

CAMBIOS INSTITUCIONALES EN EL SECTOR FINANCIERO
Y SU EFECTO SOBRE EL FONDEO DE LA INVERSIÓN. MÉXICO
1960-1994.
IDEAS GENERALES*

NOEMI LEVY ORLIK**

INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es analizar las relaciones existentes entre la estructura del sistema financiero, los mecanismos del fondeo de la inversión y la estabilidad económica. Para ello, se establecerá, teórica e históricamente, el papel que juegan las instituciones financieras en el fondeo de la inversión y su efecto sobre la estabilidad económica; y, posteriormente se estudiará, en el contexto de la economía mexicana, la vinculación entre las diversas estructuras financieras, el financiamiento, el fondeo de la inversión y la estabilidad económica.

* Este trabajo contiene las ideas principales de la tesis de doctorado “Cambios Institucionales y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960/94”, defendido en enero de 1999.

** Profesora de tiempo completo de la Facultad de Economía, de la Universidad Nacional Autónoma de México, UNAM. Dirección electrónica: levy@servidor.unam.mx. La autora agradece el dictamen de los evaluadores anónimos de la revista.

Debe resaltarse que en la teoría económica hay diferentes planteamientos sobre la génesis del financiamiento de la inversión y, por tanto, del rol que juega el ahorro en la inversión. Por consiguiente, tampoco existe acuerdo sobre la función de las instituciones financieras en el crecimiento y la estabilidad económica, originándose propuestas contrapuestas de política económica y explicaciones antagónicas sobre la estabilidad del sistema financiero.

El paradigma neoclásico (donde se incluye a los prekeynesianos, la síntesis keynesiana, los monetaristas, etc.) sostiene que el ahorro es previo a la inversión y que el movimiento de la tasa de interés determina su volumen, dejando al mercado financiero la función de traspasar los ahorros al sector productivo (gasto de la inversión). En consecuencia, las instituciones financieras tienen como función central realizar la intermediación entre los agentes superavitarios y deficitarios, para lo cual se han propuesto políticas de “profundización” financiera que suponen la creación de instrumentos y plazos adecuados a la preferencia de los ahorradores e inversionistas.

Desde esta perspectiva, la tasa de interés determina el volumen de los ahorros —oferta de fondos prestables—; y la demanda de créditos se realiza con el objetivo de financiar la inversión. El libre movimiento del capital garantiza una tasa de interés de equilibrio, que maximiza la captación del ahorro existente en la economía y los distribuya entre las inversiones con mayores tasas de ganancias.

Las bases teóricas de este planteamiento¹ son: la neutralidad del dinero; la presencia de mecanismos autorregulatorios (v. g., Ley de Say e intervención estatal en la economía, vía gasto público); la perfecta sustituibilidad entre las mercancías, lo cual implica que la función del dinero puede ser asumida por cualquier otro bien; y la existencia de mundo *ergódico*, lo cual entrevé que el futuro económico es predecible y confiable, y se conoce mediante el estudio de eventos económicos pasados.

¹ Chick (1983) engloba al planteamiento prekeynesiano, síntesis keynesiana y monetarista bajo el modelo de intercambio real.

El enfoque poskeynesiano, basa su propuesta teórica sobre la incertidumbre. Ello implica que sus supuestos teóricos son opuestos. Parten sosteniendo que la economía capitalista se caracteriza por ser monetaria, lo cual implica que el dinero modifica las relaciones de producción y se distingue de las demás mercancías por no ser sustituible y tener una elasticidad de producción, así como de transferencia cercana a cero.

Estas condiciones provocan que el dinero además de asumir el motivo de transacción y financiamiento de la inversión, pueda utilizarse como depósito de valor, invalidándose con ello la Ley de Say, pilar del modelo de intercambio real.

Dado que consideramos relevantes los supuestos planteados por el paradigma poskeynesiano, se analizará desde esa perspectiva los efectos de las instituciones financieras sobre el fondeo de la inversión y la estabilidad económica.

Nuestra hipótesis será que la desregulación económica, con posterioridad al rompimiento del sistema Bretton Woods, incrementó la incertidumbre y debilitó el papel de fondeo del mercado de capitales, que se impuso como la estructura financiera dominante en el sistema capitalista. En el caso específico de México, la desregulación y globalización económica incrementó la inestabilidad financiera y generó un menor crecimiento económico. La argumentación de este planteamiento teórico se hará en tres partes.

La primera se destinará a la discusión teórica del ahorro *ex post*, revisando la discusión sobre los determinantes y financiamiento de la inversión bajo condiciones de incertidumbre, destacándose que el ahorro ocupa una posición estabilizadora, en vez de dinamizadora del crecimiento, y que las instituciones financieras tienen un papel central en el financiamiento de corto y largo plazos. La segunda parte analizará las transformaciones que ha tenido el sistema monetario mundial y su incidencia en las instituciones financieras nacionales, especialmente en lo relativo a los mecanismos de fondeo, poniendo particular énfasis en

los países en desarrollo. Finalmente, en la última parte, se estudiarán los efectos de los cambios institucionales en el fondeo de la inversión en México, determinándose la funcionalidad de las estructuras financieras en el periodo de regulación y desregulación financiera, poniendo particular énfasis sobre los efectos de dichos cambios en el fondeo de la inversión y la estabilidad del crecimiento.

PRIMERA PARTE: ANÁLISIS TEÓRICO

Con base en los supuestos teóricos del planteamiento poskeynesiano argumentaremos que entre las determinantes centrales de la inversión no se encuentra el ahorro, y la incertidumbre ocupa un papel fundamental, la cual está representada a través de la tasa de apalancamiento. En segundo término se analiza el financiamiento de la inversión y, posteriormente, se determinarán las características que debe tener una estructura financiera para que sea funcional al crecimiento, es decir, que genere un crecimiento económico sostenido.

a) Determinantes de la inversión en un mundo incierto

En este apartado determinaremos cuáles son las determinantes de la inversión en condiciones de incertidumbre, o sea, cuando no hay certeza de que pasará en el periodo futuro, donde tiene lugar la valorización del capital.

El principal determinante de la inversión es la tasa de ganancia que, pese a ocurrir en un periodo futuro, debe ser medible y comparada con el costo de capital. Keynes propone medir la tasa de rentabilidad mediante la comparación entre el precio de demanda y el precio oferta (o eficiencia marginal de capital y tasas de interés).²

El precio de demanda mide, en términos presentes, el flujo de rendimientos de la inversión, y se expresa a través de la valorización que en el mercado financiero se hace de los activos fijos. El precio de oferta indica

² Un análisis exhaustivo sobre esta discusión se encuentra en Levy (1992).

el costo de producción que tiene el activo fijo en el momento de su remplazo. Bajo esta restricción, la inversión puede realizarse con recursos externos a la empresa, siempre y cuando la tasa de ganancia sea mayor al costo de capital (*i. e.*, la tasa de interés).

Keynes introduce a la incertidumbre como elemento esencial en las decisiones de la inversión para explicar la inexistencia de respuestas mecánicas, es decir, predecibles, ante movimientos del precio de demanda y de oferta. No hay seguridad sobre la ocurrencia de un evento y, en caso de suceder, tampoco sobre su magnitud.

De acuerdo con el autor de la *Teoría general*, las expectativas afectan a la inversión mediante la incertidumbre sobre los rendimientos esperados y por la presencia del motivo especulativo de la demanda de dinero que modifica a la tasa de interés.

Kalecki y, posteriormente, Minsky, ligan la incertidumbre a indicadores financieros. Kalecki desarrolla el concepto de riesgo creciente,³ indicando que un mayor volumen de inversión incrementa el riesgo asociado a la inversión, que se intensifica al utilizarse financiamiento externo a la empresa; y con base en ello explica la reinversión parcial de los fondos internos.

Minsky, a partir del riesgo creciente, desarrolla el concepto de fragilidad financiera y propone como determinante de la inversión a la desviación de la tasa de apalancamiento de su nivel normal.

Resumiendo: las determinantes centrales de la inversión, desde la perspectiva poskeynesiana, son: la comparación entre el precio de demanda y de oferta y la desviación de la tasa de apalancamiento con respecto a su nivel normal. Es decir, una condición necesaria (más no

³ En palabras de Kalecki (1971:124): "Supóngase que el empresario no obtiene rendimiento alguno de su negocio; si ha invertido sólo parte de su capital en la empresa y el resto lo ha colocado en el mercado firme obtendrá algún rendimiento neto sobre su capital; si ha invertido todo su capital, su ingreso será cero, y si ha pedido prestado, sufrirá una pérdida neta que, de persistir bastante, acabará por desaparecer su negocio

suficiente) para tomar la decisión de invertir es que la tasa de ganancia sea superior al costo del capital, lo cual permite a la empresa acceder al financiamiento, se amplía el volumen de inversión, incrementándose los rendimientos de la inversión. Sin embargo, el financiamiento externo a la empresa está acotado por un nivel considerado normal, el cual se determina con base en el rumbo de la economía y la organización de las instituciones financieras.

Los fondos internos son otra variable importante en las determinantes de la inversión, lo cual, empero, no debe confundirse con el planteamiento neoclásico de que el ahorro limita el financiamiento. La inclusión de esta determinante tiene por objetivo destacar el carácter oligopólico de la economía capitalista y determinar el volumen de financiamiento externo al que pueda acceder la empresa. En este sentido, un mayor volumen de colaterales permite alcanzar un monto superior de financiamiento, acompañado de menores tasas de interés; y los flujos de ingresos propios de la empresa permiten aprovechar situaciones ventajosas que aparecen en el mercado. De hecho, los distintos montos de recursos internos y tamaños de la empresa explican diferentes tasas de inversión entre los integrantes del sector productivo.

Desde la perspectiva de Kalecki y Steindl, volúmenes distintos de fondos internos explican el acceso diferenciado que tienen las empresas al financiamiento externo y, con base en ello, se da cuenta de la distribución desigual de los recursos y, por tanto, del crecimiento económico disparejo.

La capacidad ociosa y los avances tecnológicos también son incluidos en las determinantes de la inversión, debido a que explican los movimientos de la inversión, dada una tasa de ganancia y financiamiento total de la inversión. Estas determinantes son características de la fase oligopólica del capitalismo e introducen otra fuente de explicación de las oscilaciones de la inversión.

De acuerdo con Steindl, en el mercado oligopólico, la principal forma de modificar el margen de beneficios es a través de menores tasas de utilización de la capacidad instalada. Consecuentemente, el temor de las empresas a generar capacidad ociosa no deseada, provoca cierta lentitud

de respuesta a cambios en la demanda o en la tasa de ganancia. Los avances tecnológicos también determinan movimientos de la inversión independientes de la tasa de ganancia. Específicamente, los continuos avances tecnológicos permiten modificar y/o ampliar el acervo del capital existente⁴ y dependen de la acumulación interna del capital y los niveles de la demanda y su efecto está mediatizado por la estructura dominante de la economía capitalista.

Resumiendo, las determinantes de la inversión son las ganancias (precio de demanda y de oferta), la desviación de la tasa de apalancamiento con relación a un nivel normal, los fondos internos, la capacidad ociosa y el avance tecnológico.

Debe mencionarse que la confusión acerca del papel del financiamiento sobre la inversión proviene del propio Keynes, quien excluyó de la *Teoría general* el motivo financiamiento en las determinantes del dinero y la inversión. Ello permitió a Hicks transformar la teoría de la preferencia por la liquidez en fondos prestables, restituyéndole al ahorro el papel de determinante de la inversión.

b) Determinantes del financiamiento de la inversión

Dado que hemos supuesto que la incertidumbre es la principal característica de las relaciones capitalistas de producción y se demostró que el ahorro no es condicionante de la inversión, en este apartado se argumentará que hay una relación positiva entre liquidez (creación de dinero) e

⁴ Hay una fuerte controversia en cuanto a que las innovaciones son endógenas o exógenas al ciclo económico. Kalecki las supone exógenas en tanto que lo único que se requiere es transformar una invención (descubrimiento de novedades científicas) en innovación (transformación de los inventos en mercancías generalizados para el consumo) de modo que la producción de ésta genere ganancias positivas y se pueda acceder al financiamiento. Mientras que Steindl señala que las innovaciones son endógenas y su efecto será mediatizado a través de las ganancias y en la estructura oligopólica son un arma fundamental de la competencia.

inversión; y que se genera inestabilidad financiera si el incremento de la liquidez no ingresa al circuito productivo y no es neutralizada por un incremento de ahorro en el sistema financiero. En otras palabras, el financiamiento de la inversión se divide en financiamiento bancario de corto plazo y fondeo de la inversión.

El primero –financiamiento de corto plazo– tiene la función de generar recursos monetarios, que son independientes de los ahorros para iniciar un proyecto de inversión, y el segundo –fondeo– transforma las deudas de corto en largo plazo, a través de la venta de instrumentos financieros que serán saldadas con las utilidades que genere la inversión.

i) Créditos de corto plazo: dinero bancario

Los bancos desde su aparición (en la antigüedad) emiten créditos por sobre sus reservas. La gran diferencia entre el periodo precapitalista y capitalista, es que a partir de este último, el dinero adquiere autonomía de los recursos reales, consecuentemente, los créditos dejan de estar limitados por los ahorros.

Chick (1988b) sostiene que desde la segunda etapa del sistema bancario (que coincide históricamente con la revolución industrial) las deudas privadas bancarias (cheques, pagarés, etc.) comienzan a tener una amplia aceptación como medios de pagos, los cuales forman parte de las reservas bancarias, que determinan el volumen de créditos. Consecuentemente, los créditos dependen de los ahorros (ingresos no consumidos) y los títulos financieros que no tienen respaldo en recursos reales.

La autonomización del dinero con respecto a los recursos reales es producto de transformaciones institucionales que han sufrido profundas modificaciones a lo largo de la historia del capitalismo, generando en el último cuarto de siglo, un incremento sin precedente en la liquidez económica, que ha divorciado la creación de dinero de los recursos reales.

Las transformaciones institucionales que dieron origen al incremento de liquidez han sido: los préstamos interbancarios, la función del banco central como prestamista de última instancia, y especialmente la admi-

nistración de deudas, así como la *securitización* (mayores referencias sobre la historia bancaria en Chick, 1988b).

Entonces, debe resaltarse que, a partir de la flexibilización de las reservas, los bancos están en posibilidades de aumentar los créditos y la oferta crediticia dependerá de la voluntad de los bancos para prestar dinero. Debe subrayarse que estas instituciones, como cualquier otro agente económico, introducen la percepción de la incertidumbre en sus decisiones económicas.⁵

El crédito bancario se distingue por ser de corto plazo y estar avalado por un fondo revolving que debe ser repuesto constantemente a fin de que los bancos no reduzcan sus reservas, ni limiten la emisión de los créditos y tampoco incrementen la tasa de interés. Un elemento adicional es que el financiamiento de corto plazo no debe cubrir el total del financiamiento de la inversión, sólo debe otorgar suficientes recursos para iniciar el proyecto de inversión, a partir de lo cual se puede generar la emisión de títulos.

ii) Fondeo de la inversión

Debido a que los rendimientos fluyen a lo largo de toda la vida productiva de la inversión, la anulación de los créditos bancarios se debe realizar a través de la emisión de créditos de largo plazo, para lo cual el sistema capitalista ha creado el mercado de valores, donde las empresas venden títulos sobre los rendimientos futuros de la inversión, los cuales proveerán a las empresas financiamiento que deberá empatar con las utilidades.

⁵ Studart (1995:41-44) incorpora al multiplicador bancario keynesiano las reservas voluntarias y otros activos líquidos que mantienen estas instituciones por motivo precaución, lo cual reduce el multiplicador keynesiano tradicional que sólo incorpora las reservas legales, e incrementa el costo de los préstamos cuando las reservas voluntarias se aproximan a las reservas legales.

Los recursos para el financiamiento de largo plazo (*i. e.*, compra de acciones) se obtiene del incremento de la inversión. Desde la perspectiva postkeynesiana, la inversión genera, vía multiplicador, mayor ingreso, debido a que la compra de activos fijos (demanda por inversión) requiere de mayor empleo y superior nivel de producción, que incrementa el nivel de salarios y ganancias y, por tanto, de ingresos. De mantenerse constante la propensión marginal al consumo, el mayor nivel de ingreso origina un superior nivel de ahorro que, al canalizarse a las instituciones financieras (vía compra de títulos y bonos) se convierte en financiamiento de largo plazo, si la preferencia por la liquidez no se modifica.

La constancia por la preferencia de la liquidez depende de la estabilidad de la tasa de interés que, a su vez, es función de las perspectivas futuras de los agentes superavitarias y de la flexibilidad de la oferta monetaria.

Entonces, en palabras de Chick (1988), el fondeo transforma el ahorro involuntario en ahorro voluntario, ocupando las instituciones financieras, así como las políticas económicas, un papel central en este proceso económico. Por un lado, deben garantizar la estabilidad de la tasa de interés y condiciones adecuada de funcionamiento en el mercado de capitales y, por otro, asegurar suficiente liquidez a los demandantes de préstamos.

En suma, el papel del fondeo es recolectar el ahorro generado por la inversión, financiada por recursos monetarios que son independientes del ingreso no consumido, la cual es función de perspectivas futuras positivas (tasas de rendimiento altas y baja incertidumbre), así como de abundante liquidez monetaria. Nótese que el fondeo es también independiente de la generación de los recursos reales.

c) Papel de las instituciones financieras en el fondeo de la inversión

El fondeo de la inversión es posible realizar a través de dos estructuras financieras: mercado de capitales y mercado de créditos. En ambas, el financiamiento es otorgado por el sector bancario y debe ser repuesto en el corto plazo con el objetivo de eliminar las crisis bancarias y dar continuidad al crédito.

La diferencia entre dichas estructuras financieras se encuentra en los mecanismos de fondeo de la inversión y las condiciones generales de mercados.

i) Características del mercado de capitales

El fondeo se realiza en el mercado de valores, el cual debe distinguirse por tener un mercado primario y secundario robusto. En el primer segmento se venden los títulos nuevos, garantizando a la empresa recursos, y el segundo se encarga de determinar los precios de las emisiones nuevas y garantizar liquidez de los instrumentos financieros.

El mercado de capitales, para ser funcional, debe evitar la especulación de los títulos financieros, impidiendo que su precio baje, lo cual se garantiza, entre otros factores, por la presencia de muchos oferentes y demandantes y el libre movimiento de los factores productivos.

En este tipo de estructuras económicas, los precios son determinados de manera competitiva, existe una amplia variedad de instituciones financieras no bancarias destinadas a recolectar el ahorro (compañías de seguros, de factoraje, bancos hipotecarios, etc.) y el banco central es restringido a controlar los agregados monetarios.

El sector privado es el encargado de dinamizar la economía, limitando al Estado a ejercer una función normativa en las relaciones sociales de producción, con una mínima interferencia productiva. Este modelo se rige sobre las bases ideológicas del libre mercado.

ii) Características del mercado de créditos

El mercado de créditos emerge por la ausencia (o debilidad) del mercado de capitales y se caracteriza por delegar al sector bancario la función de financiamiento y fondeo. Las instituciones bancarias asumen la función

de generar recursos monetarios y recolectar el ahorro, para lo cual requieren de instrumentos de depósitos de largo plazo.

Esta estructura financiera se distingue del mercado de capitales, porque el emisor de financiamiento debe reponer el fondo revolvente bancario con instrumentos financieros generados por la propia institución, es decir, debe generar ahorro involuntario –créditos de corto plazo– y transformarlo en voluntario –instrumentos de depósito de largo plazo.

Este tipo de estructuras es eficiente y funcional si está acompañado de mecanismos destinados a bloquear el movimiento de capital, que incluyen la generación de alianzas entre el sector financiero y productivo para favorecer el financiamiento de la inversión, que se expresa mediante la intervención directa de los bancos en la empresa y la posesión física de acciones por parte de éstos, lo cual les permite el control de las decisiones administrativas; y la participación del Estado en la economía, puede limitarse a imponer un marco regulatorio a los agentes financieros o dirigir directamente las actividades productivas.

Los mecanismos compensatorios destinados a limitar el libre movimiento de los factores productivos tienen un espectro amplio, que incluye políticas económicas destinadas a garantizar deudas de largo plazo, así como financiamiento para proyectos de inversión con altos requerimientos de capital inicial y de larga maduración; estabilizar los precios claves de la economía (tasas de interés y tipo de cambio); imponer un marco regulatorio con el objetivo de unificar los intereses del capital financiero y productivo (*zaibatsus*, *keiretsus*), e intervenir directamente en la economía a través de la inversión pública.

Autores que estudian los fenómenos del desarrollo sostienen que los países atrasados necesitan de una fuerte intervención estatal en la economía para “alcanzar” a los desarrollados, lo cual implica imponer mecanismos compensatorios y una estructura de mercado crediticio (véase Amsden, 1989).

iii) Diferencias entre las estructuras del mercado de capitales y de crédito

Estas estructuras financieras se diferencian por los niveles de incertidumbre, los costos del financiamiento y las políticas económicas dominantes.

El mercado de capitales se caracteriza por ser más barato, tener mayor nivel de incertidumbre y estar dominado por políticas de libre mercado. El financiamiento es menos costoso porque se otorga a cambio de promesas de rendimiento futuro, los cuales, en caso de no realizarse, generan pérdidas para los prestatarios y prestamistas. En otras palabras, el fracaso de un proyecto de inversión es compartido por todos los agentes debido a que el mercado de capital tiene un ajuste mayor que el mercado real.

Empero, este tipo de financiamiento envuelve una mayor incertidumbre, debido a que el mercado secundario, que otorga liquidez a la emisión de los títulos (mediante la continuidad en la compra y venta de títulos) puede generar ganancias de capital mediante la variación de los precios en dichos instrumentos. Así, un cambio de expectativas induce a la compra o venta de estos “papeles” que de preverse correctamente provoca ganancias para unos agentes que son pérdidas para otros.

Finalmente, este tipo de estructuras está acompañado por una intervención estatal eminentemente regulatoria y baja intervención en el aparato productivo.

En el mercado de créditos la incertidumbre es menor y el costo mayor, porque los rendimientos son inciertos y las deudas son ciertas, por tanto, de fracasar un proyecto de inversión, el prestatario está obligado a pagar las deudas y asume por sí sólo el costo del fracaso. Bajo estas condiciones, el financiamiento se encarece porque una variación de las condiciones prevalecientes en el mercado reduce el volumen de créditos y aumenta la tasa de interés. Su nivel de incertidumbre es menor porque

los plazos de las deudas están determinados y, en el contrato, se establece el precio de la deuda y las condiciones de pago.

Otro elemento relevante de este tipo de estructuras es la alta intervención estatal en la economía, que garantiza volúmenes mínimos de inversión, así como flujos de créditos; limita el movimiento de los precios; y genera lazos entre el sector financiero y productivo que tienden a crear condiciones financieras más benévolas para la actividad real.

SEGUNDA PARTE: ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS Y EFECTO SOBRE EL FONDEO DE LA INVERSIÓN

El rompimiento del Sistema Bretton Woods acentuó el incremento de la liquidez mundial, aumentando la autonomía del dinero con respecto a los recursos reales, lo cual generó un divorcio de los créditos en relación con la actividad productiva. Bajo estas circunstancias el capital financiero se convierte en capital productivo de manera más lenta y en menor proporción; y el capital financiero requiere de la desregulación y globalización financiera para valorizarse.

Las nuevas condiciones de valorización modifican el orden monetario mundial, derivando las barreras destinadas a limitar el movimiento de capitales, lo cual provocó la destrucción de la estructura financiera basada en el mercado de créditos, así como de sus mecanismos compensatorios, lo cual provocó el debilitamiento de la función de fondeo del mercado de valores.

Específicamente, las nuevas reglas de acumulación modificaron la estructura del tipo de cambio y del movimiento de capitales, e incrementaron la tasa de interés. Se impuso el tipo de cambio flexible, provocando que dicho precio sea afectado por el movimiento de capitales entre países, volviendo incierto el futuro de los tipos de cambios, lo que incrementó el riesgo cambiario en la evaluación de los rendimientos de los activos, afectando la tasa de interés.

Por su parte, la tasa de interés aumentó (véase Davidson, 1994) y se redujo la influencia de las políticas monetarias domésticas en la determi-

nación de la tasa de interés, aumentando el movimiento del capital especulativo, en detrimento del capital productivo.

Se incrementó la internacionalización del capital, lo que favoreció la inversión en cartera en perjuicio de la inversión extranjera productiva (véase Mantey, 1995c) y se financiaron proyectos productivos con mayores riesgos (véase Grabel, 1995).

En el nuevo orden monetario internacional predominaron los instrumentos financieros de corto plazo y el financiamiento hacia proyectos productivos de alto rendimiento que se distinguen por tener menor duración y mayor riesgo, debilitándose la función de fondeo del mercado de capitales.

Bajo este contexto, en las economías nacionales se suprimen los mecanismos compensatorios tendientes a garantizar la utilización de los créditos bancarios en el financiamiento de la inversión (política de encajonamiento de créditos, diversificación de tasas de interés y tipo de cambio, etc.); se suprimieron también los depósitos en la banca central de parte del ahorro captado por los bancos comerciales (encaje legal), así como la intervención estatal directa en la economía. La regulación económica es desplazada por el libre movimiento de las fuerzas del mercado, otorgándole a éstas la tarea de crear las condiciones para un crecimiento económico estable.

Los efectos de la desregulación financiera en los países en desarrollo generaron la imposición de un nuevo modelo de acumulación –denominado neoliberal– que se distingue, entre otras medidas, por: *i)* eliminar la participación estatal en la economía; *ii)* imponer la liberalización financiera que implicó liberalizar al sistema bancario, eliminando las barreras destinadas a limitar el movimiento de capitales y desarrollar el mercado de valores para fondear el gasto público y privado; *iii)* globalizar el mercado financiero a fin de atraer ahorro externo; y *iv)* imponer la liberalización comercial con el objetivo de igualar los precios nacionales con los externos.

Considerando los planteamientos anteriores se estudiarán los mecanismos de fondeo que ha tenido la economía mexicana en el periodo de regulación y desregulación monetaria internacional y sus efectos sobre la estabilidad económica nacional, poniendo particular énfasis en las instituciones financieras.

TERCERA PARTE: FINANCIAMIENTO Y FONDEO DE LA INVERSIÓN EN
MÉXICO 1960-1994. CAUSAS DE LA CRECIENTE INESTABILIDAD
ECONÓMICA

El análisis empírico sobre la economía mexicana se realizó considerando el periodo 1960 y 1994, que incluye la última fase de la regulación monetaria mundial, donde imperaron los acuerdos de Bretton Woods y la etapa de desregulación y globalización del sistema financiero mundial que comenzó en 1972.

Las modificaciones del sistema financiero internacional provocaron varios cambios institucionales en la economía mexicana: transformación de la banca especializada en múltiple, modificación del financiamiento público, liberalización del sector bancario, globalización del mercado de valores, desaparición de los mecanismos compensatorios e imposición de un modelo de acumulación, basado en la libertad de los movimientos de los factores productivos que modificaron las instituciones destinadas a financiar y fondear la inversión.

Con base en dichos cambios institucionales se subdividió el periodo de estudio en cuatro etapas: crecimiento y estabilidad económica 1960-1971; crecimiento e inestabilidad financiera (1972-1982); recesión económica e inestabilidad financiera (1983-1987); y desregulación financiera y crisis (1988-1994).

La metodología para explicar el crecimiento económico a partir de los mecanismos de financiamiento y fondeo de la inversión se harán considerando dos aspectos: primero, se analizarán los componentes del financiamiento, distinguiendo las particularidades del financiamiento de la

inversión pública y privada;⁶ y, segundo, se realizará un estudio sobre la captación financiera, poniendo particular atención en su estructura y liquidez.

En el análisis de los componentes del financiamiento se utilizarán indicadores de créditos bancarios, bursátiles, externos, así como de ingresos propios de la empresa, a fin de establecer la importancia de las diversas fuentes de financiamiento.

El estudio de la captación financiera se hará examinando la evolución de los instrumentos de captación dominante, por tipo de instituciones bancarias y bursátil, por moneda (nacional y extranjera) y por plazos.

A nivel general es posible apuntar que la principal fuente de financiamiento de la inversión total han sido las utilidades retenidas y debe subrayarse que los cambios institucionales *per se* no generaron modificaciones en la estructura de financiamiento de la inversión,⁷ es decir, no causaron inestabilidad económica.

Sin embargo, pese a la predominancia de las utilidades retenidas como fuente de financiamiento de la inversión, se encontraron modificaciones

⁶ Se debe llamar la atención que esos indicadores no se encuentran de manera directa en las estadísticas nacionales. Específicamente, no se conoce la información sobre las fuentes de inversión privada, consecuentemente se debieron hacer aproximaciones y considerar la estadística disponible como indicadores de magnitud.

Particularmente se utiliza como indicadores del financiamiento interno al excedente neto de operaciones y al consumo de capital fijo; y la participación del financiamiento externo se mide a través del flujo de crédito bancarios al sector no financiero, la colocación de valores de renta fija y variable y el saldo de la cuenta de capitales, deducido el aumento de los activos. Una discusión amplia sobre las limitaciones de estas variables se encuentra en Levy (1999) pp. 130/131.

⁷ A fin de probar que la estructura financiera se mantuvo constante se realizó una prueba econométrica donde la variable dependiente fue la inversión bruta fija total y las variables independientes fueron el excedente de operación, consumo de capital, el flujo de los créditos bancarios, el flujo de valores y el saldo de la cuenta corriente de capitales, descontando el aumento de los activos. Véase Levy (1999) nota metodológica pp. 131-132.

en el financiamiento de la inversión, así como cambios de las instituciones durante el periodo analizado.

En los treinta y cuatro años analizados existieron dos modelos de acumulación dominantes: el modelo de sustitución de importaciones y el modelo de desregulación económica (o modelo neoliberal) que se diferenciaron por tener distintas estructuras financieras y participaciones estatales en la economía. En el primero predominó el mercado de créditos, acompañado de mecanismos compensatorios destinados a fondar el gasto de inversión, con una alta intervención estatal en la economía. El segundo se distinguió por tener un mercado de capitales, y las fuerzas del mercado determinaron la distribución de los recursos, reduciendo a su mínima expresión la intervención estatal en la economía.

A fin de explicar la estabilidad o inestabilidad del crecimiento económico en ambos modelos de acumulación, con base en la periodización anteriormente señalada, estudiaremos las instituciones predominantes en cada periodo y los mecanismos de financiamiento y fondeo existentes.

a) Periodo de crecimiento y estabilidad: 1960-1971

Entre los años 1960-1971 la economía tuvo un crecimiento vigoroso acompañado de estabilidad económica. Es decir, hubo un alto crecimiento del producto interno bruto y de la inversión fija, una inflación moderada –menor a un dígito– que no se diferenció mucho de la externa, y la tasa de cambio fue estable.

La inversión pública tuvo una alta participación en la inversión –gráfica 1– y los mecanismos compensatorios tuvieron un auge importante, entre los cuales debe señalarse a los bancos de desarrollo.⁸ Se apoyó a la inversión privada a través de la política de encajonamiento de créditos, subsidios y programas de desarrollo destinados a generar crecimiento en ciertos sectores productivos (agrícola, vivienda) y sociales (pequeña y mediana industrias).

⁸ Entre 1960 y 1978 se conoció a estas instituciones con el nombre de Instituciones Nacionales de Crédito. A partir de 1978 tomaron el nombre de Banca de Desarrollo.

El financiamiento de la inversión se realizó fundamentalmente con recursos propios de la empresa, destacándose que el monto de capital inicial requerido era relativamente más pequeño que en periodos posteriores, debido a que el modelo de acumulación se encontraba en la fase de sustitución liviana, lo cual se refleja en la participación descendente que tuvo el excedente neto de operaciones con respecto a la inversión total –gráfica 2–. Los créditos bancarios y los flujos de capitales externos (que incluye la inversión extranjera directa) fueron las fuentes más importantes en el financiamiento externo a la empresa. La presencia de la colocación de valores no fue relevante durante el periodo.

La estructura de créditos bancarios indica que su principal destinatario fueron las empresas,⁹ predominando los créditos de mediano plazo (más de un año) y los principales prestamistas fueron los bancos privados y mixtos. En el financiamiento externo a la economía predominó el endeudamiento público de largo plazo y la inversión extranjera directa.

Durante esta fase no hay diferencias sustanciales entre el financiamiento público y privado. En ambos prevaleció el financiamiento interno, le siguieron en importancia los créditos bancarios, los créditos externos a la economía y la colocación de bonos no tuvieron una incidencia importante.

El encaje legal se utilizó para fondear el gasto público en general y fue un elemento clave para mantener la estabilidad económica, debido a que repuso la liquidez del sistema financiero; y se evitó el déficit público, al mantenerse constante la tasa de interés y generarse ingresos estatales por conceptos de las mercancías que vendió la empresa pública.

Con respecto a la captación del ahorro por parte del sistema bancario, ésta se realizó fundamentalmente en moneda nacional y la banca privada y mixta fue la entidad que captó más recursos en moneda nacional, des-

⁹ En este periodo no es posible diferenciar entre los créditos al sector no financiero privado y público.

tacándose la participación de las instituciones financieras y los bancos de depósitos.

Los préstamos internacionales fueron canalizados a las instituciones nacionales de crédito (bancos de desarrollo); y la banca privada y mixta, que otorgó créditos en mayor proporción a las empresas, restituyó su fondo revolvente mediante la captación del ahorro nacional.

Predominaron los instrumentos bancarios de corto plazo y las aceptaciones bancarias. Pese a que no se consignan instrumentos de largo plazo en los agregados monetarios, en 1965 aparecen los certificados financieros a plazo de dos a cinco años, en 1966 de seis a diez años, y en 1969 se crearon los certificados de depósitos fijos a once y quince años (mayores referencias, Sánchez Lugo, 1976:39)

La estabilidad del sistema financiero se puede explicar por políticas estatales eficientes y “por la relativa estabilidad de los precios internos y externos y en el diferencial entre las tasas de interés nacionales y extranjeras” (Lugo, 1976:379), que provino de un sistema financiero internacional regulado.

Se puede concluir que durante este periodo las condiciones de estabilidad del sistema económico provinieron de las características del entorno internacional y los acuerdos políticos generados en el ámbito nacional. En otras palabras, se pudo desarrollar en México una intervención estatal activa en la economía e imponer mecanismos compensatorios que no desencadenaron incertidumbre en los agentes privados, porque el capital no tenía opciones redituables alternativas. Es decir, no hubo alicientes para generar fugas de capital y existieron suficientes préstamos internacionales a largo plazo para financiar las importaciones necesarias para crecer.

b) Alto crecimiento e inestabilidad financiera: 1972-1982

Durante este periodo, el proceso de crecimiento se distinguió por tener dos características: a) en el ámbito nacional hubo inestabilidad económica, que se manifestó mediante arranques y frenos en el crecimiento, un fuerte aumento en la tasa de interés nominal (paso de 8% en 1972 a 55%

en 1982), hubo constantes y crecientes fugas de capital que representó un acumulado de 1.8% con respecto al producto interno bruto y ocurrieron dos macrodevaluaciones (1976 y 1982) que incrementaron tres veces el tipo de cambio; y *b*) en el ámbito internacional se rompió el orden monetario mundial imperante desde la Segunda Guerra Mundial, y desapareció la regulación del movimiento de capitales, lo cual amplió la oferta de los recursos privados internacionales, y en los países desarrollados se adoptó el régimen cambiario flotante, provocando fuertes variaciones en la tasa de interés externa. Ello transformó la disposición de recursos para los países en desarrollo, predominando los flujos privados de corto plazo a tasa de interés flotantes, lo cual alentó la fuga de capitales de las economías en desarrollo.

Pese al cambio de las condiciones internacionales de valorización del capital, la política económica mexicana continuó basándose en una alta intervención estatal y mecanismos compensatorios, con la particularidad que se transitó hacia un modelo de sustitución de importaciones pesadas. Bajo estas condiciones la inversión requirió de montos de capitales iniciales comparativamente superiores al periodo anterior que, además, tuvieron un alto componente importado.

La gran debilidad de la política económica de este periodo fue la continuación del régimen de libre convertibilidad de la moneda y la falta de dinamización del sector externo para asegurar suficientes divisas para financiar el crecimiento. Ello provocó riesgo el cambiario que alentó la fuga de capitales y rompió el círculo virtuoso de financiamiento público, alta captación bancaria y encaje legal, dando paso al déficit fiscal y externo.

Durante este periodo hubo importantes modificaciones en las estructuras financieras nacionales. Se impuso la banca múltiple que aumentó la oligopolización de la estructura bancaria; se simplificó el encaje legal, aumentando sus rendimientos; se intentó, sin lograrlo, dinamizar el mercado bursátil; y se inició con la emisión de títulos gubernamentales (Ce-

tes y Tesobonos) a fin de modificar las bases del financiamiento público. Asimismo se pretendió crear, sin éxito, la conformación de grupos privados nacionales con el objetivo de unificar los lazos entre el capital productivo y financiero.

En la estructura de financiamiento de la inversión continuó predominando la utilización de ingresos propios de la empresa. Sin embargo, se incrementó la magnitud de las fuentes de financiamiento externas a la empresa. Con respecto al periodo anterior se duplicó el monto de los créditos y el financiamiento externo; y continuó el descenso de la participación de los ingresos propios de la empresa con relación a la inversión (gráfica 2).

Específicamente, crecieron los créditos públicos con respecto al periodo anterior (pasando de 8 a 44% del total), casi igualándose con la proporción emitida por las instituciones privadas (correspondiendo una proporción de 56 y 44%, respectivamente), lo cual redujo en casi 20 puntos la participación de la banca privada en la emisión de créditos. Otro dato relevante es que se incrementaron los créditos de corto plazo.

La tasa de crecimiento del flujo de capital externo a la economía se duplicó con respecto al periodo pasado, incrementándose de manera particular el endeudamiento público. La inversión total aumentó su participación en más de 3 veces (pasó de 11 a 33% entre 1960-1971 y 1972-1982).

Una expresión adicional del incremento de la participación de los créditos en el financiamiento de la inversión es el comportamiento de la tasa de apalancamiento de las mayores empresas de la economía (las que cotizan en la Bolsa de Valores, gráfica 3).

Nótese que la etapa de mayor crecimiento económico en México desde la posguerra estuvo asociada con un aumento de la participación de los créditos, incrementando los de corto plazo y de origen público.

La inversión pública aumentó de manera considerable, logrando la mayor tasa de crecimiento de todo el periodo en estudio,¹⁰ (gráfica 1). Su estructura financiera se diferenció del periodo anterior por la alta participación de los flujos externos a la economía.

La inversión privada que también mostró un alto dinamismo, se distinguió por utilizar más créditos bancarios en su financiamiento, pero éstos fueron fundamentalmente de carácter interno, con alta participación del sector público.

La captación bancaria en moneda nacional se concentró fundamentalmente en la banca privada y nacional, aumentando apenas 3% la captación de la banca de desarrollo. Asimismo, aumentó la participación de la moneda extranjera en las obligaciones totales. La liquidez de los instrumentos bancarios se redujo, desapareciendo los depósitos financieros de largo plazo y descendió la liquidez de los pasivos bancarios. O sea, mientras aumentaba la cantidad de créditos, se acortaron los plazos de las obligaciones.

Otro elemento destacable fue que el banco de desarrollo captó la mayoría de los préstamos en moneda extranjera, lo cual aunado al incremento de la emisión en sus créditos provocó que asumiera la mayoría de los riesgos inherentes al crecimiento económico. Mientras que la banca comercial redujo sus riesgos, porque otorgó proporcionalmente menos créditos, e incrementó su participación en la captación de los ahorros, de los cuales una parte depositó en el banco central y obtuvo altos rendimientos.

La combinación de alta liquidez con altos montos de créditos estaba destinada a generar una fuerte crisis financiera, tal cual sucedió en 1982,

¹⁰ La tasa de crecimiento medio de la inversión total durante el periodo fue de 6.9%, mientras que la privada tuvo un crecimiento de 4.5% y la pública de 10.8%. Ello modificó la composición de la inversión. La pública pasó de 34.6 en 1960-1971 a 42.2% en 1982-1982; mientras que la privada descendió de 65.4 a 57.8% entre ambos periodos.

ya que el ahorro generado por el crecimiento no fue recirculado íntegramente al sistema bancario, lo cual fue agudizado por las fugas de capital.

Aparecieron tensiones entre los banqueros y el gobierno, porque la menor captación (con relación a los créditos), así como el acortamiento de plazos de los instrumentos financieros, redujeron la transferencia de recursos desde la banca comercial hacia el banco central, obligando al gobierno a dolarizar la economía e incrementar los rendimientos del encaje legal.

Podemos concluir sosteniendo que la crisis económica ocurrida en 1982 fue producto del nuevo entorno financiero internacional y la falta de adecuación de los mecanismos compensatorios en el ámbito interno. Esta nueva situación bloqueó el mecanismo tradicional de fondeo del gasto público, lo cual fue especialmente nocivo en un contexto de crecimiento económico. Así, apareció un círculo vicioso que fue de mayor gasto público hacia mayores intereses y de inflación, instrumentos financieros de menores plazos en la captación, dolarización de la economía, déficit público y endeudamiento externo, que en conjunto provocaron riesgo cambiario. Otro elemento que contribuyó de manera relevante a la crisis fue el abrupto incremento de las tasas de interés externas en 1982.

c) Recesión Económica e inestabilidad financiera: 1983-1987

En este periodo se inició el tránsito decidido hacia el modelo de acumulación basada en la desregulación económica y financiera. Desde una perspectiva muy general, estos años pueden definirse como el periodo de transición hacia reglas de acumulación basadas en las leyes del mercado, anulándose la intervención estatal directa en la economía y los mecanismos compensatorios destinados a garantizar el financiamiento y fondeo de la inversión.

En otras palabras, la economía mexicana empezó a adecuarse a las normas imperantes en el nuevo orden monetario mundial. En este contexto se realizan varias reformas institucionales. Entre las más importantes debe mencionarse: 1) las reformas financieras que neutralizaron la expropiación bancaria realizada en los últimos meses del sexenio de Ló-

pez Portillo,¹¹ cediendo el espacio bursátil a los banqueros expropiados; inicio de la desregulación bancaria, que entre otras medidas comprendió el debilitamiento del encaje legal,¹² aumento en la colocación de la deuda interna (como sustitución al encaje legal); 2) se privatizó un gran número de empresas públicas y la tasa de crecimiento del gasto público se volvió negativa, reduciendo el tamaño del sector (gráfica 1). 3) se impuso de manera unilateral la liberalización comercial; y 4) Se liberalizó el tipo de cambio, aunque la política monetaria provocó una sobrevaluación en la tasa de cambio y las tasas de interés se anclaron a un precio elevado, a fin de desincentivar las importaciones y atraer el ahorro al sector financiero nacional.

Los resultados económicos de este nuevo entorno nacional no fueron alentadores. Hubo un estancamiento productivo (la tasa de crecimiento media anual del periodo fue de 0.2%), acompañado de una fuerte inflación (oscilando entre 60 y 120% anual), con un aumento en la tasa de cambio de casi nueve veces su valor, y una triplicación de la tasa de interés nominal, superando 100% en los años 1986 y 1987.

¹¹ En agosto de 1982 se procedió a nacionalizar a la banca privada y mixta en un intento por generar mecanismos funcionales de crecimiento, que garantizaran la creación y recolección del ahorro, lo cual conjuntamente con el control de cambios –impuesto en la misma fecha– permitiría generar un círculo virtuoso de mayor liquidez, mayor inversión, mayor ahorro, empleo y riqueza. Una condición necesaria para lograr dicho objetivo era resolver el pago de la deuda externa, problema político, que pudo haber tenido una solución exitosa, de coordinarse México con el resto de los países latinoamericanos.

¹² La desaparición del encaje legal tuvo un proceso largo. Inició en 1985 con la reducción de 50 a 10% de la tasa de encaje legal, que fue sucedida por un acuerdo con los bancos comerciales (estatizados) de destinar 35% de sus recursos financieros al gobierno federal. En 1986 se desincorporaron las aceptaciones bancarias de la base de los recursos financieros destinados al gobierno federal, limitando con ello el encaje legal. En 1990 se eliminaron los controles a las tasas de interés y a la canalización de los créditos bancarios y se estableció un coeficiente de liquidez de 10% que, en 1991, se eliminó por completo.

Debe mencionarse que en este periodo el sistema financiero atravesó por una etapa de readecuación, que implicó la reducción de flujos internacionales hacia la economía mexicana (que incluso fue negativa en 1985), acompañada de una alta fuga de capitales.

La tasa de crecimiento de acumulación durante el periodo se redujo de manera drástica (tuvo una tasa de crecimiento media de 1.6%), provocando una caída del coeficiente de inversión (pasó de 22 a 18% entre 1972-1982 y 1983-1977). La tasa de crecimiento de la inversión pública fue negativa (-8.4%); y, pese a duplicarse la tasa de crecimiento de la inversión privada, su dinamismo no fue suficiente para neutralizar la caída de la inversión pública.

La atonía en el crecimiento de la inversión se explica por el estancamiento económico que provocó la decisión de priorizar por el pago de la deuda externa en un contexto de escasez de capitales internacionales. Ello redujo el financiamiento hacia la inversión y desató un proceso hiperinflacionario. Bajo estas condiciones, la inversión continuó autofinanciándose, pero, a diferencia de los periodos anteriores, los rendimientos provinieron de incrementos de precios en vez de mayor producción.

En el ámbito estatal debe destacarse que durante estos años aparece un balance económico positivo acompañado de un déficit financiero, lo cual es explicado por el incremento de intereses sin precedente. Incluso, durante el periodo, la variación de los depósitos del gobierno federal (pasivos menos créditos al sector público no financiero) en el Banco de México fue positiva (gráfica 4), indicándose con ello que parte de la colocación neta de la deuda interna fue depositada en el banco central con el objetivo de combatir la inflación.

La captación de los recursos sufrió una drástica modificación. Las instituciones bursátiles empezaron a competir con las bancarias por la captación del ahorro. Además de incrementar las sucursales de las casas de bolsas, aumentaron las sociedades de inversión, subieron drástica

mente sus activos, que se distinguieron por ser de renta fija, convirtiéndose en una opción adicional de mantener los ahorros.¹³ Otra manifestación del cambio en la captación del ahorro fue la triplicación de la penetración financiera del sector bursátil, manteniéndose relativamente constante la penetración del sector bancario.¹⁴

No obstante las profundas reformas financieras, aumentó de manera significativa la participación de la moneda extranjera en los pasivos, logrando su mayor nivel desde que la banca múltiple dominó el sector bancario.

Con base en lo anterior, es posible concluir que pese a las reformas económicas no se logró generar certidumbre en los agentes económicos.

¹³ Los siguientes datos son elocuentes para mostrar la transformación de la captación financiera:

Años	1983	1987	T. C. M. (%)
Casa de Bolsa			
Activos*	228	726	34
Núm. De Cuentas	84476	390611	47
Soc. de Inversión			
Activos*	1.8	264	249
Renta Variable	1.5	83.8	172
Renta Fija	0.2	80.1	416
Núm. de Cuentas**	60901.0	444 922	170
Renta Fija	48330.0	288 324	144
Renta Variable	12571.0	156608	253
Monto de Ingresos*	88.8	22408	299
Pasivos Bancarios*	3 062.0	4922	13

* Miles de millones de pesos de 1980, a precios de productor

**Únicamente se considera el periodo 1985-1987

Elaboración propia con base en BMV "El mercado accionario 1983-1988 y Banco de México "Indicadores Económicos".

¹⁴ La penetración financiera del sector bursátil pasó de 3.0 a 10.7, la del sector bancario de 27.3 a 29.7, mientras que la global aumentó de 30.3 a 40.3. Mayores referencias en Bolsa Mexicana de Valores (1992).

Ello se manifestó mediante la dolarización de la economía, la fuga de capital, con el nuevo ingrediente que una porción considerable de los ingresos no consumidos fueron desviados del aparato productivo hacia el sector financiero no bancario, donde predominaron los títulos gubernamentales que no financiaron proyectos productivos, sino que transfirieron ahorros hacia el resto del mundo a fin de pagar la deuda externa y recobrar la confianza de los agentes externos.

Las reglas del mercado en el primer periodo de desregulación financiera impusieron un mercado de capitales “disfuncional” al fondeo de la inversión que, conjuntamente con la desregulación en los demás sectores, generó un círculo vicioso de bajo crecimiento económico con inflación.

d) Desregulación financiera y crisis: 1988-1994

Este periodo compartió con el anterior los fundamentos del libre mercado, ampliándose durante estos años la libertad del movimiento de las mercancías y del capital, lo cual implicó reformas financieras adicionales, entre las cuales destacan: Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLC), privatización de la banca comercial, desaparición del encaje legal (véase pie de página 12), apertura del mercado de valores a la inversión en cartera externa, autonomía de la banca central, y la imposición de una nueva política para controlar la inflación.

Todas las reformas institucionales ocurridas en este periodo respondieron a la filosofía de dismantelar los mecanismos compensatorios y lograr la desregulación del sistema económico, a fin de imponer a las fuerzas del mercado como las reguladoras del crecimiento económico. La gran diferencia de este periodo, con respecto al anterior, fue la forma de combatir la inflación.

Desde fines de 1987, a raíz del *crac* bursátil se impuso la política de “pactos” que tenía como objetivo predecir los precios fundamentales de la economía. Aspe (1993:19) señaló: “debe corregirse el fuerte componente inercial y los desequilibrios del sector real”, lo cual se tradujo en una política para estabilizar el precio de la moneda convirtiendo a la tasa de cambio en el “ancla” básica de los precios (en términos de Huer-

ta, 1994). Bajo esta visión la inflación no se podía combatir únicamente a través del control de las finanzas públicas y de la creación del dinero, sino que era necesario recuperar la confianza del poder adquisitivo. Es así que la tasa de interés se convierte en la variable equilibradora del modelo.

Los resultados de las reformas financieras y los cambios en el combate a la inflación generaron buenos resultados. El producto interno bruto y la formación bruta de capital fijo retomaron el crecimiento, especialmente en los primeros años del periodo. La inflación bajó drásticamente y se revertió la transferencia de ahorro hacia el exterior. El crecimiento fue dinamizado por el sector privado, lo cual indicaría que el nuevo modelo de acumulación comenzaba a rendir resultados positivos.

No obstante lo anterior, aparecieron tres puntos críticos que desde el principio indicaron la fragilidad del modelo: *a)* movimiento errático de las tasas de interés; *b)* aumento de la inversión de cartera externa que propició un aumento peligroso del déficit de la cuenta corriente, y *c)* aumento explosivo de la relación de carteras vencidas a recursos bancarios.

Durante estos años la relación entre magnitudes de financiamiento y gasto de inversión se distinguió, con respecto a la anterior, en dos elementos: incrementaron los créditos al sector privado y creció la entrada de recursos externos por la liberalización financiera; es decir, se asemejó al último periodo de sustitución de importaciones, con la diferencia que la porción privada fue la motora del crecimiento.

Con respecto a los créditos bancarios, se debe llamar la atención que la mayor parte de los recursos fue otorgada por la banca comercial y prácticamente todo el volumen fue destinado al sector privado, lo cual muestra que efectivamente tuvo lugar la liberalización económica.

La tasa de apalancamiento de las principales empresas emisoras de la Bolsa de Valores Mexicana (gráfica 4) se incrementó, aunque no alcanzó los niveles de la década de los setenta; lo cual, empero, a partir de 1988 generó un aumento de la relación de carteras vencidas a recursos banca-

rios (gráfica 5), advirtiéndose con ello la inexistencia de un proceso de fondeo eficiente y funcional, lo cual impidió la reconstitución del fondo revolvente de la banca. Apareció lo que los nuevos keynesianos denominaron “selección adversa” y “riesgo moral” (véase Stiglitz, 1994) que, conjuntamente con el racionamiento de créditos ocurrido en 1995, generó una fuerte crisis bancaria que requirió de la intervención estatal.¹⁵

El sector bursátil tuvo señales contradictorias. Por un lado incrementó de manera continua el índice de precios y cotizaciones (pasó de 419 pesos en 1989 a 2 376 pesos en 1994), lo cual impactó positivamente en el volumen de inversión (subía el precio de demanda), sin embargo, se mantuvo la predominancia de los títulos gubernamentales que se ligaron al tipo de cambio y al índice de precios, provocando riesgo cambiario.

Con respecto al financiamiento externo debe resaltarse que pese al incremento notable de la afluencia de recursos externos a la economía, éstos no se dirigieron al sector productivo,¹⁶ aunque se observa un aumento en la inversión extranjera directa, lo cual indicaría que los recursos que entraron por concepto de inversión en cartera se mantuvieron en el sector financiero. Finalmente, es pertinente resaltar que el endeudamiento público de instituciones no financieras tuvo una participación negativa, lo cual refleja la baja participación de la inversión pública en la total, (gráfica 1).

La estructura del financiamiento de la inversión privada fue muy parecida a la total, debido a la reducción de la inversión pública. En este periodo se repitió el fenómeno de generar colocación neta de deuda interna que se destinó a depósitos netos del gobierno federal en el Banco de México (gráfica 4).

La captación de recursos no tuvo una modificación drástica, pese a la privatización de la banca comercial. Aumentó la participación de los instrumentos no bancarios de corto plazo y los instrumentos de largo

¹⁵ En 1995 se activo el Fondo Bancario para el Rescate del Ahorro que obligó posteriormente al Estado comprar deudas vencidas.

¹⁶ Entre 1988-1994 el sector productivo captó 25% de los recursos externos, el sector bursátil 55% y el bancario 20 por ciento.

plazo, especialmente los bursátiles. Asimismo, creció en importancia la participación de la moneda extranjera en los agregados monetarios totales,¹⁷ así como la penetración bursátil.

Durante este periodo se desplegaron todos los mecanismos de la nueva institucionalidad, suprimiéndose las políticas bloqueadoras del movimiento de capital y mercancías, así como las destinadas a fondear el gasto público. También se continuó con el proceso de privatización de la economía y reducción del gasto público estatal. Es decir, estuvieron presentes todas las condiciones para que el sector privado dinamizara la inversión productiva, que sería financiado por la banca comercial y fondeado por el mercado de valores.

Consecuentemente, la crisis económica que tuvo lugar en diciembre de 1994 se debió a la debilidad de las instituciones financieras, especialmente a las no bancarias, en no asumir su papel dinamizador en la economía, demostrándose con ello que las políticas de libre mercado compartieron, con las de regulación financiera, la generación de inestabilidad financiera, con el agravante que generaron menores tasa de crecimiento y sus crisis fueron más frecuentes y profundas, y la economía se volvió más vulnerable a los cambios de expectativas generados internamente y, especialmente, los ocurridos fuera de la economía, donde la política nacional no puede incidir.

¹⁷ La tasa de crecimiento de los agregados monetarios en moneda extranjera fue de 27% y en moneda nacional de (-34%). Ello provocó que la participación de los agregados monetarios en moneda nacional bajara de 93 en 1983-1987 a 75% en 1988-1994, y subiera la participación de los agregados monetarios en moneda extranjera de 7 a 25% entre ambos periodos.

CONCLUSIONES

Si el sistema económico dominante se caracteriza por la presencia de la incertidumbre y las relaciones económicas se distinguen por ser monetarias, el fondeo es un elemento central para explicar la estabilidad del crecimiento del sistema económico, es decir, la continuación del proceso de inversión; el cual es independiente de la generación de ahorros y es creado por instituciones financieras.

En consecuencia, el financiamiento bancario, en vez del ahorro, es el responsable de dinamizar el crecimiento, el cual, debe resaltarse, es independiente de los recursos reales, y es considerado como un mero acto contable, determinado por la demanda y la voluntad de generar mayor liquidez por el sistema bancario, acompañado de una tasa de interés constante; la cual, empero genera inestabilidad que puede ser neutralizada por el fondeo.

Las estructuras financieras dependen del estadio de desarrollo del capitalismo y los intereses predominantes en el orden monetario internacional. Han existido dos tipos de estructuras financieras dominantes: la de estructuras de créditos y la de capitales.

Los países en desarrollo (con posterioridad a la revolución industrial inglesa) implantaron una estructura financiera basada en el mercado de créditos, donde las instituciones bancarias asumieron el papel de generar financiamiento de corto y largo plazos, o sea, asumieron el papel de financiar y fondear a la inversión, lo cual ha requerido diferentes tipos de mecanismos compensatorios a fin de bloquear las fuerzas del mercado para garantizar el fondeo y el crecimiento económico.

En este entorno institucional, la política económica, así como las instituciones financieras tienen como objetivo central garantizar financiamiento para la inversión y canalizar el ahorro generado por el crecimiento hacia el sistema bancario, transformándolo en instrumentos de largo plazo, para empatar las utilidades con las deudas.

El nuevo orden monetario mundial, surgido después del rompimiento del Sistema Bretton Woods, modificó las condiciones de revalorización del capital. La estructura del tipo de cambio se volvió flexible; aumentó

la tasa de interés y la generación de capital especulativo de corto plazo, desviando los flujos financieros de la inversión productiva, lo cual debilita la función de fondeo del mercado de capitales. Predominan los instrumentos financieros de corto plazo, impidiendo que se empaten las deudas con las utilidades.

No obstante el debilitamiento del mercado de valores, como espacio de fondeo de la inversión, la gran movilidad de capital destruyó la estructura financiera basada en el mercado de créditos, así como los mecanismos compensatorios, generando un movimiento de desregulación y liberación financiera en los espacios nacionales, que impuso un nuevo modelo de acumulación que se ha distinguido por el libre movimiento de las fuerzas productivas, señaladamente de las mercancías y el capital; y tener una estructura financiera basada en el mercado de valores. Ello aumentó la inestabilidad financiera del conjunto de los países, afectando en mayor medida a los países en desarrollo.

En el ámbito de México se observó que los fondos internos han sido la principal fuente de financiamiento en los dos modelos de acumulación dominantes (modelo de sustitución de importaciones y modelo de desregulación económica o neoliberal), aunque en el primero se logró un mayor nivel de crecimiento económico (coeficiente de la inversión más alto) aunada a mayores tasas de apalancamiento.

Sólo hubo estabilidad financiera en la primera fase del modelo de sustitución de importaciones y ello se explica por la existencia de regulación internacional del movimiento de capitales que permitió que los ahorros generados internamente se canalizarán al sistema bancario, reponiéndose sus fondos revolventes.

La inestabilidad del segundo periodo del modelo de sustitución de importaciones (1972-1982) se debió al creciente incremento de créditos en un contexto de inestabilidad monetaria y cambios en los flujos de capital internacional que modificaron la intermediación financiera, incrementando la liquidez de la captación, y dolarizaron la economía, y

redujeron la captación del ahorro (fugas de capital). Lo anterior aunado a la falta de nexos entre el capital financiero y el productivo impidió la viabilidad del modelo, generándose fuertes desequilibrios fiscales y externos, devaluaciones y procesos inflacionarios.

La liberalización y globalización del mercado mundial impusieron una estructura financiera basada en el mercado de capitales que ha sido disfuncional, debido a que no creó instrumentos financieros de largo plazo destinados a fondear a la inversión y es altamente sensible a la generación de incertidumbre proveniente del espacio interno y especialmente del externo. Una manifestación de la inestabilidad financiera es el incremento de las carteras vencidas promovidas por el incremento de la tasa de interés y las devaluaciones del tipo de cambio que no necesariamente proviene de desequilibrios internos.

Otro elemento relevante de las nuevas reglas de valorización del capital es el incremento de los desequilibrios fiscales (sin la presencia del gasto público) o déficit externos, generados por el aumento de la tasa de interés y la necesidad de mantener estables los tipos de cambio, a fin de atraer ahorro externo, que en mucho caso ha debido suplir al ahorro interno.

Finalmente, debe subrayarse que el dinamismo del gasto público del periodo de sustitución de importaciones no fue remplazado por los mecanismos del mercado, generándose en el periodo de desregulación económica menores tasas de crecimiento económico con mayores niveles de inestabilidad financiero.

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, Christopher, S., "Democratic politics and private investment: financial regulation in the Federal Republic of Germany and the United States", *Research Repor*, núm. 2, noviembre de 1990, American Institute for Contemporary Studies, USA.
- Amsden A., *Asia's next giant*, New York, University Oxford, Inglaterra, 1989.

- Asimakopulos A., "Finance, liquidity, saving and investment" en *Journal of Post keynesian Economics*, 1986, vol. IX, núm. 1, Fall, USA.
- Asociación Mexicana de Casas de Bolsas, *Las sociedades de inversión. Experiencia mexicana e internacional*, mimeo, 1987.
- Aspe, Pedro, *El camino mexicano de la transformación económica*, FCE, México, 1993.
- Banco de México, Indicadores económicos, varios años.
- (1925-1978), *Estadísticas históricas del sector externo*.
- (1925-1978), *Estadísticas históricas, moneda y banca*.
- *Informe anual del banco de México*, varios años.
- (1925-1986), *Indicadores monetarios y financieros y de finanzas públicas*.
- Basave, Kunhanrdt Jorge, *Los grupos financieros empresariales en México 1974-1987*, UNAM, México, 1995.
- , *Información estadística de los grupos empresariales 1988-1994*, disquetes, 1995.
- Borjas Martínez Francisco, *El nuevo sistema financiero mexicano*, FCE, México, 1991.
- , *El nuevo régimen del Banco de México*, FCE, México, 1991.
- Brother D. J. y Solis L. M., *Evolución financiera de México*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, 1967.
- Cardim de Carvalho, Fernando J. C., *Mr Keynes and the post keynesians. Principles of Macroeconomics for a Monetary Production*, Edward Elgar, Inglaterra, 1992.
- , "Keynes's concept of finance and funding and the structure of the financial system", en *Serie Textos para Discussão*, núm. 344, Universidad Federal de Río de Janeiro, Brasil, 1992.
- Caso Bercht Jorge, *El mercado de acciones en México*, Centro de Estudios Monetarios Internacionales, México, 1970.
- Cavazos Lerma Manuel, *Cincuenta años de política monetaria*, (coord.), FCE, México, 1976.

- Chick, Victoria (1983), *La macroeconomía según Keynes*, Alianza Editorial, Madrid, 1990.
- , “Monetary increases and their consequences: Streams, backwaters and floods”, *Discussion Papers* 83-06, Departament of Political Economy, University College of London, Inglaterra, 1983.
- , “Sources of finance, recent changes in bank behaviour and theory of investment and interest”, *Discussion Paper*, 87-22, Departament of Economics, University College of London, Inglaterra, 1988.
- , *The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy*, ponencia presentada en el seminario Monetary Policy, 1988b.
- , “On money, method and Keynes”, en *Selected Essays*, P. Arestes y S. Dow, (comps.) St M. Press, Inglaterra, 1992.
- Davidson y Kregel (1951), “La teoría de ocupación de Keynes. Presiones e Indización”, en *Revista de Economía Latinoamericana*, núm. 56, Venezuela 1979.
- Davidson Paul, *Money and the Real World*, Macmillan, Inglaterra, 1972.
- , *Money and real world*, Macmillan Press, Inglaterra, 1978.
- , “Finance, funding, saving, and investment”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 1986, vol. 9, núm. 1, Fall, USA.
- , *Post keynesian macroeconomics theory*, Edward Elgor, England, 1994.
- Dow , J. C. R. (1988), “La inestabilidad financiera. Proceso financiero e incertidumbre y consecuencia para el poder del banco central”, en *El papel de la banca central en la actualidad*, León Bendesky (comp.), CEMLA, México, 1991.
- Dow, Sheila y Peter Earl, *Money Matters. A Keynesian Approach to Monetary Economics*, Martin Robertson, Inglaterra, 1982.
- Fanelli, José María, Robert Frenkel y Guillermo Rozenwurcel, “Growth and structural reform un latin America. Where we stand”, *Documento*, CEDES/57, 1990, Argentina.
- Felix David, *Financial Globalization Versus Free Trade: The Case for the Tobin Tax*, University Washington, mimeo, 1995.
- Fernández Hurtado Ernesto, (coord.), *Cincuenta años de la banca central*, FCE, México.

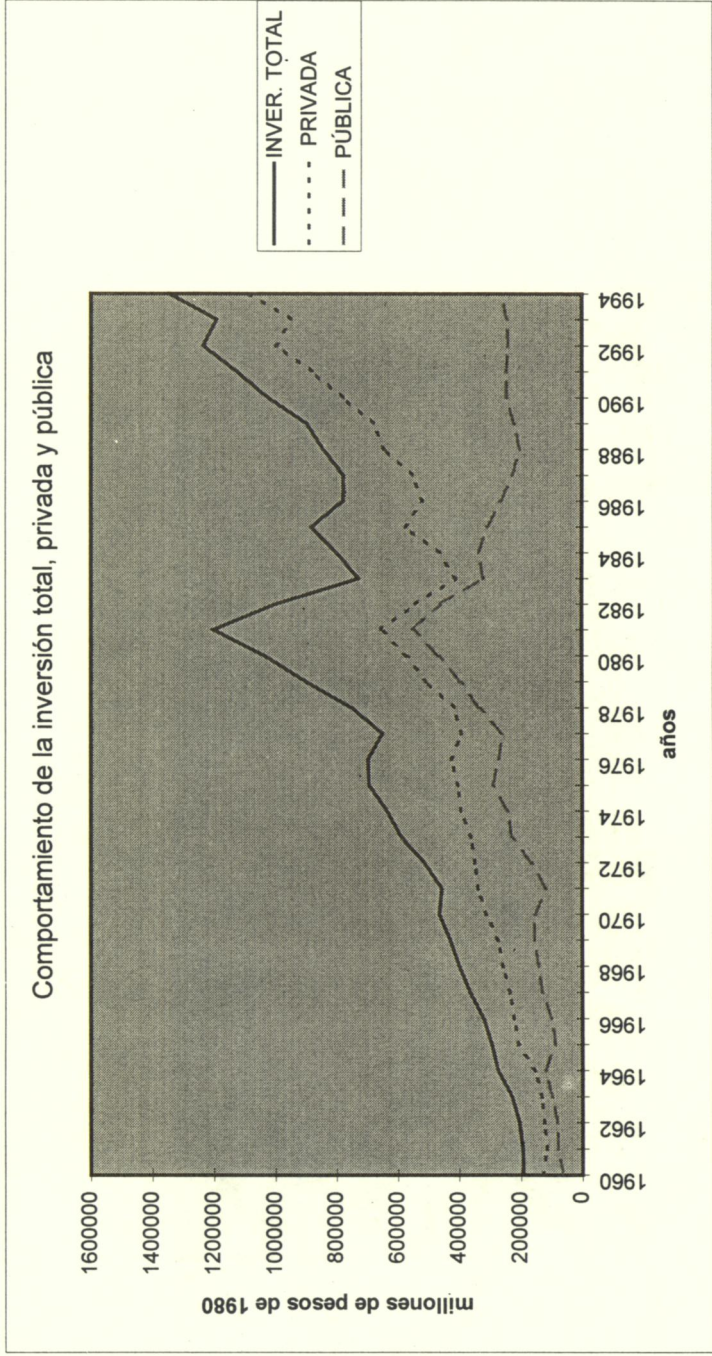
- , (Coord.) *Reflexiones sobre aspectos fundamentales de la banca central en México*, FCE, México, 1976.
- Ferry Pierro and Hyman Minsky, "Market Processes and thwarting systems", *Working Paper* núm. 64, 1991, The Jerome Levy Economics Institute Bard College.
- González Cinthya, *Determinación de la cartera vencida en México 1980-I/1995-IV*, tesis de Maestría, UACEPyP, México, 1996.
- Grabel, Llène, *Speculation-led Economic Development: A post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programs in the Thrid World*, mimeo, 1995.
- Hicks J. R., *Valor y capital*, FCE, México, 1954.
- Huerta, A., *Economía mexicana: más allá del milagro*, Ediciones de Cultura Popular, México, 1986.
- , *La política neoliberal de México, estabilización económica de México limitantes y alternativas*, Diana, México, 1994.
- , *Carteras vencidas, inestabilidad financiera. Propuesta de solución*, Diana, México, 1997.
- INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales, varios años.
- Jacobs E., "La evolución reciente de los grupos de capital privado nacional", en *Economía Mexicana*, núm. 3, CIDE, México, 1981.
- Jacobs E. y Wilson Pérez, "Tamaño de la planta y financiamiento: dos problemas centrales del desarrollo industrial", *Economía Mexicana*, núm. 5, CIDE.
- Kalecki Michael, (1936), "Algunas observaciones sobre la teoría de Keynes", *Investigación Económica*, núm. 166, México, 1983.
- (1971), *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista 1933-1970*, FCE, México, 1977.
- Keynes, John Maynard (1936), *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, FCE, México, 1986.

- , “Alternative theories of the rate of interest”, *Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV, *The General Theory and After*, recopilada por Donald Moggridge, Macmillan, Inglaterra 1973.
- , “The 'ex ante' theory of the rate of interest”, *Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV, *The General Theory and after*, recopilado por Donald Moggridge, Macmillan, Inglaterra, , 1973b.
- , “La teoría general: ideas y conceptos fundamentales”, *Investigación Económica*, núm. 181, julio-septiembre de 1987, Facultad de Economía UNAM, México.
- Kindleberger, Charles, *Historia Financiera Europea*, Crítica, España, 1988.
- Knight F., *Risk, Uncertainty and Profits*, Sentry Press, USA, 1964.
- Kregel, J. A., “A note on finance, liquidity, saving, and investment”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 9, núm. 1, Fall, USA, 1986.
- Levy, Noemi, *Determinantes de la inversión privada en México 1960-1985*, tesis de maestría, DEFE-UNAM, México, 1992.
- , “Determinantes de la inversión privada en México 1960-1985, ideas generales”, *Investigación Económica*, núm. 204, 1993, Facultad de Economía, UNAM, México.
- , “Análisis de las causas de las crisis del modelo neoliberal y alternativas”, en *Momento Económico*, núm. 78, marzo-abril de 1995, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.
- López, Teresa, *Fragilidad financiera y crecimiento económico en México, 1977/1992*, tesis de maestría, UACEPyP, UNAM, 1993.
- Mantey, María Guadalupe, *La inequidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del Tercer Mundo*, UNAM, México, 1989.
- , *Efectividad de la política monetaria en el sistema financiero y la liberalización*, mimeo., UACEPyP, UNAM, 1995a.
- , *La liberalización financiera en México y sus efectos en el ciclo económico*, ponencia presentada en el Simposio Internacional sobre Ciclos Económicos y Financieros y TLCAN: Problema y análisis Micro y Macroeconómicos, 7-9 de junio de 1995, México, 1995b.

- , *Desregulación financiera y apertura externa: Vía rápida a una integración regional subordinada*, ponencia presentada en 20 Congresos de la Asociación Latinoamericana de Sociología, 2-6 de octubre de 1995, México, 1995c.
- , *Efectos de la liberalización financiera sobre la deuda pública en México*. Ponencia presentada en el Seminario Internacional sobre Deuda Externa, Innovación y Desregulación Financiera y Crisis Bancaria, México 17/18 de octubre de 1996, 1996a.
- , *Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la producción*, junio 1996c.
- Minsky Hyman (1975), *Las razones de Keynes*, FCE, México, 1987.
- (1980), "Los procesos financieros capitalistas y la inestabilidad del capitalismo", *Investigación Económica*, núm. 167, enero-marzo de 1984, Facultad de Economía, UNAM, México.
- , *Can it happen again?*, M. S. Sharpe, Inc, USA, 1986.
- , *Stabilizing an unstable economy*, Twenty Century Fund, USA, 1986.
- Petricioli, Gustavo, *La política e instrumentos de orientación selectiva del crédito en México*, (coordinado), FCE, México, 1976.
- Quijano J. M., *La banca nacionalizada: Antecedentes y consecuencias*, CIDE, México, 1982.
- Sánchez Lugo Luis, *Instrumentos de política monetaria y crediticia*, (coord.), FCE, México, 1976.
- Schackle G. L. S., "Teorías recientes relativas a la naturaleza y el papel del interés", *Panoramas contemporáneos de la teoría económica*, Alianza Universidad, editado por Johnson et al., España, 1970.
- Somei Cem, "Finance for growth: Lessons from Japan", *Discussion Paper*, United Nations Conference on Trade and Development, julio de 1992.
- Steindl J., *Madurez y estancamiento en el capitalismo norteamericano*, Siglo XXI, 1979.

- Stiglitz E. Joseph, "The role of state in Financial markets", *Proceeding of the World Bank*, Annual Conference on Development Economics 1993. The Intrumental Bank for reconstruccion and development, 1994.
- Studart, R., *Investment Finance in Economic Development*, Routledge, Gran Bretaña, 1995.
- , "The efficiency of financial systems, liberalization and economic development", en *Journal of post Keynesian Economics*, vol. 18, núm. 2, invierno 1995-1996.
- Suzuki Y., *The japanese financial system*, University, Oxford, Inglaterra, 1981.
- Sweezy Paul M., "The triumph of financial capital", *Monthly Review*, vol. 46, núm. 2, junio de 1994, USA.
- Tavares M. C., "Las políticas de ajustes en Chile, Argentina, México y Brasil. Los límites de la resistencia", *Investigación Económica*, núm. 206, octubre-diciembre de 1993, UNAM, México.
- Tello Carlos, *Nacionalización de la banca en México*, Siglo XXI, México, 1984.
- Zini, Alvaro, "Hiperinflación, credibilidad y estabilización", *Investigación Económica*, núm. 209, julio-septiembre de 1994, México.
- Zysman, John (1983), *Goverments, Markets, and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Growth*, Cornell University Press, USA, 1987.

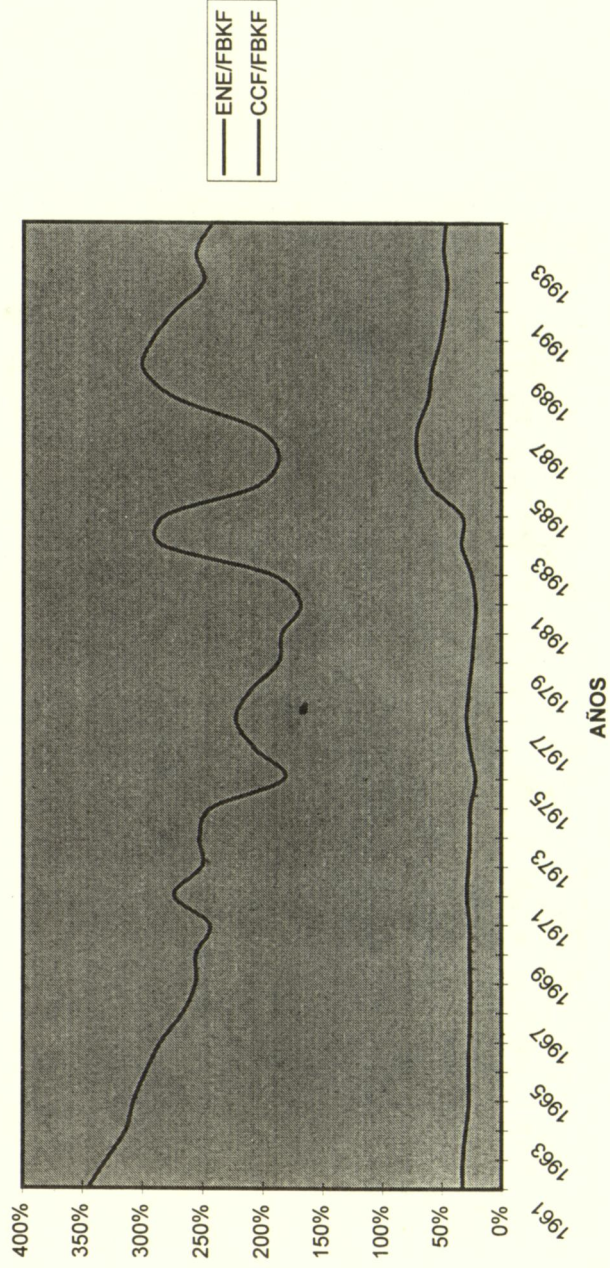
Gráfica 1



Fuente: INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales, varios años.

Gráfica 2

Evolución del ENO/FBKF y del CCF/FBKF



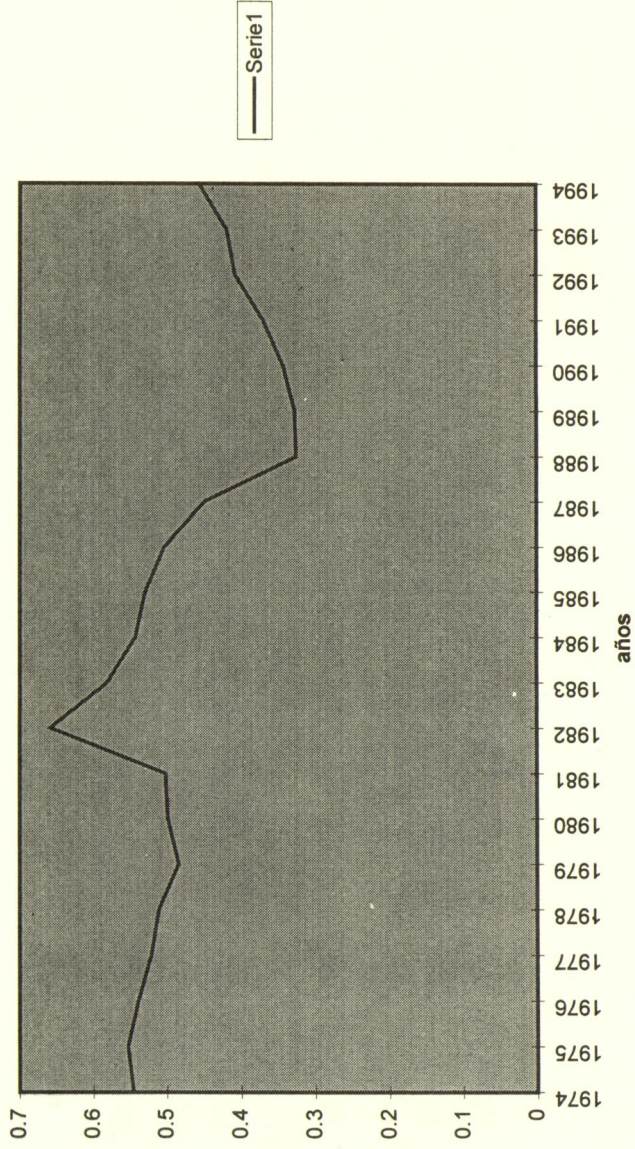
ENO: Excedente neto de operaciones

CCF: Consumo de capital fijo

FBKF: Formación bruta de capital fijo

Gráfica 3

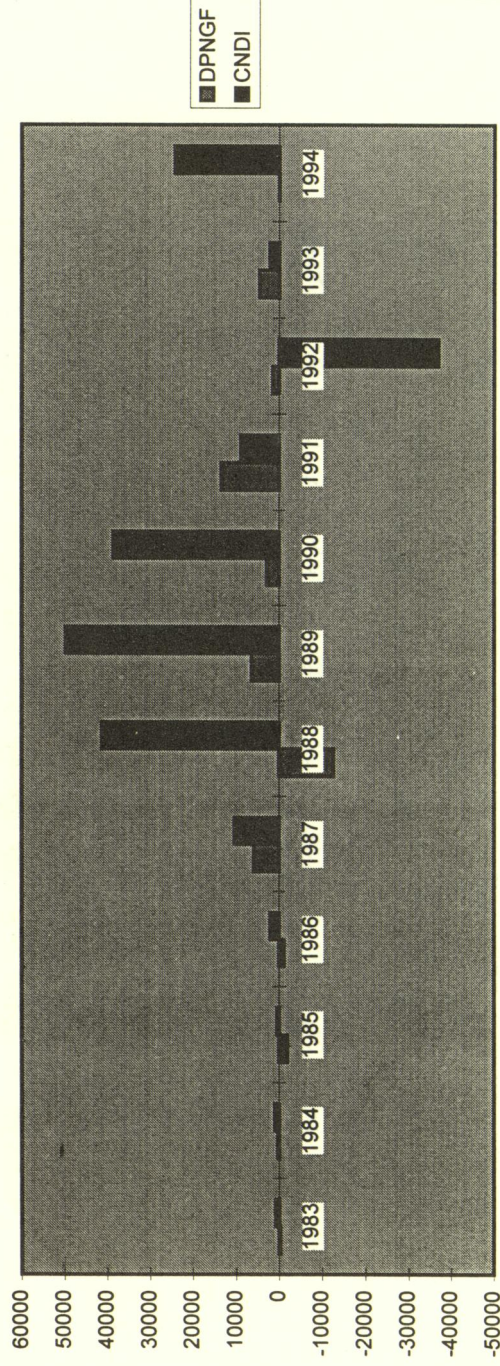
Comportamiento de la tasa de apalancamiento de las empresas más grandes



Fuente: Basave (1995 y 1997).

Gráfica 4

Relación entre los depósitos netos del gobierno federal y la colocación de la deuda interna



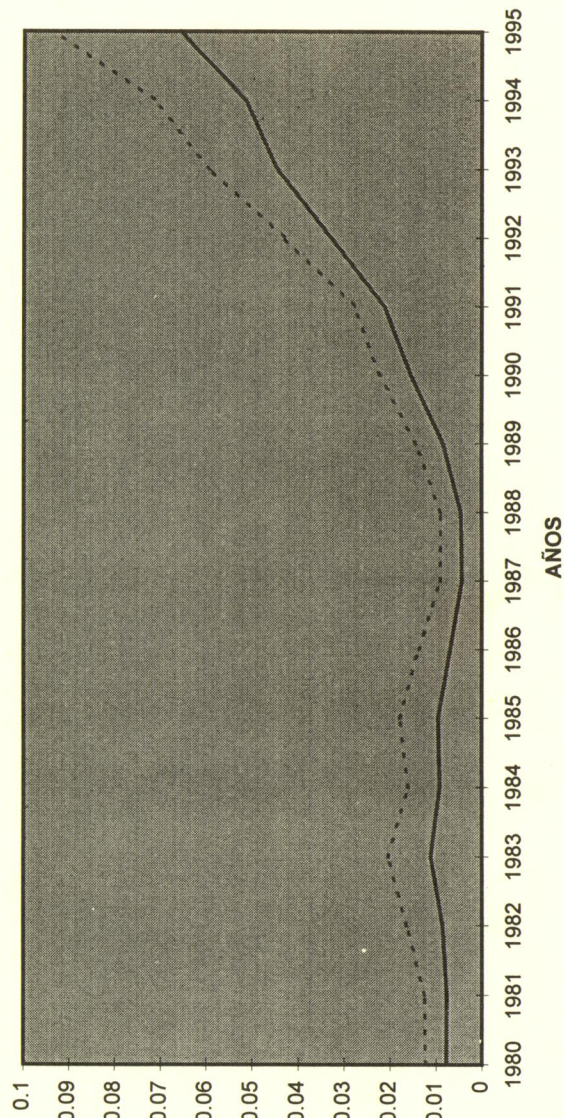
DPNGF: Depósitos netos del gobierno federal

CNDI: Colocación neta de la deuda interna

FUENTE: Banco de México. Indicadores Económicos.

Gráfica 5

Comportamiento de la cartera vencida con respecto a recursos bancarios



CV: Cartera Vencida, RBT: Recursos Bancarios totales; RBC: Recursos de la Banca Comercial
 Fuente: González, Cynthia, "Determinantes de la cartera vencida en México (1980.1-1995.4)"