosa en el rendimiento probable, ya que no hay motivo de convicción fuertemente arraigado para mantenerlos con firmeza.

4 El hecho de que los agentes más influyentes en el mercado de valores sean inversionistas profesionales, y que estos, en vez de realizar previsiones superiores a largo plazo respecto del rendimiento probable de una inversión por todo el tiempo que dure, están dedicados a prever cambios en las bases convencionales de valuación con un poco más de anticipación que el público en general, provoca que la mayor parte de las inversiones de los expertos, hoy día, sea “ganar la delantera” [...] ser más listos que el vulgo y encajar la moneda falsa (o que se esté depreciando) a otra persona.

A partir de lo anterior, Keynes (1986: 147) considera que “el espectáculo de los mercados financieros modernos me ha llevado algunas veces a concluir que la compra de una inversión debe ser permanente e indisoluble, como el matrimonio<sup>11</sup>, excepto por motivo de muerte o de otra causa grave; y esto será un tremendo remedio para nuestros males contemporáneos; porque tal cosa forzaría a los inversionistas a dirigir su atención solamente a las oportunidades de largo plazo”.

Este planteamiento crítico sobre el funcionamiento del mercado de capitales puede ligarse a los efectos desestabilizadores que genera el mercado de capitales en la era financiera, que Toporowski resume bajo el nombre de inflación financiera (Toporowski, 2000).

#### INFLACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALS: ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO PONZI

Toporowski plantea que el mercado de capitales impone tensiones a las finanzas corporativas y no financia los activos fijos. Su función es otorgar liquidez a las reservas cuyo valor se modifica a lo largo del ciclo, provocando subcapitalización de reservas en el período previo a la recesión y sobrecapitalización de reservas en el período anterior al auge (Toporowski, 2000).

Desde su perspectiva, la oferta y demanda de bonos es independiente de las decisiones de la inversión y el ahorro, lo cual provoca que el mercado de capitales genere un constante desequilibrio entre la oferta y demanda de financiamiento, porque la realizan distintos agentes, con motivaciones completamente diferentes.

Los rentistas son los encargados de ofrecer financiamiento, el cual depende de arreglos institucionales que afectan el ahorro de las familias, la acumulación financiera de las empresas y las transferencias entre los diversos títulos. La demanda de financiamiento es realizada

---

<sup>11</sup> Keynes se refería a la situación de los años treinta. En las condiciones de principios del siglo XXI seguramente buscaría otro ejemplo.

por los empresarios y está en función del tamaño de las empresas y la naturaleza de las actividades y el costo de oportunidad entre las fuentes de financiamiento alternativas. A partir de lo anterior, se determina que el precio de demanda es independiente del financiamiento, creándose distintos precios en el mercado de capitales<sup>12</sup>.

En períodos de fuertes movimientos de capitales –coincidentes con el fortalecimiento del mercado de capitales y el surgimiento de inversionistas institucionales (fondos de pensiones)– se generan estructuras de financiamiento Ponzi, que inducen a una creciente inestabilidad financiera, así como a crecientes deudas con menores montos de inversión.

La particularidad de Toporowski con respecto a Minsky es que la inestabilidad financiera tiene sus raíces en el mercado de capitales, es independiente de las decisiones de inversión, y los agentes –en caso de ser acreedores netos y tener acceso a liquidez del mercado financiero– se vuelven inmunes a la política monetaria.

Los bancos reducen la emisión crediticia y prestan a agentes con mayores riesgos (pequeñas empresas, actividades más riesgosas, países en desarrollo, etc.) e incurren en nuevas actividades ligadas al sector financiero (tenencia de valores, *securitización*) que reducen su margen financiero. Por tanto, en la era financiera se reduce la emisión crediticia y aumenta la actividad especulativa ligada al comercial de los derivados.

Las empresas retienen mayores activos líquidos y emiten acciones por encima de sus necesidades líquidas, incurriendo en sobreendeudamiento con menores gastos de inversión. Aparecen esquemas financieros Ponzi semejantes a la práctica bancaria piramidal. Las empresas emiten acciones para financiar *takeovers* (tomar forzosamente el control de empresas existentes), lo que implica utilizar el ingreso de los títulos financieros en el pago de las acciones, con un premio extra a los anteriores tenedores de acciones para que cedan su propiedad. La particularidad de la estructura Ponzi del mercado de capitales es su menor obvedad. Además, involucra al conjunto del mercado de capitales (es más peligrosa), es más difícil de controlar, y hay mayores ganancias de capital (parte de los fondos internos son utilizados para obtener ganancias de capital, reduciéndose la inversión).

Los bancos y las empresas pueden evadir los efectos de políticas monetarias restrictivas, cuestionándose la teoría de Keynes sobre la Preferencia por la Liquidez (capaz de neutralizar incrementos excesivos de los pre-

---

12 Toporowski (2000: cap. 2) distingue entre el precio *nocional*, que indica el valor de las empresas; el precio *actual*, que es aquel a través del cual se intercambian los títulos; y el precio *efectivo*, que es al que se emiten las acciones. Las condiciones de mercado (que equiparan la oferta y la demanda) generan fuertes modificaciones entre el precio nocional y actual, mientras que el precio efectivo indica las necesidades de financiamiento para equilibrar las reservas.



cios de los activos financieros) o la hipótesis de la Inestabilidad Financiera de Minsky (que atribuye a los bancos una función importante en el movimiento de los precios de demanda y oferta). La política monetaria –desde la perspectiva de Toporowski, tendiente a limitar el precio de los activos financieros– requiere de incrementos desmesurados de la tasa de interés, pues debe cubrir las ganancias de capital crecientes provenientes del aumento de los precios. En este contexto, la oferta crediticia bancaria se vuelve ilimitada (al menos en el corto plazo) y las empresas no son afectadas por restricciones de liquidez ni variaciones de costos, manteniendo constante la tasa de descuento de activos financieros, y pudiendo, incluso, reducir el monto de sus deudas. Así, no hay problemas de sobreendeudamiento productivo.

Pese a lo anterior, las políticas económicas del período de globalización financiera se distinguen por evitar políticas monetarias y, especialmente, fiscales contra-cíclicas, no obstante la tasa de interés y la inflación del mercado de capitales estén desligados de la inflación del mercado de capitales.

Una de las principales características de la política monetaria en la actualidad es lograr indicadores macroeconómicos sanos, incluso a expensas de menores niveles de ingreso, reforzándose la caída de la inversión.

De esta forma, se rompe la conexión de los fondos de pensiones con los rendimientos de capital. La valorización de sus activos proviene de las ganancias de capital (proceso inflacionario del mercado de capitales), lo cual, como se detalló anteriormente, genera creciente inestabilidad financiera.

Desde esta perspectiva, Toporowski señala que, para valorizar el ahorro de los trabajadores, los fondos de pensiones privados requieren de crecientes influjos de capital y especulación financiera. Si baja el flujo de ingreso de los fondos de pensiones –por reducción en la actividad económica, reducción del crecimiento del número de trabajadores que cotizan en los fondos de pensiones (se ha cubierto a toda la población asalariada) o porque se alcanza el período de maduración de los fondos de pensiones (mayores egresos en relación con los ingresos de la población activa)– existe el riesgo de que se reduzca el valor de los activos financieros. El menor flujo de capitales reduce la liquidez del mercado, baja el precio de las acciones, pudiendo desatarse la quiebra del sistema financiero (por ejemplo, la salida de los flujos de los inversionistas institucionales de pensiones norteamericanos del mercado financiero mexicano en diciembre de 1994).

## PRIVATIZACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y SU EFECTO EN EL MERCADO FINANCIERO MEXICANO

El proceso de privatización de los fondos de pensiones se inició en 1992, con una etapa de transición, donde las contribuciones de dichos fondos, así como los de la vivienda, se depositaron en cuentas indi-

vidualizadas en los bancos comerciales, constituyéndose el Sistema del Ahorro para el Retiro. A partir de 1997 el sistema de reparto en base a beneficios definidos fue suplantado por un sistema de contribuciones definidas, que fue privatizado afectando únicamente a los trabajadores del sector privado<sup>13</sup>. Contrariamente a lo previsto por los objetivos de la privatización de los fondos de pensiones, ello no incrementó el ahorro financiero. La profundización financiera (M4-M1/PIB), como es de esperarse, respondió a otras variables, como por ejemplo, al crecimiento del ingreso. A raíz de lo anterior puede entenderse el incremento del ahorro financiero en 1992, su caída en 1994 y la recuperación en 1996 (ver Gráfico 1). Debe advertirse que el estancamiento económico iniciado en el año 2000 no provocó una reducción del ahorro financiero, lo cual, en parte, se explica por el crecimiento del volumen y de los precios de los títulos financieros y la ausencia de crisis financiera.

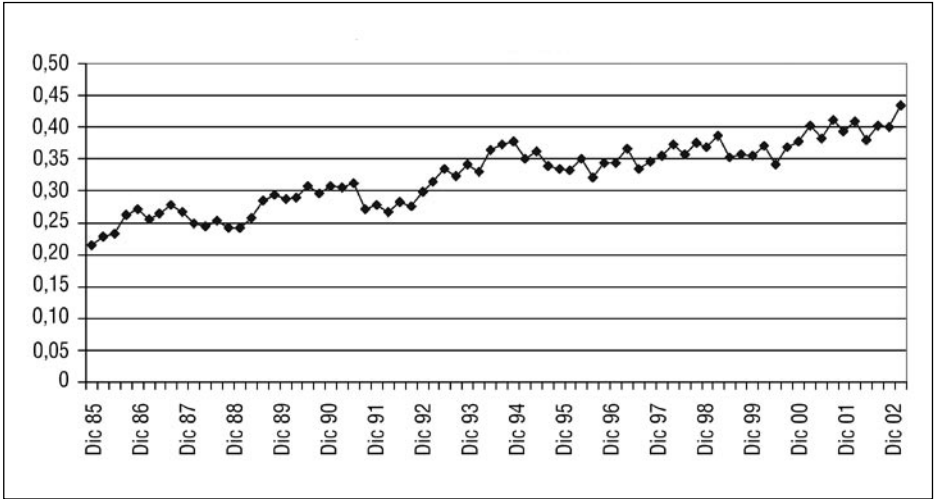
Un segundo elemento del comportamiento de los fondos de pensiones privados, que contrasta con uno de sus objetivos fundamentales (coadyuvar al crecimiento económico), es que no dinamizó el mercado de capitales. Las carteras de inversión de las Sociedades de Inversión Especializadas para el Fondo de Retiros (SIEFORES) tienen una alta concentración de títulos gubernamentales de corto plazo (Levy Orlik, 2003). Ello puede explicarse por la regulación impuesta por la Comisión Nacional del Sistema del Ahorro para el Retiro (CONSAR). Primero, las SIEFORES están impedidas de invertir en títulos de renta variable (no hay reglamentación secundaria); segundo, sólo se imponen límites superiores en la composición de los títulos de la cartera, pudiéndose concentrar la cartera de inversión en un solo título; tercero, se limita al 10% la posibilidad de adquirir títulos bancarios (pese a que el 48% de la deuda bancaria cumple con los requisitos de inversión impuestos por la CONSAR); y cuarto, se privilegia un perfil de instrumentos de corto plazo (al menos el 65% de su cartera debe ser invertida en títulos o instrumentos cuyo vencimiento o duración no sea mayor a 183 días, y en el caso de los valores gubernamentales, a 90 días<sup>14</sup>).

---

13 En base al planteo de Toporowski (2000) se puede argumentar que incluirán a los trabajadores del Estado cuando se requieran fondos extras para enfrentar los pagos, o cuando el gobierno precise recursos financieros adicionales para desplegar su política monetaria.

14 Rubalcaba y Gutiérrez (2000) señalan que el criterio de liquidez no es compatible con las obligaciones de las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES), puesto que la mayoría de las pensiones serán demandadas en períodos muy posteriores a las contribuciones (para marzo de 1999, el 34% de las edades de los trabajadores oscilaba entre 26 y 35 años, y sólo el 5% era mayor de 55 años).

GRÁFICO 1  
PENETRACIÓN FINANCIERA

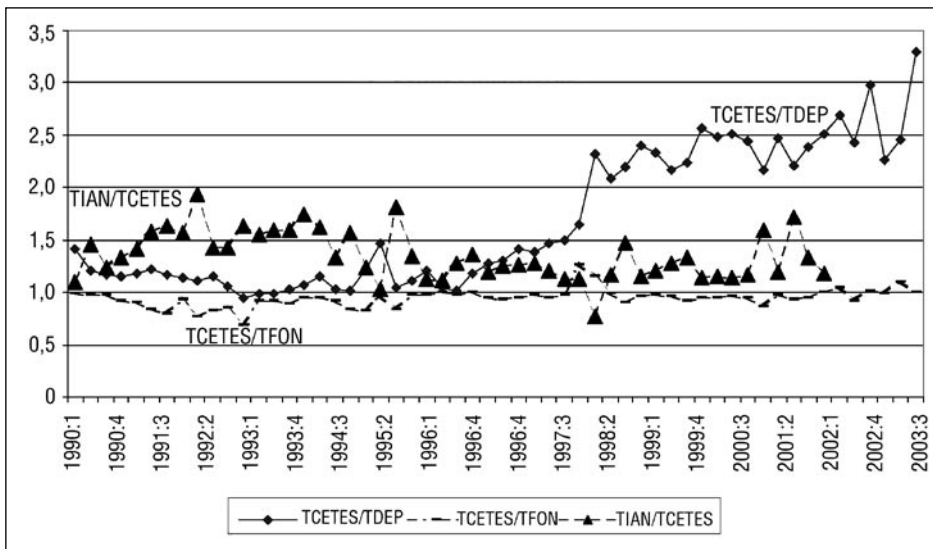


Al analizarse los diferentes márgenes de intermediación entre los instrumentos financieros dominantes en el sistema financiero mexicano es posible verificar la protección que las autoridades monetarias otorgan a los inversionistas institucionales y, en general, al sistema financiero. El margen entre la tasa de certificados a un mes (TCETES1N) –instrumentos que dominan las carteras de las SIEFORES– y la tasa de fondeo (TFON) –tasa de referencia para los bancos comerciales– es casi igual, volviéndose superior a la unidad durante varios trimestres después de 1997, cuando se privatizan los fondos de pensiones (1998/I, 1998/II, 2002/II, 2002/III, 2003/I y 2003/III). Ello implica que los tenedores de bonos gubernamentales, carentes de riesgos, obtienen rendimientos por encima del costo de recursos para los bancos.

El margen entre la tasa de interés activa nominal (TIAN) y la tasa de los CETES (TCETES) tuvo un interesante cambio de comportamiento después de 1995, reforzando nuestra hipótesis acerca de la protección que las autoridades monetarias otorgan a las instituciones financieras. Hasta el tercer trimestre de 1995, el margen entre la TIAN/TCETES es mayor que el margen TCETES/TFON y que el margen entre los CETES y la tasa de depósitos (TDep), conducta lógica por los riesgos inherentes de impago de los créditos productivos (por ejemplo, porque no fluyen las ganancias esperadas).

Sin embargo, después de la crisis, es mayor el margen de intermediación de los TCETES/TDep que el margen entre TCETES/TIAN y TCETES/TFON (estos dos últimos tienen un comportamiento muy cercano). El TCETES/TDep alcanzó una razón de 3,3 en diciembre de 2003, mientras la TIAN/TCETES llegó apenas a un margen de 1,2 puntos en diciembre de 2002 (último período del que se tiene datos de la TIAN<sup>15</sup>). En otras palabras, en el período abierto después de la crisis de 1995, los mayores rendimientos financieros provienen de los títulos gubernamentales que son la base de valorización de las SIEFORES, por disposición de la CONSAR (ver Gráfico 2).

GRÁFICO 2  
BRECHAS FINANCIERAS



Fuente: elaboración propia en base a datos de BANXICO y FMI.

TCETES: tasa de certificados de tesorería a 28 días nominales.

TDET: tasa de depósitos nominales a 28 días.

TFON: tasa de fondeo.

TIAN: tasa de interés activos nominales.

15 El margen entre los CETES y la tasa de depósitos para el mismo período (diciembre de 2002) fue de 2,5.

Pese a las crecientes ganancias de las SIEFORES (Levy Orlik, 2003), incluso en comparación con los demás inversionistas institucionales (sociedades de inversión de instrumentos de deuda y sociedades de inversión común) estas sociedades cobran altísimas comisiones a los trabajadores por operar sus cuentas (alcanzando en algunos trimestres el 30%)<sup>16</sup>.

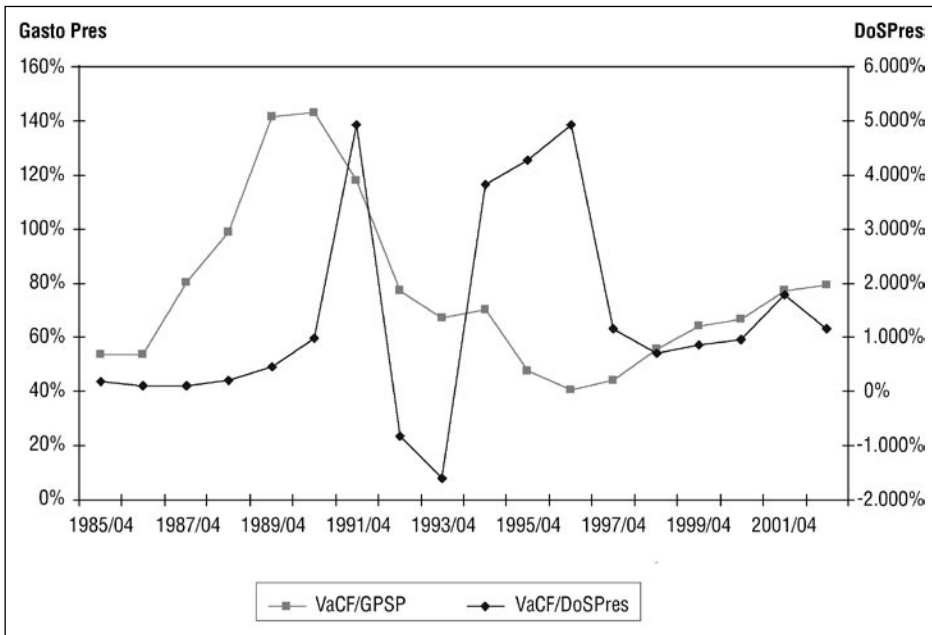
Un tercer elemento importante relacionado con la privatización de las pensiones es que los recursos aportados por los trabajadores no se vinculan ni al financiamiento de gasto del sector público ni al déficit. De manera general, podemos señalar que desde la desregulación financiera, la emisión de bonos gubernamentales (se consideran los que están a cargo del gobierno federal, excluyéndose los colocados con propósito de regulación monetaria) tiene un aumento vertiginoso y no se relacionan al gasto programado (incluye el gasto corriente, de capital y transferencias) ni a las necesidades del déficit presupuestal (la diferencia entre gasto e ingreso programable). En los años ochenta hay un continuo crecimiento de la emisión de bonos gubernamentales, emitiéndose en 1989 y 1990 más bonos que volumen de gasto (alrededor de 40%). Después de 1992 se emiten menos títulos que el monto del gasto representado, aunque su relación oscila entre 50 y 70%. La emisión de bonos en referencia al déficit (denominada en el eje derecho del Gráfico 3) no tiene relación alguna. Los bonos son más que suficientes para cubrir el déficit, llegando a cifras de 4.000 y 5.000%. La emisión de bonos, por lo tanto, está relacionada con mantener el tipo de cambio fijo a través de la atracción de activos de inversión de cartera, o reducir la actividad productiva para bajar las presiones sobre la cuenta corriente (ver Gráfico 3).

---

16 Ver información de la Comisión Nacional del Sistema del Ahorro para el Retiro (CONSAR) en <<http://www.consar.gob.mx>>.

## GRÁFICO 3

## VALORES GUBERNAMENTALES EN RELACIÓN A GASTO DE GOBIERNO



Fuente: elaboración propia en base a datos de BANXICO.

VaCF: valores a cargo del gobierno federal.

GPSP: gasto programado del sector público (incluye gasto corriente, de capital y transferencias).

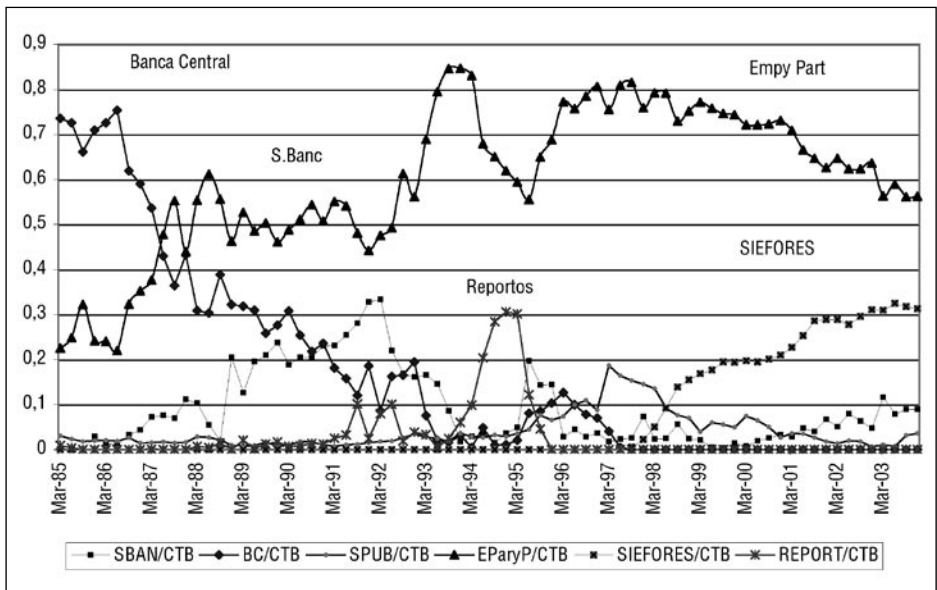
DoSPres: déficit o superávit presupuestal (la diferencia entre gasto e ingreso programable).

Esta situación se asemeja a la señalada por Toporowski en los países industrializados en tanto la emisión de títulos no está relacionada con el financiamiento del gasto. Con la gran diferencia de que en el caso del sistema financiero mexicano los emisores de bonos son de origen público y en base a títulos de renta fija, por lo que el conjunto de la sociedad asume las ganancias y, especialmente, las pérdidas.

Respecto de la tenencia de los valores gubernamentales (se incluyen los bonos con propósitos de regulación monetaria) es posible verificar que una proporción importante de estos es retenida por instituciones financieras (ver Gráfico 4). En el segundo quinquenio de los ochenta dominó la tenencia de la banca central, incrementándose la participación de los bancos comerciales a fines de aquella década. En 1992, estos lograron retener un monto superior al 30% de los valores gubernamentales emitidos. Las empresas privadas y los particulares,

en tanto, incrementan su participación de manera asombrosa en el primer quinquenio de los noventa, lo cual se explica por la compra de títulos gubernamentales por parte de no residentes. Luego se presenta una fuerte caída en marzo de 1994, que se repone en 1996 y vuelve a disminuir a partir de 2001. Llama la atención que la caída de la participación de las empresas privadas y particulares coincide con el aumento de la participación de las SIEFORES, las cuales al final del período retuvieron un monto superior al 30% de la emisión de los bonos gubernamentales (ver Gráfico 4).

GRÁFICO 4  
VALORES GUBERNAMENTALES SEGÚN TENENCIA



Fuente: elaboración propia en base a datos de BANXICO.

CTBA: cartera de valores gubernamentales (incluye valores con propósitos de regulación monetaria).

SBAN: sector bancario.

BC: banca central.

SPUB: tenencia del sector público.

EMPYPART: empresas particulares y personas.

SIEFORES: sociedades de Inversión de Fondos de Retiro.

Un elemento adicional es el divorcio entre el gasto de la inversión y la tasa de interés. Con excepción del período de la crisis financiera (1995),

que provocó un drástico aumento en la tasa activa nominal y real y una fuerte reducción en la tasa de crecimiento de la inversión privada, hay una relación muy fuerte entre ambas variables, a partir de lo cual es posible señalar que los determinantes del crecimiento de la inversión son relativamente independientes del costo del capital. Ello se debe a que la inversión no se financia en el mercado financiero nacional, está gobernada por las expectativas futuras de la tasa de ganancia, muy ligada a la evolución de la economía estadounidense, y el movimiento del tipo de cambio ejerce un efecto importante en los costos de las ganancias, aunque después de la crisis el efecto traspaso se ha debilitado. Por consiguiente, hay más concordancia entre el movimiento del gasto de la inversión y la tasa de devaluación.

## CONCLUSIONES

El propósito de este trabajo ha sido analizar el impacto de la privatización de los fondos de pensiones en el sistema financiero. La importancia de los inversionistas en el sistema financiero puede examinarse desde distintas perspectivas teóricas. La teoría dominante –no desarrollada por nosotros aquí– los considera instituciones clave por su papel en la intermediación financiera. Nosotros decidimos argumentar la importancia de los fondos de pensiones en el contexto de la demanda efectiva, que supone que el ahorro estabiliza el crecimiento (circuito FIS).

Basándonos en la asimetría entre los vencimientos de las deudas y las utilidades de las empresas, señalamos la aparición de riesgos que pueden detener el gasto de la inversión. Según Keynes, estos pueden ser neutralizados por el proceso del fondeo, donde los inversionistas institucionales tienen una función fundamental en la creación del ahorro financiero.

Este argumento presenta dos fuentes de cuestionamientos. Una es ofrecida por el propio Keynes, que plantea la generación de inestabilidad financiera cuando el mercado de capitales está dominado por inversionistas “profesionales”, cuyo objetivo es la obtención de ganancias de capital. De hecho, Keynes, a lo largo de su vida, cuestionó el libre movimiento de capitales y defendió las restricciones al movimiento de capital para evitar las ganancias de capital (esto es, especulativas). Por consiguiente, las economías que se distinguen por tener sistemas financieros liberalizados no son propicias para el binomio fondos de pensiones-crecimiento económico. Bajo estas condiciones, los fondos de pensiones privados no respaldarían el crecimiento económico, sino que por el contrario, generarían constantes crisis económicas, pudiendo no valorizarse el ahorro de los trabajadores.

Toporowski, partiendo de un razonamiento diferente, argumenta que los inversionistas institucionales crean inestabilidad financiera.



Desde su perspectiva, estos agentes obtienen sus ganancias por continuos incrementos en los precios de los títulos financieros, que promueven estructuras financieras Ponzi que desvinculan al mercado de capitales del financiamiento de la inversión, creándose deudas crecientes independientes de las decisiones de inversión.

En los países emergentes, particularmente en México, la valorización de los ingresos de los fondos de pensiones se realiza en base a títulos de deuda gubernamental de corto plazo, en un contexto de altos márgenes de ganancias para el sector financiero. El gobierno debe incrementar el rendimiento de los títulos para volverlos atractivos, creando altos costos financieros al erario público, desvinculando el gasto y, principalmente, el déficit fiscal de la emisión de bonos. Gran parte del ingreso obtenido por la venta de bonos es utilizado para enfrentar el pago de intereses de la deuda interna y externa, así como los diversos rescates financieros –por ejemplo, bancos, carreteras, etc. Los fondos de pensiones se apoderan de crecientes ganancias mediante instrumentos libres de riesgos e, incluso, imponiendo altos costos de intermediación que reducen la valorización de los fondos de retiro de los trabajadores. O sea, estos inversionistas institucionales se vuelven disfuncionales al crecimiento económico, reafirmandose, aunque en otro contexto, el planteo de Toporowski.

La debilidad del mercado de capitales en los países emergentes y la corriente privatizadora de los fondos de pensiones requieren de soluciones mucho más imaginativas para que sean eficientes para el crecimiento económico. No deben ingresar al mercado de capitales dominado por especuladores y deben ligarse directamente al financiamiento de la inversión, por ejemplo, dirigiendo dichos recursos a industrias estratégicas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Chick, Victoria 1990 (1983) *La macroeconomía según Keynes* (Madrid: Alianza).
- Chick, Victoria 1992 “The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest” in Arestis, P. y Dow, S. (eds.) *Money, method and Keynes: selected essays of Victoria Chick* (New York: St. Martin Press).
- Chick, Victoria 1993 “Evolution of the banking system and the theory of monetary policy” in Frowen, Stephen F. (ed.) *Monetary theory and monetary policy: new tracts for the 1990s* (New York: St. Martin Press).
- Chick, Victoria y Dow, S. 2002 “Monetary policy with endogenous money and liquidity preference: a non dualistic treatment” in *Journal of*

- Post Keynesian Economics* (New York: M.E. Sharpe) Vol. 22, N° 4, Summer.
- Davidson, Paul 1972 *Money and the real world* (England: Macmillan).
- Davidson, Paul 1986 "Finance, funding, saving, and investment" in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M.E. Sharpe) Vol. 9, N° 1, Autumn.
- Galbis, V. 1976 "Estructuralismo y liberalización financiera" en *Finanzas y Desarrollo*, Junio.
- Girón, Alicia y Levy Orlik, Noemí 2003 "Los bancos que perdimos. De la desregulación a la extranjerización del sistema financiero", mimeo.
- Fisher I. 1933 "The debt deflation theory of great depression" in *Econometrica*, Vol. 1, N° 4, October.
- Fry M. J. 1982 "Models of financially repressed developing economies" in *World Development* Vol. 10, N° 9.
- Kalecki, M. 1977 (1971) *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista 1933-1970* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Keynes, John Maynard 1973 (1937) "The ex-ante theory of the rate of interest" in Moggridge, Donald (ed.) *Collected Working of John Maynard Keynes* (England: Macmillan) Vol. XIV.
- Keynes, John Maynard 1986 (1936) *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Levy Orlik, Noemí 2001 "Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1984", FE-UNAM, mimeo.
- Levy Orlik, Noemí 2003 "El efecto de los fondos de pensiones en el financiamiento y fondeo y sus nexos con el crecimiento económico en México" en Mántey, G. y Levy Orlik, Noemí (eds.) *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados* (México: UNAM-DGAPA-ACATLAN-PORRUA).
- McKinnon, R. I. 1973 *Dinero y capital en el desarrollo económico* (México: CEMLA).
- Meza Lago, Carmelo 2000 "Estudio comparativo de los costos fiscales de la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina" en *Financiamiento del Desarrollo* (CEPAL) N° 93.
- Minsky, Hyman 1986 *Stabilizing an Unstable Economy* (New Haven: Yale University Press).
- Minsky, Hyman 1987 (1975) *Las razones de Keynes* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Rochon, L. P. 1999 "Horizontalist and structuralist credit and endogenous money" in Rochon, L. P. y Vernango, M. (eds.) *Credit, money and production: an alternative Post-Keynesian approach* (Reino Unido: Edward Elgar).

- Rubalcava, Luis y Gutiérrez, Octavio 2000 “Políticas para canalizar mayores recursos de los fondos de pensiones hacia la inversión real en México” en *Serie Financiamiento de Desarrollo* (México: CEPAL), julio.
- Singh, A. 1996 “Pension reforms, the stock market, capital formation and economic growth: a critical commentary on the World Bank’s proposals” in *CEPA Working Paper* (New York: Center for Economic Policy Analysis, New School for Social Research) April. En <<http://www.newschool.edu/cepa/papers/archive/cepa0102.pdf>>.
- Studart, R. 2002 “Liberalización financiera, mecanismos de financiamiento de la inversión y el crecimiento: elementos de preocupación” en Mántey, G. y Levy Orlik, Noemí (eds.) *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo* (México: UNAM, DGAPA.ACATLAN-PORRUA).
- Toporowski, J. 2000 *The end of finance capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism* (England: Routledge Frontiers of Political Economy).
- Zysman, John 1987 (1983) *Governments, markets, and growth. Financial systems and the politics of industrial growth* (United States: Cornell University Press).

## CUARTA PARTE

### ALGUNAS PROPUESTAS



ALFREDO DELGADO GUZMÁN\*

## CALIFICADORAS Y COSTOS FINANCIEROS ASOCIADOS CON LA CALIFICACIÓN RIESGO-PAÍS

### INTRODUCCIÓN

La finalidad del presente trabajo es mostrar la importancia que puede tener para nuestro país la creación de un Instituto Nacional de Calificación que evalúe los aspectos de riesgo de la deuda de las pequeñas y medianas empresas, ya que no debemos olvidar que nuestra economía está fundamentalmente constituida por este tipo de empresas.

En primer lugar abordaré aspectos generales de las calificadoras y el riesgo país. Luego me referiré a cómo se ha manejado el grado de inversión en México, para pasar a los costos financieros que implica para una empresa el obtener la calificación de su riesgo. Finalmente presento la propuesta para crear un Instituto Nacional de Calificación, así como los requisitos que a mi parecer debe tener dicha institución.

### LAS EMPRESAS CALIFICADORAS EN SU ORIGEN

Las primeras calificaciones de emisiones fueron realizadas en el año 1909 por John Moody (nombre que más tarde, en la década del veinte,

\* Profesor y coordinador de la Maestría en Finanzas la Facultad de Contaduría y Administración. Maestro en Finanzas por la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Ha dictado cursos y conferencias nacionales e internacionales; colaborado en revistas de circulación nacional e internacional. En el ámbito profesional se ha desempeñado en diferentes cargos en empresas privadas y despachos contables y financieros.

fue tomado para una de las más importantes calificadoras de riesgo de la actualidad: Moody's Investors Service). Cabe señalar que los servicios de calificación de riesgos para los inversionistas en renta fija habían sido iniciados en 1860, por Henry V. Poor, en el mercado estadounidense.

#### DEFINICIÓN DE LAS CALIFICADORAS

Las calificadoras pueden ser definidas como empresas que se encargan de evaluar la situación económica de un país, según plantea Gorfinkiel (2003), es decir, la situación financiera de la empresa o país emisor de la deuda. Las más conocidas mundialmente son Standard & Poor's (S&P), Fitch Ratings, y Moody's.

Estas empresas se dedican a medir, a través de sus tasas, la capacidad y la intención de pago en efectivo de un deudor (trátase de un país, un estado, un municipio o una empresa), en tiempo y en forma; vale decir, miden la probabilidad o el riesgo de incumplimiento de quien debe un dinero o se va a endeudar (Blanco, 2003).

#### FUNCIONES DE LAS CALIFICADORAS

Las calificadoras se han dado a la tarea de volver popular el término *riesgo país*. ¿A qué se le da ese nombre? Es el pago extra que realiza el país al emitir sus bonos, en comparación con el título del Tesoro de Estados Unidos. O sea, es la sobretasa que tiene que dar a los inversionistas para que vean más atractivo al país e inviertan en él.

Tal como lo consigna S&P, la calificación de deuda en su escala CaVal (Bress, Cavanaugh y Ogawa, 2003) es la expresión de una opinión acerca de la probabilidad y riesgo relativo de la capacidad e intención de un emisor de un título de crédito colocado en el Mercado de Valores de México de efectuar su pago precisamente en el plazo acordado.

Generalmente, para estas empresas, la calificación del riesgo soberano es la calificación máxima que puede obtener –tanto en moneda local como extranjera– cualquier gobierno local o regional domiciliado en ese país.

A través de esa calificación otorgan “lo más importante” para algunos países, lograr el tan esperado y deseado grado de inversión, que es otorgado por las empresas calificadoras de riesgo a los bonos de países que tienen una nota superior a BB, y que garantiza un riesgo bajo (Macchi, 2003).

Los beneficios que se pueden obtener al conseguir el grado de inversión son muy variados, por ejemplo, mayor confianza por parte del mundo, mayor confianza del mundo inversionista en la capacidad del gobierno mexicano de pagar lo que debe, reducción del componente real de las tasas de interés, posibilidad para empresas y gobierno de

endeudarse a mayor plazo y a menores tasas, mayor oferta de capitales internacionales, y el tipo de cambio podría apreciarse (Blanco, 2003).

La organización de los mercados financieros contemporáneos depende en gran medida de las funciones desempeñadas por las calificadoras de riesgo, ya que la desregulación financiera y la globalización han conducido a que una parte muy importante de los inversores internacionales y nacionales estén constituidos por inversionistas institucionales. Estos a su vez toman decisiones de colocación por parte de sus administradores, considerando precisamente los niveles de riesgo de cada posición, y específicamente las calificaciones que le han sido otorgadas a tal o cual emisión de deuda. Incluso forman sus carteras tomando en consideración las diversas porciones que deben colocar en función de la calificación de los títulos. Así por ejemplo, cuando un título cae en su calificación habrá inversionistas institucionales que se verán obligados a vender pues no pueden mantener en su cartera más que un cierto nivel y composición de riesgo. O bien, por ejemplo, cuando un cierto título obtiene una mayor calificación, entonces habrá un mercado más amplio pues un mayor número de inversionistas podrá adquirirlo y mantenerlo en su cartera.

#### GRADO DE INVERSIÓN EN MÉXICO

A continuación se presentan las escalas de calificación crediticia de las agencias calificadoras, que reflejan las calificaciones que tiene México a septiembre de 2003, las perspectivas de las mismas y las fechas en que se obtuvieron (Garbarino, 2003).

Como puede observarse, México se encontraba en el grado de “capacidad adecuada de pago” para las tres calificadoras, con un nivel más favorable por parte de Moody's. Aunque en los últimos meses de 2004 le fue otorgado el grado de inversión más bajo por parte de las tres más importantes calificadoras.

Hay que recordar que las calificadoras realizan este análisis sobre la base de aspectos estructurales (de largo plazo) más que coyunturales (de corto plazo), motivo por el cual México se ve sometido a alcanzar una variedad de metas muy diversas en diferentes ámbitos a fin de mejorar la posición de las calificadoras.

México ha tenido una conducta ejemplar a juicio de los grupos de acreedores. Ha sido un ejemplo, puesto que no ha caído en moratoria desde 1982 y ha mantenido un continuo interés por la reestructuración de pasivos adaptándose a las fórmulas recomendadas por los acreedores. Además, sostuvo un compromiso constante con el Fondo Monetario Internacional y con el Banco Mundial, de manera que no ha incurrido en demoras de pago que puedan obligar a la formación de reservas de sus acreedores. A pesar de ello, solamente hasta el año 2000 le fue otorgado el grado de inversión a la deuda externa pública.



## ESCALA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

		<b>MOODY'S</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>FITCH</b>
<b>Grado de inversión</b>	Aaa	Máxima calidad	AAA	AAA
	Aa1 Aa2 Aa3	Alta calidad	AA+ AA AA-	AA+ AA AA-
	A1 A2 A3	Fuerte capacidad de pago	A+ A A-	A+ A A-
	Baa1 Baa2 MEX Baa3	Capacidad adecuada de pago	BBB+ BBB BBB - MEX	BBB+ BBB BBB - MEX
<b>Grado especulativo</b>	Ba1 Ba2 Ba3	Pago probable, pero incierto	BB+ BB BB-	BB+ BB BB-
	B1 B2 B3	Alto riesgo	B+ B B-	B+ B B-

Fuente: elaboración propia a partir de la información de cada empresa calificadora.

Ello significa que los deudores de México y especialmente los deudores del sector público han estado sometidos a pagar elevadas sobretasas por los préstamos recibidos o los bonos colocados en el mercado. Las calificaciones de deuda han impuesto un elevado costo en intereses de la deuda mexicana por muchos años. Lo mismo puede decirse la deuda pública de otros países de América Latina, elevándose de manera cuantiosa los pasivos por este concepto, y contribuyendo así también al sobreendeudamiento y a la imposibilidad de enfrentar los pasivos tal y como es del interés de los diversos acreedores.

### ¿POR QUÉ ES MÉXICO SUJETO A INVERSIÓN?

México es sujeto a inversión, entre otros aspectos, por lo siguiente.

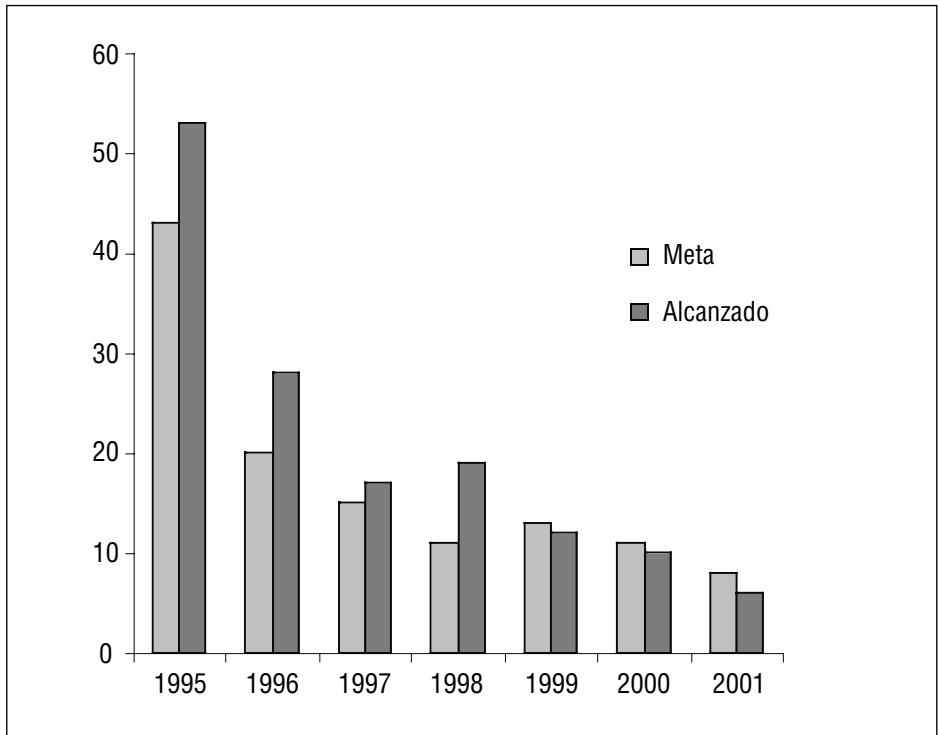
#### DISMINUCIÓN EN LA DEUDA EXTERNA

Se ha conseguido una disminución en la deuda pública externa (aunque con la administración de deuda están aumentando los pasivos contingentes). Sin embargo, el total de la deuda del sector público, incluyendo la de empresas gubernamentales y todos los pasivos contingentes bajo el programa de inversión Pidiregas, ha sido inferior al 50% del Producto Interno Bruto (PIB) en los últimos años.

## MEJORA DEL MARCO POLÍTICO

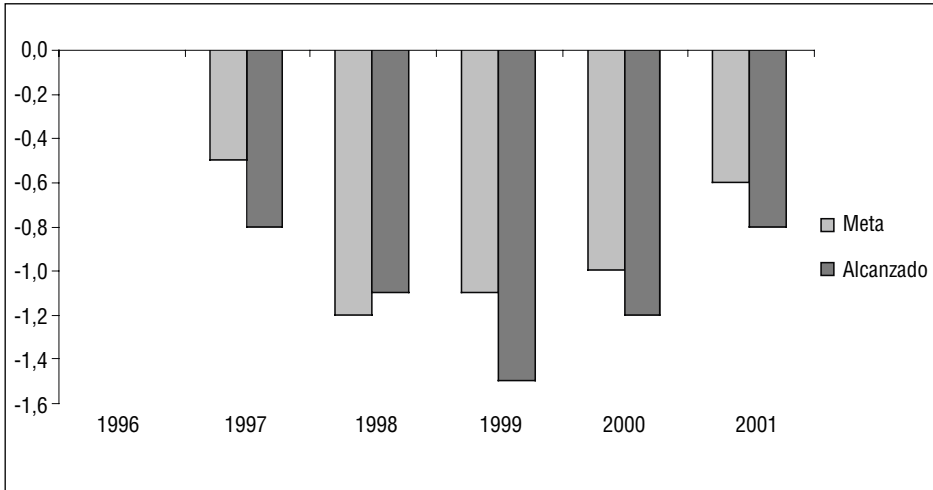
Se mejoró el marco de la política empresarial, sobre todo en materia inflacionaria a partir del año 2000, con importantes descensos en el gasto público real y en el déficit público, llegándose incluso a sostener un superávit primario superior a los 2 puntos porcentuales del PIB. El control de la inflación se convirtió en la principal meta macroeconómica de la actual administración, y esta se ha alcanzado por diversos factores, entre otros: la caída de la inflación en los países desarrollados y principales socios comerciales; las elevadas tasas de interés reales que se mantienen atractivas para ahorradores locales y especialmente extranjeros; la paulatina revaluación real del peso, lo que ha implicado anular el efecto de las presiones cambiarias sobre la formación de precios en una economía actualmente muy abierta y desregulada.

GRÁFICO 1  
INFLACIÓN



Fuente: Casa de Bolsa Arka (2003).

GRÁFICO 2  
FINANZAS PÚBLICAS



Fuente: Casa de Bolsa Arka (2003).

#### RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA

Una férrea disciplina fiscal y una baja presión sobre el peso mexicano han fortalecido el cumplimiento de las metas macroeconómicas del país. Los aspectos decisivos fueron: contención fiscal sostenida, gastar en cortes hechos durante el año, medidas administrativas que resultaron en réditos ganados, política monetaria suavizada con nula presión en el peso. Los recortes presupuestales y el orden político en materia de tipo de cambio han favorecido el blindaje económico del país, aun cuando este blindaje significa un enorme recorte del gasto público, especialmente el gasto destinado a educación y salud de la población.

#### CONTINUIDAD EN LA RELACIÓN CON ESTADOS UNIDOS

Aun cuando existen opiniones encontradas, el Tratado de Libre Comercio del Norte no ha favorecido las relaciones comerciales de México ni en relación con los países participantes ni en relación con América Latina. Sin embargo, este convirtió al país en una plataforma de exportación para los grandes corporativos transnacionales de algunos países desarrollados como Japón, Francia, España y Alemania.

#### SEÑALES DE TRANSICIÓN Y MADUREZ POLÍTICA

Dos gobiernos sucesivos sin control del Congreso no pudieron cumplir con sus objetivos fiscales, y los problemas de la recaudación

tributaria persisten. México es de los países de menor recaudación de todo el mundo. El presupuesto público se ha podido mantener en estos años gracias a los aumentos en el precio internacional del petróleo y a la elevada imposición que la empresa petrolera soporta, aunque ello le ha significado un elevado nivel de descapitalización e imposibilidad de enfrentar los requerimientos más urgentes de inversión.

No obstante, México debe sortear internamente otros aspectos de corte macroeconómico, tales como el de incrementar la base de recaudación fiscal para ampliar la inversión en el sector productivo del país, trabajar arduamente con los partidos políticos y contar con una reforma estructural en materia fiscal, y de reforma del Estado para fortalecer la economía y la planeación en el país.

Podemos resumir lo dicho en tres cuestiones que México debería resolver para continuar con su crecimiento interno y resultar atractivo a la inversión extranjera directa: una baja tasa de impuestos a la deuda gubernamental que limita la inversión productiva; un lento progreso en las reformas estructurales que mina la competitividad; diferencias sustanciales en clases sociales.

## LIMITACIONES PARA QUE MÉXICO ACTUALICE LA CALIFICACIÓN CREDITICIA

Por otra parte, existe una serie de limitaciones para que las agencias calificadoras le actualicen a México la calificación y este pueda continuar teniendo el grado de inversión asignado hasta el momento. Las propias agencias de calificación de riesgo han sido vanguardia en la imposición de políticas y reformas económicas para facilitar la entrada de capital extranjero, las privatizaciones, la redirección del gasto público, entre otras. Es por ello que estas se plantean la necesidad de enfocar lo siguiente:

### *Un marco institucional comparativamente débil*

- Entorno legal y regulatorio.
- Estándares de gobierno corporativo y público.

### *Falta de reformas estructurales*

- Reforma fiscal.
- Sector energético.
- Reforma laboral.

### *Adecuado crecimiento económico y competitividad en exportación*

- Baja inversión del sector público.
- Escaso nivel de prestación de servicios básicos.

*Desafío de fortalecer las finanzas públicas para atender la creciente presión de gasto en los próximos años*

- Estrecha base tributaria.
- Ingresos no petroleros inferiores al 11% del PIB.

En este sentido no será fácil ni para México ni para los países de América Latina emprender las reformas que constantemente son planteadas por el grupo de acreedores, incluyendo las agencias calificadoras, mientras que ello significa profundizar las desigualdades sociales, recortar el gasto público, y mantener o empeorar las condiciones de ingobernabilidad que ello ha provocado. Así, los gobiernos que más a fondo desean llevar las reformas consideradas, son lo que deben arriesgar más frente a los movimientos sociales que les consideran crecientemente ilegítimos y que deben renunciar. Estudiemos ahora la relación entre las calificaciones soberanas y las calificaciones corporativas.

### CALIFICACIONES CORPORATIVAS Y SOBERANAS

Las mayores agencias calificadoras de riesgo se plantean una relación estrecha entre el riesgo soberano y la calificación de riesgo para la deuda corporativa. En ese sentido se plantea que el riesgo país tiene un papel crítico en la determinación de todas las calificaciones corporativas. De manera que estos riesgos se suman a la hora de que el mercado los evalúe:

Riesgo económico + Riesgo de la industria

Dentro del riesgo económico se encuentran los siguientes factores: perspectivas de crecimiento del país, volatilidad de la economía, tendencias de la inflación y tasas de interés, entre otros (Feinland Katz y Sprinzen, 2002). En tanto, el riesgo de la industria contempla riesgos laborales, problemas de infraestructura, etcétera.

### FACTORES DE RIESGO SOBERANO DE RELEVANCIA EN EL ANÁLISIS DE RIESGO CORPORATIVO EN MERCADOS EMERGENTES

A continuación presentamos los factores que se considera que las empresas deben tener en cuenta para afrontar la evaluación de su riesgo (Feinland Katz y Sprinzen, 2002):

### VARIACIONES DEL TIPO DE CAMBIO/CONTROLES CAMBIARIOS

Como empresa se debe considerar el margen operativo que se obtendrá en caso de que haya una devaluación, ya que este tenderá a disminuir. También se debe contemplar el riesgo en las inversiones en caso de que se requiera importar equipo.

## COBERTURAS/POLÍTICA FINANCIERA

Aunque las empresas no se encuentran acostumbradas a realizar coberturas cambiarias a largo plazo (por el costo que ello representa), es sano que lo hagan ya que las protege ante el riesgo de devaluaciones cambiarias.

*Riesgo político*

- Tomar en cuenta la posibilidad de que se lleguen a presentar movilizaciones civiles que terminen en una guerra civil.

*Volatilidad macroeconómica*

- ¿Se encuentran vinculadas las proyecciones de la empresa con las de la economía del país?

*Riesgo institucional: sistema legal/cultura crediticia/corrupción*

- Contemplar las cuestiones legales y jurídicas del país. ¿Qué tan confiable es el sistema judicial? ¿Qué nivel de corrupción tiene el país?

*Transparencia contable y transparencia en la información suministrada*

- ¿Existen organismos que regulen la información contable? ¿Son auditadas las empresas? ¿Se cuenta con la información contable/financiera a tiempo?

*Subsidios/regalías/impuestos*

- ¿Qué tipo de subsidios otorga el gobierno? ¿Clase de impuestos?

*Regulaciones gubernamentales*

- Verificar las regulaciones gubernamentales del país a establecerse.  
- ¿Existen posibilidades de que el gobierno modifique las regulaciones y afecte a la empresa?

*Problemas de infraestructura y laborales*

- ¿Se cuenta con todos los servicios públicos necesarios para el buen desempeño de las funciones de la empresa? ¿Se cuenta con caminos y vías de acceso adecuadas para que llegue la materia prima?

*Inflación*

- Expectativas de inflación del país.

## COSTOS FINANCIEROS CORPORATIVOS: MÉXICO

Como toda empresa, las calificadoras están sujetas a las fuerzas de la oferta y la demanda para establecer sus cuotas por servicios; adicionalmente consideran el tamaño de la empresa, aspectos cuantitativos y cualitativos de la misma, así como el sector de desempeño al que la empresa pertenece. Los costos promedio encontrados entre las tres principales calificadoras con mayor presencia en México (Ficht, Standard y Moody's)

por otorgar una calificación oscilan entre 4 y 40 mil dólares. Estas cantidades integran un costo financiero determinado por el costo-país, más un estrés corporativo de cuando menos el 0,1% de la operación a realizar.

Finalmente, cabe señalar que por parte de las empresas, la elección entre una u otra calificadora no estará directamente determinada por la calidad, precio y servicio que cada una de ellas ofrece, puesto que existe un elevado comportamiento de monopolio ligado a los procesos de financiamiento corporativo.

## REPERCUSIONES

Es posible establecer al menos dos tipos de repercusiones de los costos observados en el punto anterior para las empresas en México: microeconómicas y macroeconómicas.

Las repercusiones microeconómicas resultan en el hecho de que no todas las empresas pueden pagar los costos de someterse a un estudio para obtener una calificación. Esta les podría permitir acceder a créditos financieros con mucha mayor facilidad, por lo que el obstáculo económico limita la posibilidad de crecimiento de muchas de las empresas mexicanas.

A nivel macroeconómico, se está frenando el crecimiento y permanencia en el mercado de miles de pequeñas y medianas empresas que podrían fortalecer la consolidación de la industria mexicana.

## CONCLUSIÓN

Por lo anteriormente expuesto y a manera de conclusión, se ha venido trabajando en proponer la creación de un Instituto Nacional de Calificación, que contribuya a normar los criterios de conformación de cartera de los inversionistas institucionales, pero que al mismo tiempo tenga una capacidad autónoma local, y que contribuya a la reordenación de los flujos de financiamiento en el país. Se propone que dicho Instituto cumpla con, al menos, los siguientes requisitos:

- Ser un órgano independiente.
- Financieramente viable.

Se considera asimismo que este Instituto tendrá en una primera etapa que depender del presupuesto gubernamental, pero muy pronto podría alcanzarse una etapa de autosuficiencia presupuestal.

Se considera que debiera dirigirse a partir de los siguientes principios:

- Derecho y deber de confidencialidad.
- Transparencia.
- Multidisciplinario.
- Costos bien definidos (micro, pequeña, mediana y gran empresa).

Si bien es cierto que esta propuesta no representa la solución perfecta a los problemas económicos de las empresas mexicanas, se considera que es un buen primer paso para transitar en ese sentido y contribuir al crecimiento y desarrollo económico del país.

## BIBLIOGRAFÍA

- Blanco, Renato 2003 “¿Dejando la zona chatarra?” en *Hipermarketing*, agosto. En <<http://www.hipermarketing.com/nuevo%204/columnnas/renato/nivel3chatarra.html>>.
- Bress, David; Cavanaugh, Marie y Ogawa, Takahira 2003 “Calificaciones crediticias soberanas: un resumen” en *Standard & Poor's*, abril. En <<http://www.standardandpoors.com>>.
- Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF) 2003 “La actividad financiera de diferentes sectores. ¿Para qué me sirve la calificación de un valor?” en *CONDUSEF*, agosto. En <[http://www.condusef.gob.mx/revista/proteja/art\\_bursatil/calificaciones\\_valores.htm](http://www.condusef.gob.mx/revista/proteja/art_bursatil/calificaciones_valores.htm)>.
- Feinland Katz, Laura y Sprinzen, Scott 2002 “Actualización de los criterios de calificación en moneda local: importancia del riesgo país para los sectores corporativos y de infraestructura” en *Standard & Poor's*, 6 de noviembre. En <[www.standardandpoors.com/LatinAmerica/Spanish/referencia/articles/02.11.06\\_Moneda\\_Local.html](http://www.standardandpoors.com/LatinAmerica/Spanish/referencia/articles/02.11.06_Moneda_Local.html)>.
- Garbarino, Jorge 2003 “Las calificadoras de riesgo y la medición” en *Portalvalores*, julio. En <<http://www.portalvalores.com>>.
- Gorfinkiel, Dense 2003 “Una calificadora alternativa del riesgo país en *D3e*, agosto. En <<http://www.globalizacion.org/calificadora>>.
- Macchi, Julio A. 2003 “Bonos, preguntas más frecuentes”, agosto. En <<http://www.jmacchi.com.ar/4.html>>.
- Pontoni, Alberto 2003 “Riesgo país”, julio. En <[http://www.clubmacro.org.ar/riesgo\\_pais.htm](http://www.clubmacro.org.ar/riesgo_pais.htm)>.



JAN KREGEL\*

**ESTABILIDAD FINANCIERA  
INTERNACIONAL, FLUJOS DE CAPITAL  
Y TRANSFERENCIAS NETAS HACIA LOS  
PAÍSES EN DESARROLLO\*\***

INTRODUCCIÓN

Uno de los mayores obstáculos para el uso eficiente del financiamiento externo en el proceso de desarrollo ha sido la persistencia de crisis financieras. Sin embargo, no sólo han sido persistentes las crisis financieras desde que allá por 1820 se inició el financiamiento externo en América del Sur; sino que en muchos países, como resultado de esas crisis, la movilización de recursos externos para el desarrollo ha producido justamente el efecto contrario, pues son los países en desarrollo los que proporcionan flujos de recursos de capital netos a los países desarrollados. De hecho, el ex presidente de Brasil Getulio Vargas se quejó de que entre 1939 y 1951 (con la excepción de 1947), su país había experimentado continuos flujos financieros netos negativos (Moura, 1959: 26-27)<sup>1</sup>.

\* Funcionario de alto nivel de la United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). Doctor en Economía, Rutgers University. Research Student, Facultad de Economía y Política, Universidad de Cambridge, EE.UU. Jefe de Análisis Político y Desarrollo, Oficina del Financiamiento del Desarrollo del Departamento de Naciones Unidas sobre Asuntos Económicos y Sociales.

\*\* Traducción de Wesley Marshall y Atón Herrasti. Revisión de Alma Chapoy Bonifaz.

---

<sup>1</sup> Según la CEPAL (1959: 29) Argentina también tuvo salidas netas en el período 1900-1944, por un monto aproximado de 46 mil millones de dólares.

Tras la crisis financiera asiática, un objetivo de los esfuerzos para construir una nueva arquitectura financiera es crear un ambiente financiero internacional estable mediante la introducción de varias reformas que mejoren las prácticas de operación, supervisión, y regulación de las instituciones y de los mercados financieros en los países en vías de desarrollo. Quienes están familiarizados con la historia de los mercados financieros internacionales durante los siglos XIX y XX pueden dudar del éxito de esos esfuerzos<sup>2</sup>. Pero además del escepticismo del historiador, la teoría sugiere también que aun en ausencia de factores tales como fraude financiero, venalidad, burbujas, comportamiento de manada y políticas procíclicas, la inestabilidad puede ser el estado normal de las cosas en los mercados financieros, incluso cuando la economía está en una expansión estable. En este trabajo se pretende discutir una de las tesis centrales de Hyman Minsky (1986) sobre fragilidad financiera, que afirma que la inestabilidad financiera es un proceso endógeno generado por la estabilidad económica y financiera. La implicación de su descripción teórica de la evolución de los mercados financieros sugiere que, aun si se tiene éxito en crear un sistema financiero internacional estable, pronto se convertirá en inestable por sí solo. Se analiza el esquema de deflación de deuda Minsky-Fischer en su desempeño en los procesos de deuda externa de los países en desarrollo y los procesos de formación de capital real y financieros. Finalmente, se sostiene que los países en desarrollo están siendo obligados a adoptar perfiles de financiamiento Ponzi –que son inherentemente inestables–, y que la existencia del gran déficit estadounidense en cuenta corriente sólo agrava estas dificultades.

## MINSKY Y LA TEORÍA DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Inicialmente, el trabajo de Minsky se ocupó de la relación entre las empresas y los bancos que les prestaban. Sin embargo, las diferentes clases de perfiles de pago que Minsky establece para clasificar la fragilidad potencial del sistema son de aplicación generalizada<sup>3</sup>. En particular, son aplicables a los países que piden prestado en los mercados financie-

---

2 Esto independientemente de cualquier crítica a los beneficios que pueden obtenerse por introducir mejores técnicas en los mercados financieros. Por ejemplo: "Mis observaciones sobre regímenes de transición cuestionan la aplicación de mejores técnicas en los mercados financieros; aun éstas, desarrolladas con la mayor buena fe por los mejores reguladores." (Tarullo, 2003: 29).

3 He experimentado esto en varios trabajos sobre las crisis financieras de los años noventa: "Yes 'IT' Happened Again: the Minsky Crisis in Asia", en Riccardo Bellofiore y Piero Ferri, (eds), *Financial Keynesianism and Market Instability*, E. Elgar, 2000, pp. 194-212; "East Asia is not Mexico: the Difference Between Balance of Payments Crises and Debt Deflations", en Jomo, K.S. (ed.), *Tigers in Trouble: Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, London: Zed Press, 1998, pp. 44-62; "Alternative to the Brazilian Crisis" En *Revista de Economía Política-Brazilian Journal of Political Economy*, Vol. 19, Nº 3 (75) julio-septiembre de 1999, pp. 23-28.

ros internacionales para complementar los recursos que necesitan para su desarrollo. Por lo general se argumenta que los países en desarrollo tienen tasas de rendimiento sobre la inversión potencialmente más altas que las de la mayoría de los países industrializados, y que sus bajos ingresos van acompañados de tasas de ahorro más bajas que las de los países desarrollados, de tal modo que debe haber un flujo continuo de préstamos hacia los países en desarrollo para permitir que los ahorradores de los países desarrollados aprovechen los más altos rendimientos, y que los países en desarrollo exploten su más alto potencial de crecimiento. Así, estos últimos estarán en la misma posición que una empresa que trata de obtener financiamiento adicional.

El esquema de perfiles de pago de Minsky empieza desde el balance contable del prestatario, observando que el ingreso que genera capital en la parte correspondiente al activo se ha financiado emitiendo pasivos que implican compromisos de pago en efectivo en la parte del pasivo. El perfil de pago debe hacer coincidir los compromisos de pago por concepto de intereses, dividendos y amortización generados por los pasivos, con los flujos de ganancias generados por los activos de capital. En las empresas, generalmente los primeros se conocen con certeza, como las obligaciones a interés fijo, o los que la empresa controla, como los dividendos; en cambio, los últimos pueden ser altamente volátiles y sujetos a factores fuera del control de la empresa. En el caso de los prestatarios soberanos, tanto los compromisos en efectivo como las entradas de efectivo están sujetos a volatilidad e incertidumbre, y en consecuencia, el prestatario no tiene control sobre ellos.

El perfil ideal es aquel en el cual la empresa tiene en todo momento futuro un margen de protección de flujos esperados de entradas en efectivo más que suficiente para cubrir sus compromisos por concepto de servicio de la deuda, a los cuales es posible hacer frente incluso si ocurre un alza en las tasas de interés o una declinación en las entradas de efectivo. La empresa con un perfil de financiamiento “cubierto” es así virtualmente un prestatario libre de riesgo, precisamente la clase de cliente a la que los bancos prefieren prestar. Sin embargo, la mayoría de los prestatarios caen en lo que Minsky llama un perfil “especulativo”, que significa que la empresa puede no tener suficientes flujos de efectivo como para hacer frente a sus pagos de deuda en todo momento, pero que podrá cumplir en el plazo que abarca el préstamo o el proyecto de inversión. En la jerga financiera, el valor neto actual del proyecto que se está financiando es positivo, aunque las entradas de efectivo en algunos momentos puedan ser negativas o insuficientes para cubrir el servicio de la deuda; pero si el banquero tiene paciencia, recibirá completo su dinero y los intereses correspondientes.

El perfil más famoso de Minsky lo constituyen las “finanzas Ponzi”, en las cuales, debido a algún evento o incidente inesperado o impre-

visto, externo o interno, una empresa con un perfil de financiamiento especulativo se encuentra en una posición tal que no puede hacer frente a sus compromisos actuales en efectivo y hay pocas posibilidades de que lo haga en el futuro, por lo que el valor neto actual de la inversión que se está financiando se vuelve negativo para el prestamista. La empresa no podría cubrir sus pasivos liquidando sus activos a su justo valor actual; en suma, es insolvente. Para estar al corriente en sus compromisos y mantenerse en operación, la empresa necesita obtener nuevos préstamos para pagar lo que debe por concepto de servicio de la deuda en cada período. De este modo, tiene que convencer al prestamista original de que incrementa el monto del préstamo existente, o conseguir nuevos créditos con otros prestamistas, pues hay pocas perspectivas de que la empresa pueda pagar los préstamos si no obtiene financiamiento adicional en el futuro.

Hay una importante diferencia en la forma en que una empresa con finanzas especulativas y una con financiamiento Ponzi enfrentan a sus acreedores. El principal objetivo de la empresa especulativa es convencer al banquero de que el proyecto es económicamente viable si se financia hasta su culminación. Por su parte, el objetivo principal de la empresa Ponzi no es tanto la viabilidad económica del proyecto que se está financiando (si persisten las condiciones actuales, no será viable), sino convencer a los prestamistas de que la empresa podrá seguir obteniendo préstamos para cubrir el servicio de la deuda. Esto porque un perfil de financiamiento Ponzi es un juego de confianza piramidal<sup>4</sup> y depende del poder del pensamiento positivo. Hay que convencer a los prestamistas de que el prestatario podrá enfrentar el servicio de la deuda, aun si eso implica convencerlos de que siempre habrá alguien todavía más tonto como para prestar a la empresa el dinero que les debe. Es obvio que esta es una situación de extrema fragilidad financiera, pues cuando se rompe el hechizo y un prestamista deja de creer y deja de prestar, la pirámide se viene abajo como un castillo de naipes, provocando un colapso financiero que no sólo afecta al prestatario, sino también a los prestamistas, ya que no hay valor positivo que pueda reclamarse en vez del pago.

Así, los perfiles indican la posibilidad de una crisis financiera del prestatario y el efecto sobre el prestamista cuando hay un cambio en los factores externos, como las tasas de interés. Un perfil “cubierto” requiere de cambios verdaderamente grandes en los ingresos o en los compromisos para convertirse en especulativo; en cambio una empresa

---

<sup>4</sup> Precisamente, toma su nombre de Carlo Ponzi, un italiano que emigró a Boston y que en 1920 trató, sin éxito, de hacer funcionar una pirámide basada en cupones postales internacionales.

que parte de un financiamiento especulativo puede convertirse en Ponzi con una variación mucho más pequeña de las condiciones internas o externas, pues su margen de seguridad, representado por el exceso de ingresos esperados sobre sus compromisos, es más bajo.

La teoría de Minsky es la de una fragilidad financiera endógenamente creciente, basada en la idea de que si la expansión económica continúa, prestatarios y prestamistas estarán dispuestos a involucrarse en actividades con menores márgenes de seguridad, y de este modo, una economía dominada por empresas con perfiles de financiamiento cubiertos, paulatinamente se transformará en una economía caracterizada por financiamiento especulativo, que puede ser empujada cada vez más fácilmente al financiamiento Ponzi. Una vez que los valores actuales netos negativos empiezan a predominar, los problemas de los prestatarios se convierten también en problemas de los prestamistas, ya que los pasivos de las empresas aparecen como activos en los registros contables de los prestamistas. Siendo así, cuando un prestamista decide dejar de prestar, está reconociendo que lo que había registrado en su contabilidad como un valor positivo ya no lo es, y en consecuencia, tiene que ser tomado como un cargo contra las ganancias, y luego contra el capital. Si el prestamista ha emitido pasivos, como lo hacen la mayoría de las instituciones financieras, entonces el valor de esos pasivos se vuelve cuestionable y sus prestamistas pueden retirarse, llevando a lo que Minsky, siguiendo a Irving Fisher, llamó una deflación de la deuda.

Los prestatarios tratan de vender sus activos para pagar sus pasivos, lo que hace que el valor de sus activos descienda aún más; mientras tanto, los inversionistas “venden posición para hacer posición”, creando una espiral descendente en la cual cada uno es un vendedor y los precios continúan cayendo, provocando que aun empresas de perfil cubierto sean inducidas al financiamiento especulativo y luego al Ponzi. El resultado es una crisis en la que ni prestatarios ni prestamistas pueden cumplir con sus compromisos, y el servicio de la deuda se suspende.

## DEFLACIÓN DE DEUDAS EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

Este esquema general Minsky-Fischer es fácilmente aplicable al endeudamiento soberano de los países. Un país que pide prestado a prestamistas internacionales en moneda extranjera tiene que enfrentar sus compromisos de pago con sus ganancias en divisas. Estas pueden provenir de una balanza positiva en cuenta corriente, de reservas acumuladas de divisas extranjeras, de pasados superávits en cuenta corriente, de más endeudamiento con el exterior, o de una condonación de la deuda. Durante gran parte del período de posguerra, las últimas dos opciones no eran relevantes, ya que el sistema de Bretton Woods veía con malos ojos los flujos de capital privado y los mantenía en un mínimo en la

forma de créditos comerciales a corto plazo. Los países eran alentados a tener perfiles financieros cubiertos, con reservas suficientes para ofrecer un margen de seguridad ante fluctuaciones en las ganancias. Cuando el margen de protección representado por las reservas oficiales no bastaba para cubrir sus obligaciones y mantener fijos los tipos de cambio, las reservas podían complementarse con préstamos oficiales de instituciones multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI). La mayoría de esos préstamos iba a países industrializados con dificultades de balanza de pagos causadas por conmociones económicas externas o internas, que convertían lo que podría ser calificado como un perfil financiero cubierto o protegido en un perfil especulativo, en el cual no podrían cumplir con los pagos por bienes y servicios corrientes al tipo de cambio fijo existente. A cambio de un financiamiento temporal del FMI, el país se comprometía a adoptar políticas monetarias y fiscales contraccionistas, diseñadas para reducir los ingresos lo suficiente como para provocar una caída de las importaciones en relación a las exportaciones (supuestamente, estas últimas subirían, pero por lo general también caían, aunque en menor proporción), y producir así un superávit en cuenta corriente que podía usarse para pagar los préstamos oficiales y reabastecer las reservas. Es claro que tal sistema llevaba un sesgo deflacionario, dado que todos los países no podían tener perfiles de financiamiento cubierto, a menos que hubiera una fuente externa de reservas.

La filosofía fundamental detrás de este enfoque era que un compromiso a un tipo de cambio fijo era idéntico al compromiso, incluido en cualquier contrato financiero, de pagar oportunamente, de tal manera que la devaluación equivalía a una suspensión parcial del servicio de la deuda a tenedores no residentes de activos domésticos. Este sistema se basaba en el supuesto de que con el tiempo, en promedio, los países que aplicaran políticas monetarias y fiscales sanas tendrían una posición externa equilibrada y siempre podrían hacer frente a sus compromisos financieros en términos de divisas extranjeras, a la paridad establecida. El sistema de Bretton Woods fue organizado para un mundo de países industrializados más o menos similares, donde las “finanzas cubiertas o protegidas” eran la norma, con países individuales que ocasionalmente caían en la modalidad especulativa debido a conmociones imprevistas internas (excesivos aumentos de sueldos en relación con la productividad) o externas (pérdida de un mercado de exportaciones protegido) a las cuales era posible hacer frente modificando las políticas internas. Mientras se llevaban a cabo los ajustes, los déficits de pagos eran cubiertos con préstamos oficiales. De este modo, los montos acumulados de deuda externa soberana de la mayoría de esos países se mantenían muy bajos y la mayoría de los flujos internacionales de capital consistía en inversiones directas, por ejemplo de

empresas estadounidenses establecidas en Europa antes de la creación del arancel externo común de la Comunidad Económica Europea, y en los países de América Latina, principalmente en las áreas de extracción de recursos naturales.

Sin embargo, después del colapso de la convertibilidad del dólar en 1971 y de los tipos de cambio fijos en 1973 –lo que en general se considera el fin del sistema de Bretton Woods–, el incumplimiento de compromisos externos denominados en monedas nacionales se volvió aceptable en la forma de tipos de cambio flexibles. Así, esta forma de riesgo de incumplimiento que había nacido del sistema internacional y el costo de los saldos de reservas se trasladó al prestamista individual, y como resultado, los préstamos extranjeros tendieron a denominarse en la divisa del prestamista. Ello también significó el fin del papel del FMI como proveedor único de liquidez internacional. Y como los tipos de cambio fijos ya no eran el alfiler que mantenía las cosas en su lugar en el sistema, los flujos de capital internacional más libres se hicieron cada vez más importantes, primeramente por proporcionar financiamiento para el ajuste y, lo que es más importante, por permitir cosechar las ganancias acumuladas en eficiencia, al dejar que el mercado asignara el capital internacionalmente sobre la base de los rendimientos más altos. Durante mucho tiempo se dijo que los países en desarrollo proporcionaban rendimientos más altos porque su bajo ahorro interno les impedía explotar plenamente las oportunidades de inversión, mientras los países desarrollados, con ahorros en exceso, enfrentaban rendimientos decrecientes. Siendo así, los rendimientos globales se incrementarían si la libre movilidad de los flujos internacionales de capital posibilitaba a los ahorradores de los países desarrollados obtener los rendimientos más altos disponibles en los países en desarrollo, permitiéndoles a estos pedir prestado para incrementar sus ahorros y acelerar el desempeño de sus inversiones y de su crecimiento. Aunque esta teoría tuvo cierta relevancia en el siglo XIX, cuando Gran Bretaña era el centro del sistema financiero internacional, evidentemente fue menos obvia en la segunda mitad del siglo XX, cuando la economía estadounidense ofrecía rendimientos superiores a los de la mayoría de los países en desarrollo.

Como los préstamos netos positivos hechos por los países desarrollados normalmente van acompañados de una balanza en cuenta corriente negativa en el país en desarrollo, el servicio de la deuda sobre el monto acumulado de pasivos externos netos tendrá que ser cubierto con endeudamiento externo. Es importante reconocer que esto no es lo mismo que una conmoción externa o interna que convierte a un país con un perfil financiero especulativo en un perfil Ponzi, como ocurrió a fines de los años setenta, cuando la política monetaria estadounidense se hizo contraccionista y en consecuencia las tasas de interés reales sobre préstamos en dólares pasaron de negativas a positivas y el dólar

se apreció rápidamente, volviendo negativo el valor actual neto de cada proyecto de inversión financiado con préstamos en dólares. Un país en desarrollo que complementa sus propios ahorros con préstamos internacionales positivos netos está, por definición, funcionando en un perfil financiero Ponzi, pues los intereses y amortizaciones sobre préstamos sólo pueden cubrirse con entradas adicionales de capital extranjero.

Sea o no correcta la supuesta diferencia en rendimientos entre países desarrollados y en desarrollo, el aumento de los préstamos a los países en desarrollo de América Latina cuando se reciclaron los petrodólares, seguido de la aguda elevación de las tasas de interés estadounidenses y de la apreciación del dólar, rápidamente convirtió lo que habían sido los perfiles financieros especulativos de esos países en perfiles Ponzi. El remedio inicial, que para los países en desarrollo incluía producir superávit en cuenta corriente para hacer frente al servicio de la deuda, requirió declinaciones tan sustanciales en el ingreso, que ocasionó lo que se conoce como “la década perdida” para el crecimiento económico de Latinoamérica y el riesgo de descomposición política. Se encontró una solución en el Plan Brady, el cual, en vista del rechazo de la suspensión de pagos como forma de resolver el problema, aceptó la respuesta natural al perfil de financiamiento Ponzi, y buscó crear condiciones para que los países sobreendudados de América Latina pudieran acceder a los mercados de capital internacional privado para atraer los préstamos adicionales que necesitaban para enfrentar el servicio de la deuda, acabando así finalmente con la preferencia del sistema de Bretton Woods por flujos de capital bajos, y urgiendo a los deudores a abrir sus cuentas de capital. Esta decisión fue apoyada por la creencia en la eficiencia incrementada que resultaría de la libertad de los mercados internacionales de capital. Pero implicó aceptar un perfil financiero Ponzi como la condición natural de los países en desarrollo, estuvieran o no emergiendo de una crisis de deuda anterior. Tal estrategia de desarrollo por definición se caracteriza por lo que Minsky llamó “la fragilidad financiera”, pues su éxito depende de la disposición de los prestamistas a seguir prestando.

## DEUDA-CRÉDITO Y FORMACIÓN DE CAPITAL

Hay dos estrategias que un país puede emplear para asegurar la continuidad en los préstamos: construir capital “real” o construir capital “financiero”. Construir capital “real” significa usar los préstamos del exterior para invertir en proyectos que aseguren la participación de las exportaciones netas en el crecimiento del PIB, de tal manera que las ganancias en divisas extranjeras eventualmente suban hasta el punto de cubrir los compromisos financieros creados por el endeudamiento. Esto significa una política que cree condiciones en las cuales el flu-



jo de ganancias externas mejore lo suficiente como para enfrentar los compromisos financieros con el exterior y convertir el perfil Ponzi en un perfil especulativo. En este escenario, el objetivo principal para el país prestatario es convencer a los prestamistas de que sus inversiones totales tienen un valor actual positivo neto, medido en términos de ganancias en divisas extranjeras, y de que todo lo que tienen que hacer es ser pacientes, pues incluso si hay incumplimiento en algunos períodos, recuperarán todo su dinero.

Por otra parte, crear capital “financiero” significa incrementar la confianza de los prestamistas para que sigan prestando cantidades suficientes que aseguren el cumplimiento de los compromisos existentes de servicio de la deuda. Más que convencer a los prestamistas de las posibilidades de futuras ganancias por exportaciones para enfrentar el servicio de la deuda y un eventual rendimiento para financiamiento especulativo, esta estrategia requiere garantizarles que el país podrá seguir obteniendo préstamos para cubrir sus compromisos en divisas extranjeras y para que continúe el éxito del juego Ponzi. En tales condiciones, la estrategia óptima del prestatario es convencer a los prestamistas de la ficción de que ellos recibirán su dinero, para que sigan incrementando sus préstamos. El éxito de un país en lograr esto puede medirse por la prima de riesgo internacional de sus pasivos en moneda extranjera. Una prima de riesgo baja para un país sumamente endeudado representa un alto grado de confianza por parte de la comunidad financiera internacional en que el país podrá seguir obteniendo préstamos para cumplir con sus compromisos por concepto de servicio de su deuda, es decir, en que siempre habrá en algún lado alguien todavía más tonto que le prestará para financiar el servicio de la deuda.

Se presentan entonces dos cuestiones. La primera, cómo crear capital “real” y capital “financiero”, y la segunda, determinar si las políticas para crear uno y otro son compatibles. La respuesta a la primera es completamente directa: crear capital “real” requiere de un incremento en la productividad interna en niveles que permitan a la producción interna competir con bienes producidos internacionalmente. Esto exige que la inversión financiada con capital extranjero no produzca un deterioro en la balanza en cuenta corriente, resultante de un incremento en el servicio de la deuda, en exceso de las ganancias externas incrementadas. Ello puede implicar políticas que aseguren que las nuevas inversiones no tengan un contenido de importación excesivamente alto, o que enfrenten requisitos para exportaciones potenciales o que incluyan vínculos de tecnología o producción internas que incrementen la capacidad interna para obtener divisas extranjeras mediante exportaciones. Lo anterior deja en claro por qué la liberalización comercial unilateral ha dañado tanto a los países en desarrollo que la adoptaron; no sólo cambia el perfil financiero de especulativo a Ponzi, sino que también

destruye el capital “real”, pues no da tiempo a los productores domésticos de invertir en programas de reestructuración que les permitan elevar la productividad para competir con productores internacionales, y así obliga a crear capital “financiero” para enfrentar los crecientes déficit en cuenta corriente. Ajustar el tipo de cambio puede parecer una alternativa, pero es sólo temporal, pues equivale a un arancel sobre las importaciones y a un subsidio a las exportaciones, que pierden su efectividad ante la falta de medidas que eleven la productividad.

Por otra parte, incrementar el capital “financiero” no tiene nada que ver con la construcción de la estructura productiva del país y su competitividad internacional, pues solamente se preocupa de aumentar la confianza de los prestamistas en que recibirán su pago. Si la promesa de matar al primogénito incrementa la confianza del prestamista en que se cubrirá el servicio de la deuda, entonces esa es la política adecuada, incluso si agota la fortaleza del país.

Como se mencionó anteriormente, bajo el sistema de Bretton Woods, en ausencia de grandes flujos de capital internacional privado, el remedio común para convencer al FMI de que sus préstamos para realizar ajustes le serían reembolsados era una deflación que creara un equilibrio en cuenta corriente. Sin embargo, en presencia de libres flujos de capital internacional y de cuentas de capital abiertas, para muchos países en desarrollo endeudados es más difícil crear superávit en cuenta corriente, reduciendo ingresos e importaciones. Ello porque la balanza en cuenta corriente se compone tanto de la balanza de comercio en bienes y servicios como de la balanza de servicio de los factores. La primera es determinada principalmente por la competitividad internacional y por el nivel de ingreso; pero la segunda lo es por las ganancias externas de los residentes menos las ganancias internas de los no residentes, más utilidades e intereses externos, menos el servicio de la deuda. Esta cuenta se ve poco afectada por el nivel de ingresos, y las ganancias sobre servicios de capital son determinadas particularmente por el monto del endeudamiento neto, su estructura de vencimientos y por las tasas de interés. En un país con una más alta relación deuda/PIB y una más alta tasa de interés sobre su deuda externa, la mayor proporción de su cuenta corriente está determinada por la balanza de servicio de los factores, por lo que requiere de reducciones más grandes en los ingresos para mejorar la balanza en cuenta corriente. La forma más directa de influir en esta balanza sería reducir las tasas de interés y la tasa de incremento en el monto de la deuda. Sin embargo, la tasa de interés sobre préstamos externos no está bajo el control del deudor, y bajo un perfil financiero Ponzi, el monto de la deuda está también fuera del control inmediato de los países deudores. La única variable sobre la que el país puede intentar influir es su prima de riesgo internacional.

Esto significa construir capital “financiero”, influyendo en la prima de riesgo, lo que implica influir sobre la confianza que el prestamista tiene en el prestatario. Esto exige que el país demuestre su compromiso de pagar actuando sobre las variables que están bajo su control a fin de hacer convincente su compromiso. Como no tiene control directo sobre las tasas de interés internacionales, sobre la propagación del riesgo internacional ni sobre la estructura de vencimientos de su deuda pendiente –que determinan el monto corriente del servicio de su deuda–, debe escoger otra variable. En vista del respeto a los derechos humanos, ya no se permite matar al primogénito como prueba del compromiso de cumplir con el servicio de la deuda. Pero los gobiernos tienen cierto control sobre sus presupuestos de gastos así como la capacidad de aplicar impuestos, de modo que la prueba más comúnmente escogida de que cubrirán sus compromisos es una política despiadada de reducción del gasto y de incremento de los impuestos o de ampliación de la base impositiva mediante la introducción de nuevos tipos de impuestos. Un gobierno que gasta menos de lo que gana tendrá un sobrante para hacer frente a sus compromisos de deuda.

Sin embargo, incluso este compromiso no es claramente convincente, pues suele presentarse en términos de superávit o déficit fiscal del gobierno. Esta es una variable endógena determinada por los niveles de ingreso, y una política fiscal más estricta significa menores ingresos y menores recursos fiscales, así que el mejoramiento del balance fiscal por lo general es menor que la magnitud de la reducción del gasto. Segundo, parte del gasto gubernamental consiste en el servicio de la deuda interna y externa, determinado principalmente por las tasas de interés, sobre las cuales el gobierno tampoco tiene control directo. Entonces la prueba que generalmente se ofrece del compromiso de enfrentar sus obligaciones financieras es un superávit en el balance primario del gobierno, esto es, en el balance nominal del presupuesto, menos los pagos netos de intereses sobre la deuda pendiente.

Pero aunque el gobierno tenga éxito en obtener un superávit primario, este va acompañado de un déficit nominal global, lo que significa que sigue acumulando deuda, y que el servicio de la misma sigue incrementándose, incluso si su compromiso de pagarla aumenta. De hecho, el único beneficio que trae consigo un gran superávit primario es que la deuda no crece tan rápidamente como lo haría en ausencia de ese superávit, pero aun esto requiere que el superávit no provoque un alza en las tasas de interés o una caída en los ingresos tan rápida, que la menor recaudación de impuestos, aunada a los más altos costos por intereses, contrarresten ampliamente el recorte en los gastos. De este modo, sin medidas más plausibles que hagan evidentes los compromisos de enfrentar las responsabilidades financieras, la existencia de un substancial superávit primario se ha convertido en la prueba exigida

por los prestamistas para reforzar su confianza en el compromiso del deudor. Si este tiene éxito, la prima de riesgo caerá y declinarán los costos por concepto de intereses así como la cantidad que el gobierno tiene que pedir prestada para estar al corriente en sus pagos. Con frecuencia, los gobiernos han podido influir sobre la percepción de los prestamistas internacionales acerca del riesgo país, y provocar una reducción en la prima de riesgo internacional mediante crecientes superávits primarios presupuestales; sin embargo, incluso este logro es limitado, pues una prima de riesgo internacional reducida no necesariamente implica que se obtendrán fácilmente los préstamos adicionales que hacen falta para enfrentar el servicio de la deuda, sino simplemente que los préstamos existentes se renovarán a tasas más favorables.

Como es difícil asegurar que este proceso tendrá continuidad, algunos gobiernos se comprometen a pedir prestado en previsión de lo que pudiera pasar; esto es, se endeudan de más a fin de tener una reserva disponible para hacer frente a sus obligaciones cuando haya una prima de riesgo demasiado alta, o cuando no haya prestamistas internacionales y el capital “financiero” caiga a cero. Esto significa convencer a los prestamistas de prestar para financiar no otra cosa sino la balanza de liquidez del país. Ya que “pedir” siempre es más caro que “pujar o hacer una oferta”, esto incrementa el futuro servicio de la deuda y hace cada vez más necesario construir capital financiero.

Para reforzar el compromiso de la política fiscal, el país también aplicará políticas económicas que incrementen su atractivo ante los prestamistas extranjeros y que aseguren que los residentes domésticos no agravarán los problemas financieros exportando su capital, legal o ilegalmente, comprometiéndose de facto a mantener la estabilidad cambiaria mediante una política de tasas de interés reales extremadamente altas. Aunque esta política pretende incrementar la disponibilidad de los prestamistas extranjeros a prestar, y disminuir la tentación de los residentes domésticos de prestar al extranjero, es claro que también tiene un aspecto negativo, al aumentar el monto del servicio de la deuda y los gastos gubernamentales por concepto de pago de intereses.

Cualesquiera que sean las políticas fiscal y sobre tasa de interés adoptadas, se debe convencer a los prestamistas de que los rendimientos ajustados al riesgo futuro serán suficientes para que sigan prestando, de manera que el país pueda enfrentar sus compromisos. Pero tal como sucede en el caso de una empresa con un perfil de financiamiento Ponzi, no importa qué tan grande sea el superávit primario del gobierno ni qué tan alta sea la tasa de interés real: la posición financiera del país seguirá siendo frágil y el valor de su capital “financiero” altamente volátil. Todo lo que se necesita para destruirlo es un acontecimiento aleatorio interno o externo, que cree una sombra de duda acerca del compromiso del gobierno; esto hará caer el otorgamiento de créditos y el país se hundirá en

una crisis. En un perfil financiero Ponzi no existe tal cosa como la construcción permanente de capital “financiero”; esta debe ser recreada y reforzada día a día en las mentes de los prestamistas. Es por ello que nunca ha habido un esquema Ponzi permanentemente exitoso, y que nunca ha habido una política exitosa de creación permanente de capital “financiero” mediante la creación de superávit primario en el presupuesto gubernamental. Eventualmente, los prestamistas reconocerán un esquema de financiamiento Ponzi para un esquema de financiamiento Ponzi y cada uno decidirá no ser el último en sostener la papa caliente, sin importar cuán altos sean los rendimientos ajustados al riesgo.

### DEUDA PÚBLICA, ALTAS TASAS DE INTERÉS E INSUFICIENTE INVERSIÓN

Para muchos gobiernos de países en desarrollo altamente endeudados parecería que la creación del capital “financiero” requerido para asegurar el continuo financiamiento para el servicio de la deuda es la única manera en que el país puede comprar el tiempo necesario para construir el capital “real” que le permitirá financiar su endeudamiento mediante sus propias ganancias externas. Esto hace surgir la pregunta de si crear capital financiero es compatible con crear capital real, pues si no lo es, el gobierno no puede comprar tiempo<sup>5</sup>, y se encontrará en una eterna batalla –que nunca ganará– para exorcizar la maldición del perfil de financiamiento Ponzi.

Como por lo general la mayor parte del presupuesto de egresos gubernamental está compuesto de costos de asignación legales y de costos laborales que son difíciles de disminuir, las reducciones iniciales suelen afectar a los gastos de capital y a los gastos en infraestructura social y en educación, cruciales para el desarrollo de la productividad del sector industrial. Aunque no hay un efecto causal directo en la inversión derivado de cambios en las tasas de interés, la experiencia indica que las altas tasas de interés sobre la deuda gubernamental alientan a las empresas, más que a emprender actividades relacionadas con la producción, a realizar actividades de ingeniería financiera para generar ingresos derivados del comercio con activos financieros. Esas altas tasas de interés también tienen un efecto depresivo sobre los préstamos hechos por los bancos, ya que el papel gubernamental, libre de riesgo, deja fuera la concesión de créditos a las empresas, lo que por lo general implica riesgos. Virtual-

---

<sup>5</sup> Desafortunadamente, esas condiciones para crear capital financiero son actualmente las mismas que las llamadas “variables macroeconómicas fundamentales sólidas”. En los capítulos 4 y 5 del *Informe sobre Comercio y Desarrollo, 2003* se sostiene que las mismas no son compatibles con las variables microeconómicas fundamentales requeridas para crear una plataforma de exportación competitiva.

mente en todos los países que han intentado crear capital financiero, el sector bancario no da crédito a las empresas y tiene márgenes de ganancia extremadamente altos sobre sus préstamos comerciales. Parte de esto puede deberse a la falta de competencia, pero parte se debe también al efecto de las tasas de interés reales excesivamente altas sobre la deuda del gobierno. La falta de crédito para que las empresas inviertan eleva los costos del riesgo, mermando lo requerido para introducir nuevos productos y técnicas que crearían capital “real”. Esto también hace que sea más atractivo para las empresas domésticas endeudarse en el exterior, en vista de la carencia de oferta interna de crédito y de sus altos costos.

Al mismo tiempo, las altas tasas de interés pueden tener efecto directo sobre la inflación, y en los países que han adoptado esquemas monetarios basados en metas de inflación pueden crear un segundo círculo que se auto-reproduce, por el cual las altas tasas de interés utilizadas para crear confianza en el inversionista extranjero generan inflación de costos y luego escasez a través de una baja e insuficiente oferta de inversión, y de este modo se auto-perpetúan. Por otra parte, la reducción en el crecimiento del ingreso como resultado del uso persistente de superávit primarios reduce las ventas de las empresas domésticas y con ello su capacidad de financiar la inversión y la producción internamente. Por último, la reducción en la tasa de crecimiento, que es el resultado inevitable de las altas tasas de interés y de los superávit primarios, hace que el país sea menos atractivo como huésped para la inversión extranjera directa, lo que erosiona la creación de capital financiero. En general, el uso de superávit primarios como señal hacia los prestamistas suele reducir el crecimiento e incrementar las tasas de interés, lo que creará automáticamente condiciones en las cuales se elevarán los intereses y amortizaciones y se requerirá mayor endeudamiento externo<sup>6</sup>. En consecuencia, el financiamiento Ponzi como estrategia de desarrollo puede funcionar sólo si además de crear confianza

---

6 La fórmula aplicable proviene del artículo de Domar (1950: 805-826), que fue parte del debate acerca de la escasez de dólares en la posguerra. Es interesante porque trata la posibilidad de que la tasa de crecimiento de la inversión extranjera de EE.UU. fuera demasiado baja como para sostener el pleno empleo a través de exportaciones que condujeran al crecimiento, ya que una tasa de interés mayor que esta tasa de crecimiento causaría entradas por concepto de intereses y amortización que excederían a las salidas. Los problemas que podrían encarar los países en desarrollo al recibir flujos de recursos negativos netos no interesaban a los economistas. El ex presidente Getulio Vargas (Moura, 1959) vio el problema desde el punto de vista del país receptor y llamó la atención acerca de la presión potencial que las remesas de utilidades sobre la inversión extranjera directa ejercerían en la estabilidad de la balanza de pagos, aun si sólo ganaran “1 por ciento” al año. En realidad, a principios de los años cincuenta las inversiones estadounidenses en América Latina promediaban una relación ganancias/inversión que rondaba el 20%. Así, a pesar de la oposición a elevar la inversión directa de EE.UU. en la región, en América Latina continuó la experiencia de flujos financieros negativos netos a lo largo de los años cincuenta.

en los prestamistas extranjeros acerca de la capacidad de seguir endeudándose, provoca que la tasa de incremento de los préstamos extranjeros del país desarrollado exceda la tasa de interés sobre el préstamo, algo que rara vez ha ocurrido a lo largo de la historia.

## EXPORTACIONES Y FINANCIAMIENTO

Pero este no es el único factor que ha creado fragilidad financiera en los países en desarrollo. El perfil financiero de un país está determinado también por el flujo de las ganancias por exportación, y en general en los países en desarrollo las canastas de exportación están constituidas, en su mayor parte, por recursos naturales, materias primas y bienes semi-terminados. Independientemente de si se acepta que hay una tendencia secular en los términos de intercambio, los dos primeros elementos tienen una más alta volatilidad de precios y de volúmenes vendidos que la mayoría de las exportaciones de los países desarrollados, lo que significa que habrá una alta tendencia a que el país en desarrollo requiera financiamiento a corto plazo, asociado con un perfil de financiamiento especulativo con una alta probabilidad de convertirse en Ponzi. Más aún, los bienes semi-manufacturados que son exportados por los países en desarrollo también suelen tener precios que se comportan como materias primas y están sujetos a una intensa competencia internacional entre los mismos países en desarrollo. De este modo, para crear capital “real” y reducir la prima de riesgo, hay que tener una canasta de exportación con menor volatilidad. El argumento sobre los términos de intercambio ha llevado a la idea de que esto se puede lograr incrementando la participación de las manufacturas en las exportaciones, pero muchos bienes manufacturados, aun los de alta tecnología como semiconductores, tienden a presentar una volatilidad de precios semejante a la de las materias primas<sup>7</sup>.

Finalmente, en muchos países en desarrollo, las exportaciones producidas por empresas extranjeras tienen un contenido de importaciones extremadamente alto, y el valor añadido internamente se reduce a la mano de obra. En una gran cantidad de países, y en particular en Argentina y Brasil, estudios sobre filiales domésticas de empresas extranjeras muestran que estas hacen una contribución negativa tanto a la balanza de bienes y servicios (al importar más de lo que exportan) como a la balanza financiera (por su endeudamiento con el exterior y

---

7 Esta es una de las razones por las cuales los países en desarrollo endeudados, aun si se dolarizan, podrán reducir la prima de riesgo en relación con el dólar a niveles lo suficientemente bajos como para compensar otros costos como la variabilidad en el tipo de cambio real.

por los pagos por servicio de los factores que superan a las entradas de flujos de inversión directa). De este modo, esas filiales constituyen un enclave extranjero con perfiles de financiamiento Ponzi<sup>8</sup>.

### DÉFICIT ESTADOUNIDENSE Y VOLATILIDAD MUNDIAL

La aplicación general del esquema de financiamiento Ponzi lleva a una sustancial inestabilidad cambiaria, que crea volatilidad en los compromisos en efectivo que deben cubrir los países en desarrollo. Así, a diferencia del análisis de Minsky acerca de la empresa, donde la única inestabilidad en los compromisos deriva de los movimientos en las tasas de interés sobre la deuda, en los países en desarrollo las modificaciones en los tipos de cambio suelen reforzar el efecto positivo o negativo de los cambios en las tasas de interés, como fue el caso a principios de la década del ochenta, cuando al alza inusitada en las tasas de interés estadounidenses se le sumó una apreciación del dólar; esta combinación incrementó sobremanera los compromisos en efectivo derivados del endeudamiento con el exterior. Tal volatilidad también tiene un efecto sobre la competitividad de las exportaciones, pues cuando los países tienen éxito en convencer a los prestamistas de su credibilidad, esto por lo general lleva a una apreciación del tipo de cambio y a una reducción del capital "real", a medida que las exportaciones pierden competitividad.

Sin embargo, la principal causa de esta volatilidad está en el monto del déficit externo de Estados Unidos, que actualmente ronda los 500 mil millones de dólares, equivalentes al 2% del ingreso global. Mientras siga aumentando ese déficit, cualquiera que sea la tasa de crecimiento de EE.UU., habrá flujos de capital por esa cantidad que tienen que ser reinvertidos en el propio EE.UU. o colocados en cualquier otro país, provocando con ello una variación substancial en los tipos de cambio de los países en desarrollo, sin importar si tienen un régimen cambiario fijo o flotante. No puede haber un ambiente financiero internacional estable mientras el déficit de EE.UU. siga creciendo y creando volatilidad en los flujos de capital que van a los países en desarrollo y en sus tipos de cambio.

---

8 Frecuentemente se piensa que la inversión extranjera directa es de alguna manera diferente a endeudarse en moneda extranjera; sin embargo, en la práctica esto no fue así en las más grandes privatizaciones en Brasil y Argentina, que se realizaron a través de subsidiarias de compradores extranjeros que pidieron prestado en el exterior para financiar las adquisiciones. Además, como las ganancias acumuladas pueden crecer muy rápidamente, representan una carga potencial sobre la cuenta corriente, y por ende sobre la estabilidad monetaria (Kregel, 1996: 55-62). Esa misma clase de preocupaciones surgió acerca de la posición de pagos estadounidense en los años sesenta y condujo al concepto de balanza de liquidez.



De este modo, si se acepta la proposición de Minsky de que hay una tendencia inherente, endógena, a que se incremente la fragilidad financiera y a un aumento potencial de la inestabilidad financiera, que los países en desarrollo están siendo obligados a adoptar perfiles de financiamiento Ponzi que son inherentemente inestables, y que la existencia del gran déficit estadounidense en cuenta corriente sólo agrava estas dificultades, entonces se debe abandonar el objetivo de crear un ambiente financiero internacional estable. En tal caso, ¿qué medidas pueden adoptarse para proteger a los países en desarrollo de la inestabilidad financiera? La respuesta es: las mismas medidas que adoptan las empresas para reducir la fragilidad financiera.

### A MANERA DE CONCLUSIÓN

La clave de la fragilidad financiera en el enfoque de Minsky está en términos de la volatilidad de las ganancias de los activos de inversión en relación con los compromisos en efectivo. Acercando las variaciones entre ambos, se reducirá la fragilidad. Así, cualquier medida que reduzca los compromisos en efectivo cuando los ingresos en efectivo caigan, reducirá la fragilidad y también la necesidad de pedir prestado; esto reducirá la probabilidad de cambiar de un perfil de financiamiento cubierto a uno especulativo o Ponzi.

Para que los países en desarrollo puedan escapar de la trampa del perfil de financiamiento Ponzi y de la necesidad de crear capital “financiero” a costa de la creación de capital “real”, su endeudamiento debe ser determinado por sus capacidades “reales”, por su habilidad de pagar en términos del valor actual neto de sus futuras ganancias en cuenta corriente, en términos de su credibilidad y compromiso de crear capital “real”, y no en términos de sus compromisos de enfrentar las cargas de deuda matando al primogénito o aplicando sanguijuelas a la economía en la forma de superávit primarios y de altas tasas de interés. Así como los médicos reconocieron el peligro de las sangrías, los prestamistas eventualmente pedirán señales diferentes para medir la fragilidad financiera del deudor.

Independientemente de que los libres flujos de capital financiero proporcionen o no recursos adicionales a un país, deben proporcionar un medio eficiente para cambiar el perfil de los futuros flujos de efectivo y aceptar los riesgos sobre la incidencia de dichos flujos. Así, del mismo modo que un banco intenta manejar sus riesgos de tasa de interés y de liquidez, o como una empresa trata de manejar su exposición en cuanto a tasa de interés o al tipo de cambio sobre sus ganancias externas, un país en desarrollo debe tratar de igualar sus ganancias con sus compromisos. Este es un objetivo diferente al de endeudarse en el exterior para tener suficientes reservas de divisas y así pagar el servicio de deu-

da. Aunque es difícil imaginar la existencia de vehículos de cobertura en el mercado de valores fuera de bolsa que podrían hacer esto en los grandes países, hay coberturas naturales que podrían ser plenamente explotadas. Pueden citarse como ejemplo los Bonos Brady a la par y a descuento, emitidos por México, Venezuela, Nigeria y Uruguay a cambio de los préstamos no cumplidos de sus bancos comerciales, los “derechos de recuperación de valor”, similares a garantías que dieron a sus tenedores el derecho a recibir pagos adicionales cuando el gobierno emisor vendiera una cantidad de petróleo mayor que la cantidad promedio vendida en un año base específico, y a un precio mayor al precio promedio en ese año. De este modo, cuando lo que recibía el gobierno por venta de petróleo se incrementaba –fuera por un aumento en la cantidad vendida o en el precio– la tasa efectiva de rendimiento sobre los bonos se incrementaba. Por supuesto, idealmente esos instrumentos deberían ser simétricos, de tal manera que cuando la capacidad de financiamiento declinara, los compromisos en efectivo declinaran también. El uso de estos instrumentos de cobertura tiene un costo, pero también lo tiene el uso de líneas de crédito contingente o endeudarse en previsión de lo que pudiera pasar y mantener reservas adicionales. Y los costos involucrados en esas coberturas se incrementan en los buenos tiempos, en vez de hacerlo cuando los tiempos son malos, y de este modo proporcionan estabilidad al perfil de financiamiento.

Arreglos creados por el FMI como el mecanismo de reestructuración de la deuda soberana (MRDS) y las cláusulas de acción colectiva (CAC) aseguran la solución cuando los prestamistas deciden que no puede continuar un esquema Ponzi, pero la manera de lograr que haya un ambiente financiero que apoye al desarrollo es creando mecanismos que eviten que un país con perfil especulativo lo convierta en Ponzi. Para ello es necesario que los gobiernos puedan controlar la cantidad de capital que entra a su país y el comportamiento de ese capital, así como reconocer que una estrategia de desarrollo a largo plazo construida únicamente sobre préstamos extranjeros es un esquema Ponzi que ya no puede tener éxito, tal como Domar reconoció que en la posguerra, el pleno empleo en EE.UU. no podía basarse en continuas salidas de capital y en superávit por exportaciones.

## BIBLIOGRAFÍA

- CEPAL 1959 *Análisis y proyecciones del desarrollo económico. El desarrollo económico de la Argentina* (México: CEPAL).
- Domar, Evsey 1950 “The effect of foreign investment on the balance of payments” in *The American Economic Review*, Vol. 40, N° 4, December.

- Kregel, Jan 1996 "Some risks and implications of financial globalisation for national policy autonomy" in *UNCTAD Review* (Geneva: United Nations) March.
- Minsky, Hyman 1986 *Stabilizing an Unstable Economy* (New Haven: Yale University Press).
- Moura, Aristóteles 1959 *Capitais estrangeiros no Brasil* (São Paulo: Editora Brasileira).
- Tarullo, Daniel 2003 "¿La globalización financiera perjudica a los países en desarrollo?". Ponencia presentada en el Foro Económico del FMI, Washington DC, 27 de mayo. En <<http://www.imf.org/external/np/tr/2003/tr030527.htm>>.
- UNCTAD 2003 *Trade and Development Report* (New York: UNCTAD).

Se terminó de imprimir en el mes de mayo de 2006  
en los talleres de Gráficas y Servicios S. R. L.  
Sta. María del Buen Aire 347 (1277)  
Primera impresión, 2.000 ejemplares

Impreso en Argentina