



**OLÍTICAS
MACROECONÓMICAS
PARA PAÍSES EN
DESARROLLO**





OLÍTICAS
MACROECONÓMICAS
PARA PAÍSES EN
DESARROLLO

María Guadalupe Mántey de Anguiano
Noemi Ornah Levy Orlik
Coordinadoras



Esta investigación, arbitrada por pares académicos,
se privilegia con el aval de la institución coeditora.

La H. CÁMARA DE DIPUTADOS, LX LEGISLATURA,
participa en la coedición de esta obra al incorporarla
a su serie CONOCER PARA DECIDIR

Coeditores de la presente edición

H. CÁMARA DE DIPUTADOS, LX LEGISLATURA
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN
DIRECCIÓN GENERAL DE ASUNTOS DEL PERSONAL ACADÉMICO
MIGUEL ÁNGEL PORRÚA, librero-editor

Primera edición, julio del año 2007

© 2007

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN

© 2007

Por características tipográficas y de diseño editorial
MIGUEL ÁNGEL PORRÚA, librero-editor

Derechos reservados conforme a la ley
ISBN 978-970-701-917-1

Queda prohibida la reproducción parcial o total, directa o indirecta del
contenido de la presente obra, sin contar previamente con la autori-
zación expresa y por escrito de los editores, en términos de lo así
previsto por la Ley Federal del Derecho de Autor y, en su caso, por
los tratados internacionales aplicables.

IMPRESO EN MÉXICO



PRINTED IN MEXICO

www.maporrúa.com.mx

Amargura 4, San Ángel, Álvaro Obregón, 01000 México, D.F.

Introducción

EN EL PERIODO de la posguerra, surgieron varias hipótesis teóricas para explicar el proceso de desarrollo económico, en las cuales se subrayaba que el comportamiento de las economías atrasadas difería del que observaban las economías ya industrializadas. Por consiguiente, una misma medida de política económica podía tener efectos distintos en una u otra economía, dependiendo del grado de desarrollo de sus fuerzas productivas.

Entre los factores que hacían diferentes a los países en desarrollo, esas teorías destacaban.

1. La oferta excedente de mano de obra no calificada (Ranis y Fei, 1961; Lewis, 1954).
2. La dependencia tecnológica del exterior y la insuficiencia del ahorro interno para lograr el pleno empleo (Chenery, 1962; Taylor, 1983).
3. La baja elasticidad precio de sus importaciones y exportaciones, y la mayor elasticidad ingreso de sus importaciones respecto a la de sus exportaciones, que daban lugar a un desequilibrio externo crónico (Prebisch, 1983; Rodríguez, 1980).

Con base en estas características, los modelos centro-periferia destacaban los efectos perversos que podían tener las políticas de estabilización convencionales, basadas en ajustes de precios relativos, al aplicarse en países subdesarrollados; de manera particular, señalaban los acentuados impactos inflacionarios que ocasionarían la devaluación de sus monedas y el alza en las tasas de interés.

En el último cuarto de siglo, estas diferencias han sido minimizadas en la literatura relativa a políticas económicas de estabilización y crecimiento, basadas en la teoría (neoclásica) dominante, que supone: libre competencia en los mercados; precios e ingresos factoriales determinados por productividades marginales; homogeneidad y perfecta sustituibilidad de factores; tendencias a la paridad de poder adquisitivo en el largo plazo, y a la paridad cubierta de tasas de interés en el corto plazo; oferta monetaria exógena, etcétera.

En su versión más acabada, los modelos de crecimiento endógeno han tratado de probar la convergencia a largo plazo del ingreso per cápita entre países ricos y pobres, que invalidaría las teorías de las relaciones centro-periferia.

Con base en este marco teórico, los organismos financieros internacionales y el gobierno de Washington diseñaron un conjunto de políticas para estimular el crecimiento de los países en desarrollo tras la crisis deudora de los años ochenta. La combinación de elementos incluyó: la liberalización comercial con un ajuste sustancial del tipo de cambio; la eliminación del déficit público mediante la privatización de empresas estatales; la eliminación de subsidios; la sustitución de impuestos progresivos al ingreso por impuestos indirectos, etcétera. Finalmente, la estrategia enfatizó la desregulación de los servicios financieros, abarcando la liberalización de tasas de interés, la eliminación de controles cuantitativos y cualitativos a la expansión del crédito, la apertura de los mercados financieros a los inversionistas extranjeros y la libre movilidad internacional de capitales.

Agobiados por la carga de la deuda externa, los países en desarrollo se vieron presionados por la comunidad financiera internacional a aplicar esta estrategia de estabilización, la cual ignora aspectos esenciales de su realidad económica y que a la postre ha resultado ineficaz, y aun contraria a los objetivos perseguidos.

Las debilidades e inconsistencias del marco teórico ortodoxo en el que se inspiran los programas de estabilización convencionales que se imponen a los países en desarrollo han sido por demás evidentes durante las últimas dos décadas, particularmente en

América Latina. En las tres economías más grandes de la región, la devaluación monetaria, la caída real de los salarios y el recorte al gasto público han fracasado en su propósito de restablecer los equilibrios fundamentales; por el contrario, estas medidas, unidas a la liberalización comercial y la apertura financiera, han causado inflación, han incrementado los desequilibrios comerciales y, por sus efectos recesivos en la economía, han deteriorado el balance fiscal.

Los ajustes en precios relativos también han sido ineficaces para lograr un mejor aprovechamiento de los recursos productivos internos y, por el contrario, han tenido severos efectos negativos sobre el empleo industrial y los salarios. La ausencia de efectos Stolper-Samuelson en el empleo y el ingreso laboral tras la apertura comercial, el incumplimiento de la condición Marshall-Lerner y el deterioro recientemente observado en los términos de intercambio de las manufacturas producidas por los países en desarrollo (UNCTAD, 2004) indican la improcedencia de esa estrategia.

En contraste con el fracaso de las políticas económicas neoliberales, otros enfoques macroeconómicos –que postulan el predominio de la competencia imperfecta en las economías capitalistas–, han venido desarrollándose y fortaleciéndose con la evidencia empírica. La teorías microeconómicas de los precios y la distribución en competencia oligopólica, las hipótesis sobre el funcionamiento de los mercados de trabajo segmentados, los modelos de crisis cambiarias de segunda y tercera generaciones, los modelos de crecimiento restringido por la balanza de pagos, la teoría de la oferta monetaria endógena, etcétera, forman parte de este conjunto de aportes heterodoxos que está exhibiendo notable complementariedad y consistencia.

Los enfoques heterodoxos han modificado radicalmente la concepción que se tenía sobre los determinantes de la inflación, las tasas de interés, los tipos de cambio y los mecanismos a través de los cuales se llega al equilibrio en los distintos mercados en el marco institucional en el que operan actualmente las economías desarrolladas y en desarrollo. A partir de ellos es posible comprender

por qué fracasaron las políticas de estabilización ortodoxas aplicadas en América Latina durante las últimas dos décadas, así como también definir estrategias alternativas que permitan lograr los objetivos del desarrollo.

El propósito de este libro es contribuir a integrar los aportes heterodoxos en un modelo macroeconómico representativo del funcionamiento de países en desarrollo, y con base en él, definir políticas económicas conducentes al crecimiento con estabilidad de precios y equilibrio externo.

La obra se divide en tres partes. La primera agrupa cinco capítulos que contribuyen a explicar el funcionamiento del sector financiero y la distribución factorial del ingreso en economías con moneda débil.

Juan Castaignt introduce útiles elementos de la antropología para explicar las relaciones sociales y económicas que determinan el comportamiento de los mercados financieros, tanto a nivel nacional como en el plano internacional. Su análisis permite comprender los cambios en las instituciones financieras y en el marco regulatorio con que operan, a partir de la evolución de las estructuras de poder económico como resultado de nuevos equilibrios de fuerzas.

Jan Toporowski estudia los distintos procesos de socialización del riesgo financiero que se observan en los países industrializados y en los países en desarrollo, y la manera como los bancos centrales de estos últimos dependen de los flujos de capital externo para mantener la liquidez en sus economías. En su trabajo propone una estrategia para que los gobiernos de los países emergentes puedan sustraerse a los condicionamientos políticos y económicos que establece el capital externo.

Etelberto Ortiz hace una exposición crítica del modelo teórico en que se sustenta el régimen de control monetario basado en el establecimiento de metas de inflación; destaca los efectos negativos que ese esquema genera en una economía en desarrollo abierta, al obligar a los sectores institucionales a ajustarse a un vector de precios que no es consistente ni con el pleno empleo de los recursos, ni con la solvencia del sistema financiero.

En la misma línea de análisis, Nora Ampudia estudia los efectos negativos que ha tenido esta política monetaria en México, particularmente en el mercado laboral. Su investigación empírica sobre la industria manufacturera mexicana revela importantes nexos entre las condiciones del mercado crediticio, la tasa de salarios y la calidad de los empleos que se generan, los cuales modifican antiguas concepciones sobre la distribución del ingreso entre los factores de la producción en economías en desarrollo abiertas.

En el último capítulo de esta parte, Alicia Puyana y José Romero examinan los efectos distributivos que ha tenido, en el sector agropecuario mexicano, el anclaje del tipo de cambio como vía para estabilizar los precios internos; y llaman la atención sobre la retroalimentación de este proceso empobrecedor a través de la migración de los trabajadores agrícolas al extranjero.

La segunda parte del libro ofrece una nueva visión de la potencialidad de las políticas fiscal y monetaria en economías en desarrollo abiertas, basada en la concepción de la oferta monetaria endógena y en el reconocimiento del predominio de la competencia imperfecta.

En este marco teórico, que es incompatible con la teoría cuantitativa de los precios, Arturo Huerta critica las políticas recesivas implantadas en México y otros países en desarrollo para contener la inflación y estabilizar el sector externo; y propone una estrategia alternativa, donde la flexibilidad del tipo de cambio se condiciona al grado de apertura de la economía.

Seguidamente, L. Randall Wray analiza la viabilidad de una política de pleno empleo en economías en desarrollo abiertas con tipo de cambio flotante. El autor muestra cómo, con oferta monetaria endógena, las relaciones entre el déficit público, la tasa de interés, el tipo de cambio y el déficit comercial son diferentes de lo que establece la teoría convencional y permiten a un país en desarrollo utilizar su soberanía monetaria para lograr el pleno empleo de su mano de obra con estabilidad de precios.

En el siguiente capítulo, Markus Marterbauer y John Smithin estudian el funcionamiento del modelo Mundell-Fleming con

dinero endógeno. Su trabajo demuestra que bajo esa condición, la política fiscal con tipos de cambio fijos es eficaz para elevar el ingreso en el corto y en el largo plazos, y conserva su eficacia aún con tipos de cambio flexibles.

En el capítulo 9, Philip Arestis, Geoff Goodwin y Malcolm Sawyer revisan críticamente los argumentos de la teoría dominante respecto a la inviabilidad a largo plazo de un déficit fiscal y sus efectos en las tasas de interés. Mediante un sencillo modelo macroeconómico, construido con base en ecuaciones de la contabilidad nacional, los autores muestran que un déficit fiscal es sustentable en el largo plazo a condición de que el crecimiento del PIB sea mayor a la tasa de interés. Los autores investigan tres casos supuestamente exitosos de consolidación fiscal en economías europeas de ingresos medios, y encuentran que en ellos ocurrieron otros fenómenos internos y externos que estimularon el crecimiento del ingreso y la recaudación tributaria, por lo que el déficit fiscal debe ser considerado como una variable endógena en el sistema económico.

A continuación, Noemí Levy destaca la necesidad de instrumentar políticas fiscales y crediticias activas para superar las imperfecciones de mercado que enfrentan las economías de industrialización tardía. Con base en la experiencia exitosa de algunos países del sureste asiático, la autora esboza una estrategia financiera para dinamizar la inversión en México, promoviendo al mismo tiempo el equilibrio de la balanza de pagos.

En el último capítulo de esta parte, Teresa S. López González contrasta las recomendaciones de política monetaria que hiciera Hawtrey en los años veinte, con la política estabilizadora del tipo de cambio que sigue el Banco de México. Su análisis muestra que, en países con elevado traspaso del tipo de cambio a la inflación, el compromiso exclusivo de la autoridad monetaria con la estabilidad del nivel de precios puede llevarla a acentuar la inestabilidad propia de los mercados crediticios, y ocasionar la separación de la actividad financiera de la acumulación de capital tangible.

La tercera parte del libro agrupa cinco capítulos que cuestionan el papel que convencionalmente se asigna a los mercados finan-

cieros privados en el financiamiento de la inversión productiva y proponen estrategias de política para hacerlos funcionales al crecimiento económico en el entorno institucional actual de mercados globales imperfectos.

El capítulo de Tracy Mott inicia esta parte. Partiendo de la concepción de Toporowski (2000), y asumiendo que la función primordial de los mercados financieros es proveer de liquidez a las empresas mediante el refinanciamiento de sus posiciones de deuda, el autor demuestra que la información imperfecta con que cuentan los agentes económicos determina comportamientos convencionales, que favorecen la especulación financiera en detrimento de la inversión productiva. Para corregir este sesgo, Mott recomienda que la autoridad monetaria conceda menor ponderación a la estabilidad de precios y promueva con mayor empeño la reducción de las tasas de interés.

Miguel Ángel Rivera, en el siguiente capítulo, hace un importante replanteamiento de las necesidades financieras para el desarrollo en la actual etapa del progreso tecnológico. Con base en investigación de campo realizada en México e información documental de otros países en desarrollo, muestra la importancia de promover la acumulación de activos intangibles –fundados en el conocimiento y el aprendizaje–, para una inserción más favorable de los países de industrialización tardía a la economía mundial. Su análisis plantea la necesidad de una renovación en las políticas financieras, bajo nuevos criterios de solvencia y rendimiento, que contribuyan a proveer de capital de riesgo a las empresas dinámicas pequeñas y medianas no integradas a grupos financieros.

En el capítulo 14, Irma Manrique asigna esa tarea a la banca pública de desarrollo, junto con otras responsabilidades para el eficaz funcionamiento de los mercados financieros poco profundos característicos de países en desarrollo. La autora destaca el papel determinante que esas instituciones desempeñaron en el desarrollo industrial de México durante cuatro décadas, y sugiere líneas de acción específicas para modernizarlas y hacerlas más eficientes en el entorno institucional actual.

Posteriormente, Gabriel Gómez Ochoa demuestra que el redimensionamiento de ese importante segmento del mercado financiero mexicano, al amparo de la política de desregulación financiera, ha ido en detrimento de su importante función en la provisión de fondos para la construcción de infraestructura en los estados y municipios del país. Su trabajo resalta la tendencia hacia la concentración del financiamiento privado y público en las entidades más prósperas y, por ende, la necesidad de replantear la función de la banca de desarrollo, para que contribuya a corregir las fallas del mercado.

Finalmente, Guadalupe Mártey estudia las imperfecciones en el mercado bancario que han ocasionado la declinación del crédito a la producción. Su investigación indica que las nuevas formas electrónicas de realizar pagos han contribuido al fortalecimiento de un oligopsonio en el mercado de depósitos bancarios; y que esta imperfección, aunada al desarrollo de mercados autorregulados de productos financieros derivados, explican la preferencia de los bancos por realizar operaciones con valores gubernamentales, donde obtienen rentas monopólicas por diferenciales de tasas de interés. La autora llama la atención al sobreendeudamiento público y la pérdida de soberanía en el terreno regulatorio que involucran estas operaciones, y muestra la urgencia de modificar la instrumentación de la política monetaria, a fin de corregir las fallas del mercado bancario.

Los trabajos que se incluyen en este libro fueron en su mayoría realizados y discutidos en el marco del proyecto de investigación Políticas Monetarias y Crediticias para Países con Inflación Estructural y Oligopolio Bancario, financiado con recursos del Programa de Apoyo a Proyectos de Investigación e Innovación Tecnológica de la Dirección General de Asuntos del Personal Académico de la Universidad Nacional Autónoma de México. El cuidado de la edición estuvo a cargo de Elizabeth González García. Las responsables del proyecto, a nombre propio y de los investigadores y becarios asociados al mismo, agradecemos por este medio el apoyo financiero recibido, así como las facilidades otorgadas por la Facultad de Estudios Superiores Acatlán y la Facultad de Economía de la UNAM para el desarrollo de nuestras actividades.

BIBLIOGRAFÍA

- CHENERY, H.P. y M. Bruno, "Development Alternatives in an Open Economy", *The Economic Journal*, marzo de 1962.
- LEWIS, W.A., "Economic Development with Unlimited Supplies of Labour", *The Manchester School of Economic and Social Studies*, mayo de 1954.
- RANIS, G. y J.C. Fei, "A Theory of Economic Development", *The American Economic Review*, septiembre de 1961.
- TAYLOR, L., *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, Nueva York, Basic Books Inc., 1983.
- PREBISCH, R., "Cinco etapas de mi pensamiento sobre el desarrollo" (1983), *El Trimestre Económico*, vol. 63(2), abril-junio de 1996.
- RODRÍGUEZ, O., *La teoría del subdesarrollo de la CEPAL*, México, Siglo XXI Editores, 1980.
- TOPOROWSKI, J., *The End of Finance: Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Londres, Routledge, 2000.
- UNCTAD, *Trade and Development Report 2004*, Ginebra, United Nations Conference on Trade and Development, 2004.

Índice

INTRODUCCIÓN

<i>María Guadalupe Mántey de Anguiano</i> <i>y Noemi Ornah Levy Orlik</i>	5
Bibliografía	13

Primera parte

Distribución del ingreso en países con moneda débil

Capítulo 1

CAMPOS Y ARENAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

<i>Juan Castaingts Teillery</i>	17
Introducción	17
Formalización esquemática de conceptos	18
Las instituciones y su papel	27
Los mercados financieros como campos y arenas	30
Poder y cosmovisión en los sistemas financieros	33
Proceso de funcionamiento normal y en crisis, del campo y de las instituciones del sistema financiero internacional	41
Conclusiones	45
Bibliografía	45

Capítulo 2

LA SOCIALIZACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

<i>Jan Toporowski</i>	49
Introducción	49
Crítica de Rosa Luxemburgo a la banca internacional	50

La socialización del riesgo desde la perspectiva de Luxemburgo y Minsky	52
Hacia modelos trisectoriales de estabilización financiera en países en desarrollo.	55
Conclusiones	60
Bibliografía	60
 Capítulo 3	
META INFLACIONARIA, POLÍTICA MONETARIA, Y LA REGLA INCOHERENTE DE “EL SUBASTADOR TIRÁNICO”	
<i>Etelberto Ortiz</i>	61
Introducción	61
Los problemas en discusión	63
Inversión y formación de precios. El ajuste macroeconómico	70
La política monetaria basada en metas inflacionarias produce una bifurcación entre empresas y bancos y en las expectativas inflacionarias	90
Bibliografía	95
 Capítulo 4	
POLÍTICA MONETARIA, RESTRICCIÓN CREDITICIA Y EMPLEO	
<i>Nora C. Ampudia Márquez</i>	99
Introducción	99
Política monetaria, esterilización y restricción crediticia en México	101
Crédito interno neto y restricción crediticia	109
Modificación del canal de transmisión con restricción crediticia, apertura externa y mercado interno deprimido	122
Conclusiones	135
Bibliografía	137
 Capítulo 5	
LA REVALUACIÓN CAMBIARIA Y EL RETROCESO DEL SECTOR AGROPECUARIO MEXICANO. ¿UNA HISTORIA DE MEDIO SIGLO?	
<i>Alicia Puyana Mutis y José Romero</i>	139
Introducción	139
De la sustitución de importaciones a las reformas estructurales	141

El modelo regido por las exportaciones	148
La evolución del sector en el nuevo modelo	156
El tipo de cambio real desde las reformas a nuestros días	156
Sobre el establecimiento de los precios externos agrícolas y la evolución de los internos	157
Los términos de intercambio	161
Las inversiones públicas y los precios del sector agropecuario	164
Tasa de cambio y penetración de mercados	167
La penetración de los mercados externos	169
Conclusiones	171
Bibliografía	174

Segunda parte

Políticas monetaria y fiscal para países en desarrollo con tipos de cambio flexibles y dinero endógeno

Capítulo 6

LA ESTABILIDAD NOMINAL CAMBIARIA COMO FRENO

A LA DINÁMICA ECONÓMICA

<i>Arturo Huerta G.</i>	181
Introducción	181
La liberalización financiera obliga a trabajar con un tipo de cambio estable	182
A pesar de que las autoridades monetarias definen el tipo de cambio como flexible, hacen todo para que permanezca estable en términos nominales	184
Condiciones para que sea viable trabajar con un tipo de cambio nominal estable	186
Enfoque monetarista de la balanza de pagos	187
El tipo de cambio ha dejado de ser instrumento de ajuste de la balanza de comercio exterior	188
La estabilidad del tipo de cambio y la pérdida de manejo de la política monetaria y fiscal	189
La política monetaria es restrictiva independientemente del régimen cambiario	190
La política monetaria y los flujos de capital	192

La política monetaria restrictiva y la distribución del ingreso a favor del capital financiero	193
Las políticas de estabilización, los problemas de liquidez y de realización	194
La política monetaria restrictiva y sus impactos sobre el sector externo y las finanzas del sector público y privado y sobre las decisiones de inversión.	195
El tipo de cambio estable y los problemas del sector bancario.	197
La política de estabilidad, la restricción crediticia y el efecto “exclusión”	198
La estabilidad cambiaria y las presiones sobre las variables macroeconómicas.	199
La estabilidad del tipo de cambio y el menor crecimiento económico.	200
La estabilidad del tipo de cambio y la inflexibilidad de la política económica	201
La estabilidad nominal cambiaria y los requerimientos crecientes de entrada de capitales	202
El alto costo de la estabilidad cambiaria y la convertibilidad de la moneda	204
No hay sustentabilidad económica para mantener la estabilidad del tipo de cambio.	205
Bibliografía	206

Capítulo 7

ENTENDIENDO LA POLÍTICA ECONÓMICA EN UN RÉGIMEN CAMBIARIO DE LIBRE FLOTACIÓN

<i>L. Randall Wray</i>	207
Introducción	207
Establecimiento de metas de tasas de interés por el banco central.	210
Financiando el gasto gubernamental	213
Flujos internacionales y tipos de cambio.	219
Políticas monetaria y fiscal para economías pequeñas y abiertas.	222
Política alternativa para una nación en desarrollo	235
Bibliografía	243

Capítulo 8

POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL BAJO REGÍMENES ALTERNATIVOS DE TIPO DE CAMBIO CON DINERO ENDÓGENO		245
<i>Markus Marterbauer y John Smithin</i>		
Introducción		245
Contabilidad simple del ingreso nacional para la economía doméstica y externa		246
Demanda efectiva, producto y empleo		249
Restricción fiscal y sus implicaciones en los niveles de impuestos y gastos		250
Tipos de cambio flotantes		251
Tipo de cambio fijo		254
Diferencias en productividad, ganancias y salariales reales		256
Competencia y armonización tributaria		258
Equilibrios financieros		259
Conclusiones para política económica		260
Bibliografía		264

Capítulo 9

¿FUNCIONA EN LA PRÁCTICA LA CONSOLIDACIÓN FISCAL?		
<i>Philip Arestis, Geoff Goodwin y Malcolm Sawyer</i>		267
Introducción		267
Consolidación fiscal		267
La consolidación fiscal y algunas consideraciones empíricas		270
Algunas consideraciones kaleckianas y keynesianas		272
Algunos episodios de consolidación fiscal		276
Conclusiones		299
Bibliografía		300

Capítulo 10

EL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN EN ECONOMÍAS PEQUEÑAS Y ABIERTAS Y LOS DESAFÍOS PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA: LA EXPERIENCIA MEXICANA		
<i>Noemi Ornah Levy Orlik</i>		301
Introducción		301
Comportamiento de la inversión en México en el periodo de apertura comercial y globalización financiera		302

Planteamientos teóricos sobre los determinantes de la inversión con aplicaciones a países en desarrollo . . .	308
Políticas de crecimiento para los países en desarrollo . .	328
Conclusiones	334
Bibliografía	336

Capítulo 11

EL CARÁCTER INESTABLE DEL CRÉDITO Y LA INTERVENCIÓN

DEL BANCO CENTRAL EN EL ENFOQUE DE RALPH G. HAWTREY:

LECCIONES DE POLÍTICA MONETARIA PARA MÉXICO

<i>Teresa S. López González</i>	339
Introducción	339
El carácter inestable del crédito y la intervención activa del banco central en el enfoque de Ralph George Hawtrey	341
El papel activo del banco central: arbitraje de la tasa de interés y flexibilidad crediticia	344
El ciclo monetario del patrón oro y la estabilidad cambiaria	348
El nuevo ciclo monetario: liberalización financiera y flujos de capitales externos en los países en desarrollo	358
La política monetaria y el tipo de cambio en México	362
A manera de conclusión	371
Bibliografía	372

Tercera parte

Estrategias financieras para el desarrollo nacional con mercados oligopólicos globales

Capítulo 12

EL PAPEL DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN LA ACTIVIDAD

MACROECONÓMICA

<i>Tracy Mott</i>	377
Introducción	377
El mercado de capitales	378

Evidencia alternativa sobre mercados eficientes	380
El mercado de deudas	385
Mercados financieros y la economía	389
Los mercados financieros y la política económica	393
Bibliografía	395

Capítulo 13

DESARROLLO ECONÓMICO, EMPRESAS DINÁMICAS

Y CAPITAL DE RIESGO

<i>Miguel A. Rivera Ríos</i>	399
Introducción	399
Revolución tecnológica, conocimiento y aprendizaje	400
La reinserción internacional de México y las industrias exportadoras del norte del país	403
Desarrollo, empresa y financiamiento: el marco de referencia	406
La reestructuración del cluster de Guadalajara y las pequeñas empresas dinámicas	409
Capital de riesgo y estrategia de desarrollo	419
Conclusiones	422
Bibliografía	424

Capítulo 14

BANCA DE DESARROLLO EN MÉXICO: ¿NUEVAS INSTITUCIONES?

<i>Irma Manrique Campos</i>	429
Introducción	429
Institucionalidad frente a la globalización	431
Banca de desarrollo en México	433
Las neoinstituciones de fomento	439
Impacto de la reforma financiera en la banca de desarrollo	441
Innovación financiera en la banca de desarrollo	446
Papel de los fondos de capital de riesgo con la participación de la banca de desarrollo	450
Conclusiones	452
Bibliografía	455

Capítulo 15

LA DESINTERMEDIACIÓN DE LA BANCA DE DESARROLLO, EL CASO DEL FINANCIAMIENTO DE ESTADOS Y MUNICIPIOS EN MÉXICO

<i>Gabriel Gómez Ochoa</i>	457
Introducción	457
Evolución y estructura del sistema bancario	459
Las instituciones de banca de desarrollo	468
Banobras	473
Financiamiento a estados y municipios	482
Conclusiones	489
Bibliografía	493

Capítulo 16

RESTRICCIÓN CREDITICIA Y ESPECULACIÓN BURSÁTIL:

EFFECTOS DEL COMERCIO BANCARIO DE VALORES GUBERNAMENTALES Y PRODUCTOS FINANCIEROS DERIVADOS SOBRE EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO EN MÉXICO

<i>María Guadalupe Mántey de Anguiano</i>	495
Introducción	495
Grado de monopolio y margen financiero	497
Oligopsonio bancario y reportos con valores gubernamentales en México	500
Multiplicador de valores gubernamentales	504
Operaciones con productos financieros derivados	508
Futuros de TIIIE	510
La nueva actividad bancaria y el financiamiento del desarrollo	515
Bibliografía	516

Primera parte

*Distribución del ingreso
en países con moneda débil*

Campos y arenas en los mercados financieros

INTRODUCCIÓN

LOS MECANISMOS que hacen funcionar a los sistemas financieros no se restringen exclusivamente a elementos económicos de tipo financiero propiamente dichos. Los sistemas financieros están insertos en un proceso social y, por lo tanto, no sólo forman parte de lo social sino que lo social es una parte importante de su propio ser.

Es cierto que hasta hoy se ha podido avanzar en el conocimiento de los sistemas financieros sin recurrir al análisis social y/o cultural de los mismos,¹ pero nos encontramos en un momento que no sólo permite sino que hace necesario dar un salto en el análisis para concebir a los mercados financieros como un hecho total, es decir, un hecho que en sí mismo es económico, financiero, social, político (por las estructuras de poder que tiene y que genera) y cultural. Este capítulo es un ensayo que pretende ofrecer vías para avanzar en dicho sentido.

Para incorporar lo social en el análisis, se ha hecho uso de operadores lógicos que vienen de la antropología y que se presentan como instrumentos útiles en el análisis financiero. Los instrumentos analíticos provenientes de la antropología emanan de Víctor Turner y se refieren a la idea de campos, arenas y dramas sociales.

* Profesor-investigador del Departamento de Economía y del doctorado en ciencias antropológicas de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa.

¹ En este libro y en otros trabajos de los autores que aquí participan, se encuentran excelentes análisis sobre los mercados e instituciones financieras y muestran el avance que se ha logrado en esta rama del conocimiento.

De hecho, el primer apartado de este capítulo se dedica a dar una explicación breve de los mismos.

La comprensión de los mercados financieros requiere también del análisis de las instituciones. Son varias las escuelas de pensamiento que se han ocupado de las instituciones. En el segundo apartado del capítulo se hace una breve mención de algunas de esas escuelas con el objetivo de buscar una síntesis que permita comprender a la institución financiera como lo que es: un hecho total que integra lo cultural simbólico, las relaciones sociales y la configuración de organismos encargados de las funciones institucionales.

En el tercer apartado se llega al objeto propiamente dicho del capítulo. En ella se presenta el porqué y el cómo los mercados financieros son, de hecho, campos que se pueden transformar en arenas e, incluso, en dramas sociales. Los campos que configuran los mercados financieros tienen un contenido institucional importante que se describe también en esta sección.

El cuarto apartado analiza la estructura de poder en los campos financieros, así como el juego institucional en su interior. Este apartado termina con una presentación de las distintas cosmovisiones que se suelen presentar en torno a los mercados financieros.

El quinto y último apartado presenta el funcionamiento normal y en crisis, de los campos y de las instituciones financieras.

FORMALIZACIÓN ESQUEMÁTICA DE CONCEPTOS

LO PRIMERO que hay que hacer es realizar una presentación esquemática de los conceptos de campo, de arena y de drama social.²

Un campo es un espacio social y/o físico en el que se encuentran involucrados actores, relaciones y reglas.

²Para una explicación más amplia de los conceptos de campo, arena y de drama social véase el artículo de Juan Castaingts Teillery, "Los mercados como campos y arenas. Hacia una etnoeconomía de los procesos mercantiles", *Revista Alteridades*, México, Universidad Autónoma Metropolitana, Iztapalapa, 2005. Se debe recordar que estos conceptos provienen de Víctor Turner dada la precisión que de los mismos hizo Roberto Varela.

Los actores son personas o grupos de interés político y económico que en un espacio se hacen presentes y se enfrentan para lograr premios o beneficios. Para conseguirlos, los diversos actores entran en juego a través de relaciones; estas relaciones pueden ser políticas (de poder) o de tipo mercantil (búsqueda de una ganancia por medio de relaciones productivas y mercantiles) o bien, de tipo social (búsqueda de prestigio, reconocimiento, etcétera).

En un campo, las relaciones entre actores están sujetas a reglas del juego ya que, en la búsqueda de beneficios o premios, no se vale cualquier comportamiento, pues el tipo de relaciones que se da entre los actores se encuentra reglamentado. Tal es el caso de la legislación en una democracia o de las reglas de funcionamiento de los mercados.

Las relaciones reglamentadas para la búsqueda de la obtención de un beneficio, poder o prestigio, no se dan en el vacío sino que sólo se pueden establecer en un espacio social institucionalizado. Las instituciones acogen a los actores, hacen posible el juego, vigilan el cumplimiento de las reglas y castigan a sus infractores.

En el campo, la relación entre los actores no es tranquila, todos quieren su beneficio y, por ende, en el campo hay una lucha en la que se usa la fuerza que genera tensiones. Fuerza, tensión y lucha corresponden al funcionamiento normal de todo campo; para eso están las reglas, no para evitar que en la lucha se use la fuerza, sino para reglamentarla; no para evitar las tensiones, sino para impedir que éstas desborden los límites del campo. Cuando las tensiones sobrepasan a las reglas y a las instituciones, se configuran antagonismos y enfrentamientos y, en ese momento, el campo deja lugar a la arena. La arena surge cuando las tensiones desbordan el campo, cuando éstas se polarizan y configuran antagonismos. La resolución del conflicto de la arena implica otros procesos (los que estudió Víctor Turner para las comunidades sin escritura y los denominó “drama social”); en las sociedades modernas, la solución de la arena puede pasar o no por los dramas sociales.

El resultado de las confrontaciones entre el poder monolítico, los programas que le dan sustento y el conjunto de alternativas

subversivas es un campo sociocultural. Pueden existir conjuntos sociales coherentes, pero los objetivos humanos tienden a establecer un conjunto de oposiciones: por ejemplo, las distintas metáforas que suelen hacerse en una sociedad sobre lo que es bueno o lo que es malo, o las ideas sobre lo que puede ser adecuado tanto en la actualidad como para el futuro.³

Así, un campo implica el dominio de ciertos elementos culturales en los que determinados paradigmas son clave, pero las diferencias en torno a dichos paradigmas implican conflicto. Los paradigmas constituyen un conjunto de reglas que conducen a determinados tipos de acción social, los cuales deben favorecerse, y a otros tipos de acción, que deben excluirse; el conflicto aparece, precisamente, en función de las reglas de exclusión de determinadas conductas. Todo paradigma tiene una expresión simbólica y por lo tanto, los conflictos que se expresan en el interior de un campo suelen tener un fuerte contenido simbólico.

Los conceptos de campo y arena se pueden expresar adecuadamente por medio de dos esquemas y se trata de ampliarlos y generalizarlos, a fin de que estos conceptos sean aplicables a sociedades modernas complejas; en especial, al conjunto de intercambios (ya sean mercantiles o sean intercambios no mercantiles) que se presentan en las sociedades actuales.

Antes de la presentación de los esquemas, conviene señalar que, desde nuestro punto de vista, el concepto de campo también proviene de las matemáticas. En efecto, en éstas se define campo⁴ como un conjunto que tiene dos operaciones (suma y multiplicación) con las siguientes propiedades: las operaciones son cerradas (el producto de ellas es también un miembro del campo), son conmutativas, asociativas, ambas tienen un elemento neutro y un elemento inverso.

La relación con el concepto de campo que se ha venido trabajando es explícita.⁵ El campo en Turner es un conjunto de actores

³Turner (1974: 14).

⁴Véase el libro de matemáticas de Hasser, La Salle y Sullivan (1959: 437).

⁵Al hacer la relación entre la idea de campo en matemáticas y en Turner, no nos apartamos de la concepción de este autor, ya que él mismo hace la relación metafórica entre

que tienen relaciones; éstas corresponden a operaciones sociales que se dan en la competencia por los premios y/o recursos. Como en el concepto matemático, dentro del campo (de Turner) no se vale cualquier tipo de operación, es decir de acción en búsqueda de premios y recursos, ya que en todo campo social, algunas acciones se establecen como válidas y otras son prohibidas (por ejemplo, el asesinato, el robo, etcétera). En el campo social hay otras propiedades que no tienen por que ser similares a las definidas por la matemática. La similitud entre el campo matemático y el social es clara ya que en ambos existe un conjunto (números en un caso, actores en el otro); hay operaciones definidas (acciones sociales posibles en un caso, suma y multiplicación en el otro); y propiedades, que son diferentes en ambas materias pero que corresponden a características de las operaciones suma y multiplicación de un lado, y a las características de las acciones sociales y de sus resultados del otro.

Se puede pasar ahora a ver los esquemas propuestos. El primer esquema expresa el concepto de campo. En él se encuentran los tres principales elementos que se hallan en el campo: actores, relaciones y reglas. Nótese que en este caso, las reglas, siguiendo la metáfora matemática, son las propiedades que deben guardar las relaciones.

Estos esquemas se presentan ya no directamente en términos de los análisis de Turner sino en correspondencia con lo que aquí se considera como campos de intercambio (mercantiles o no mercantiles), es decir, la aplicación de la idea de Turner sobre los diferentes intercambios sociales.

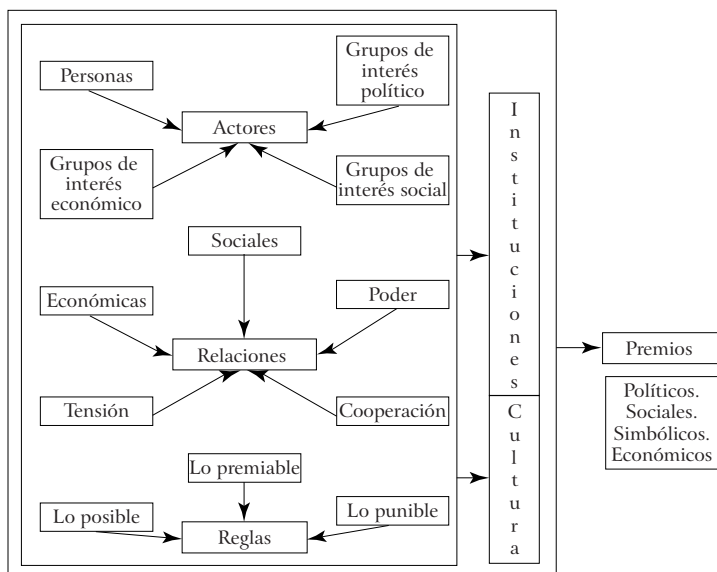
Los actores pueden ser de varios tipos:

a) Son personas que participan en mercados, en el otorgamiento de dones o en las relaciones con grupos o el Estado; las personas pueden ser vendedores o compradores que se encuentran en relaciones de cooperación o competencia con otras personas

su idea de campo y el de las matemáticas en su libro *Dramas, Fields and Metaphors*, cap. 1, p. 27. Además ahí mismo señala que “posiblemente cada ciencia debe comenzar con metáforas y terminar con álgebras”, p. 25.

o entre ellas. Entre estos actores se establecen configuraciones que conducen a comportamientos y a interdependencias. La existencia de las personas en el interior de configuraciones conduce a la necesidad de realizar decisiones, pero hay que aclarar que una buena parte de estas decisiones pueden ser mucho más el resultado de hábitos (dispositivos habituales diría Roberto Varela) que el resultado de procesos reflexivos profundos.

EL CONCEPTO DE CAMPO



b) Son grupos de interés político. Toda acción humana se encuentra en el interior de relaciones de poder (relaciones políticas) y por ende, es normal que haya alianzas que conforman grupos de interés político. Todo campo implica la existencia de una estructura de alianzas políticas no sólo entre grupos de interés político, sino de interés económico o de interés social. Cuando esta estructura de alianzas que configura una estructura de poder no es estable, no únicamente el campo vive inestabilidades profundas, sino que todo el proceso económico también lo hace. La escuela estructuralista

de América Latina⁶ cuando hace hincapié en la existencia de pactos políticos formado por alianzas políticas que posibilitan un modelo de desarrollo, se integra perfectamente a esta parte correspondiente al concepto de campo que aquí se desarrolla.

c) Grupos de interés económico. Estos son fundamentales y, aunque dependen en mucho del grado de desarrollo de las fuerzas productivas (capacidades humanas, medios tecnológicos, administrativos e instrumentos materiales), no representan una expresión mecánica de las mismas. Los grupos de interés económico pueden centrarse en grupos industriales, terratenientes, financieros, etcétera, y pueden forjarse entre ellos diversos tipos de alianzas estables o inestables.

d) Grupos de interés social. En este punto se encuentran la existencia de diferentes grupos con intereses académicos, literarios, universitarios, todo tipo de ONG, asociaciones religiosas, deportivas, lúdicas, etcétera.

Los actores no sólo configuran alianzas para establecer relaciones de poder, dominio, de interés económico, social, cultural, etcétera, sino que, para hacerlo tienen que entrar en relación. Las relaciones son económicas, sociales y de poder, pero cada una de éstas puede ser de conflicto o de cooperación y en todos los casos, las relaciones implican una tensión. Nótese que aun las relaciones de cooperación contienen elementos de tensión, ya que siempre existe la posibilidad de que uno de los participantes pueda romper a su favor la cooperación del otro, esto es lo que en la literatura moderna se denomina como conductas oportunistas. Las conductas oportunistas pueden provenir de individuos o de grupos de poder económico o social. Aun cuando en el interior de un grupo reine la armonía, las relaciones de este grupo con los demás implica tensión ya que ambos grupos, al buscar un elemento común, necesariamente entran en relación de conflicto.

Las tensiones y relaciones contenidas necesariamente en un campo, conducirían rápidamente hacia una escalada que podría terminar en la violencia en la ausencia de reglas claras que den

⁶Celso Furtado (1968); Raúl Prebisch (1981); F.E. Cardoso y E. Faletto (1969); Aníbal Pinto (1991) y otros.

normas para la conducta de los agentes entre sí. La configuración da lugar a comportamientos e implica interdependencias y contragolpes del otro que resulta afectado por la acción del actor. Las reglas tienen tres elementos clave. Primero, establecen los límites de lo posible en la acción de los actores. Segundo, premian aquellas conductas que dentro del campo se consideran positivas. Tercero, castigan aquellas conductas que rompen la estructura del campo o aquellas que aun siendo posibles dentro del campo, se consideran que no son adecuadas.

Actores, relaciones y reglas son condiciones necesarias pero no suficientes para que un campo pueda configurarse y reproducirse. Se necesita, además, una estructura cultural envolvente y un conjunto de instituciones que haga posible el funcionamiento del campo.

Ante todo conviene sintetizar nuestro concepto de cultura. Se puede señalar que el concepto de cultura incluye los siguientes 12 elementos esenciales.⁷

Siguiendo a Clifford Geertz⁸ se puede decir que: la cultura es un conjunto de signos interpretable que configura una urdimbre de tramas de significación, esto implica esquemas de conducta que son mecanismos de control. El hombre depende de esos mecanismos de control para ordenar su conducta. Las tramas de significación se establecen por medio de relaciones simbólicas.

De acuerdo con Roberto Varela⁹ se puede establecer que la cultura es: un conjunto de signos y símbolos que transmiten conocimiento y portan información; portan valores; suscitan emociones y sentimientos; expresan ilusiones y utopías.

Con relación a Mary Douglas¹⁰ se puede agregar que: la cultura implica un sistema de clasificaciones de objetos, personas y relaciones.

De acuerdo con Lévi-Strauss¹¹ se debe considerar también que la cultura proporciona operadores lógicos para comprender y dar sentido al mundo.

⁷ Este concepto de cultura es tomado de nuestro libro *Simbolismos del dinero* (2002).

⁸ Clifford Geertz (1995).

⁹ Roberto Varela (1997).

¹⁰ Mary Douglas (1978).

¹¹ Claude Lévi-Strauss (1962).

En función de los resultados analíticos de Víctor Turner¹² se debe señalar la existencia de símbolos que juegan un papel dominante y que éstos implican condensación, unificación de significados dispares, polarización del sentido.

Hay diferentes formas de asociar e integrar o de jugar con los operadores lógicos provenientes de cada cultura. En forma sintética y general, se puede decir que en Francia se da prioridad a la deducción, en Inglaterra a la inducción y en México a la abducción. Cada cultura jerarquiza los distintos procesos lógicos y suele dar prioridad a uno de ellos.

La cultura favorece una cosmovisión. De hecho, cada cultura no se asocia mecánicamente con una cosmovisión, sino que hay una gama de posibilidades de cosmovisiones asociadas a cada cultura.

La cultura es parte vital de la constitución de un campo ya que los actores necesitan para actuar, un sentimiento de sí y este sentimiento sólo se logra por medio de relaciones simbólicas. La relación y concepción del otro requiere de una urdimbre de tramas de significación, lo mismo que los objetivos a alcanzar implican la necesidad de cosmovisiones en el interior de las cuales no sólo hay una forma de concebir al mundo que nos rodea sino que, como lo diría Roberto Varela, implican “un conjunto de signos y símbolos que: transmiten conocimiento y portan información, portan valores, suscitan emociones y sentimientos y expresan ilusiones y utopías”. Sin estos elementos no habría concepción de reglas, de premio o de castigo. El actor en su acción busca premios y ello implica, como lo dice Mary Douglas, un sistema de clasificaciones que organiza las acciones y estructura los deseos y todo ello se hace por medio de referencias simbólicas clave a partir de las cuales los actores, las relaciones y las reglas adquieren sentido.

Pero ni la cultura ni la organización se dan en el aire; el funcionamiento de una sociedad requiere de instituciones.¹³

Finalmente, todo el juego de actores que entran en relación está regido por reglas en el interior de una cultura y bajo una regu-

¹²Víctor Turner (1980).

¹³Para un concepto más elaborado de institución, véase el siguiente apartado de este capítulo.

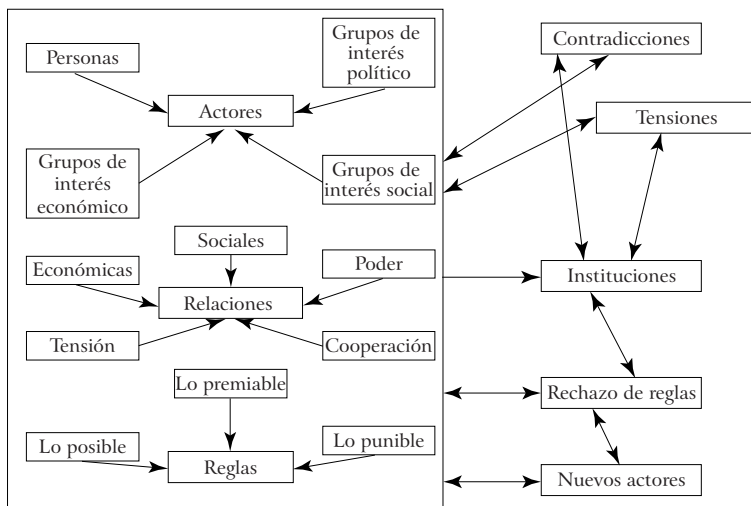
lación institucional. Esta regulación se hace en función de que los actores buscan premios de poder, económicos, reconocimiento social, gloria, honor, etcétera.

El campo es así, un proceso complejo que implica relaciones de cooperación y de rivalidad y que se desarrolla, por medio de armonías, tensiones y contradicciones, hacia la búsqueda de premios, cuyo valor se define en el interior de un proceso cultural e institucional en donde las jerarquías de poder son fundamentales.

El siguiente cuadro sintetiza y aclara el concepto de arena. La arena, como ya se había dicho con anterioridad, surge cuando se exageran las tensiones en el interior de un campo. El campo tiende por medio de sus instituciones regulatorias y sus reglas del juego, a resolver el conjunto de tensiones que normalmente se presentan en su devenir normal.

El hecho es que hay tensiones que se resuelven mal y que por lo tanto, tienden a generar procesos acumulativos y ascenso hacia los extremos en forma tal, que las instituciones establecidas y las reglas del juego no son capaces de darles una solución adecuada.

EL CONCEPTO DE ARENA



En otras ocasiones hay tensiones para las cuales el campo no está preparado y no tiene capacidad para resolver. Puede llegarse al caso en que algunos actores ya no acepten las reglas del juego establecido. Puede darse el caso del surgimiento de nuevos actores que tratan de imponer nuevas reglas o nuevas instituciones.

En todas estas situaciones la estructura del campo, tal y como está, ya no puede sostenerse y se requieren nuevas reglas, nuevas alianzas de actores y/o de grupos, nuevas instituciones, cambios culturales, etcétera. Para sobrevivir, el campo necesita recomponerse, reestructurarse y todo ello surge de la arena cuando hay presencia de fuerte tensión y/o contradicción.

Las ideas de campo y arena implican a la vez, una estructura y un proceso. Estructura, porque lo que los elementos son, dependen de las relaciones en que están inscritos; porque una parte de esas relaciones son fuertes y tienen cierta estabilidad que da sustento a todo el edificio de los campos que estructuran el conjunto social. Pero es proceso porque en el interior de esas estructuras se encuentran un conjunto de tensiones y/o contradicciones que conducen a que el campo no sea inmóvil y que se transforme en el tiempo; los procesos pueden ser lentos y microsociales los que, con el tiempo, alcanzan grandes transformaciones o pueden ser abruptos; los procesos también pueden ser reales porque el(los) campo(s) sufre(n) transformaciones efectivas o virtuales (cuando aparentemente hay grandes modificaciones), pero las relaciones estructurales básicas permanecen.

LAS INSTITUCIONES Y SU PAPEL

EL CONCEPTO de institución es complejo.

Para la escuela Regulatoria francesa,¹⁴ una institución es una codificación de una o varias relaciones sociales fundamentales. Se podría agregar que las instituciones normalizan las representaciones individuales e inducen a acciones y prácticas sociales.

¹⁴Nos referimos fundamentalmente a los trabajos dirigidos por R. Boyer (1987 y 2002).

Así, las instituciones son convenciones sociales que expresan y delimitan el campo de lo posible.

Una institución es lo que representa una autoridad con relación al interés personal o a las preferencias individuales.

Nótese que, siguiendo el concepto de cultura expresado con anterioridad y el concepto de institución que aquí se ofrece, los intereses individuales y las preferencias de los individuos no pueden surgir de su propia individualidad, sino que provienen de la inserción de tal individualidad en el seno de una cultura y de una estructura institucional.

Siguiendo a Thorstein Veblen,¹⁵ la institución es un modo de coordinación *ex post* y un sistema normativo que interviene sobre las preferencias y valores de los miembros. Las instituciones implican de este modo: reglas, costumbres y modos de coordinación. La institución no es una entidad sino un conjunto de ideas y modos de pensar comunes de un conjunto de individuos.

Desde un punto de vista evolucionista, la institución es el resultado de procesos de selección y adaptación que forman los tipos dominantes o prevalecientes de actitudes espirituales y aptitudes que son factores eficientes de selección.

De acuerdo con Douglas North,¹⁶ las instituciones son organismos, cuerpos políticos, económicos y sociales y agencias reguladoras que implican una estructura de gobernanza.

En síntesis, todas las relaciones que existen entre actores, relaciones y reglas, se dan en el interior de una estructura cultural y se encuentran reguladas por un conjunto institucional.

Tomando en cuenta los conceptos anteriores y de acuerdo con nuestros análisis, el concepto de institución es una relación compleja que se puede representar sintéticamente en el esquema siguiente.

En este sentido, la institución es a la vez una codificación simbólica, una relación social y un organismo social.

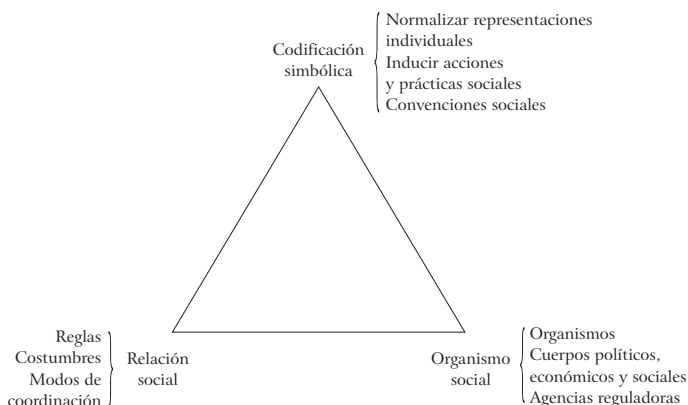
En tanto que codificación simbólica, la institución normaliza las representaciones sociales, es decir, que dado un conjunto de representaciones fundamentales que se presentan en una sociedad,

¹⁵Thorstein Corei (1995).

¹⁶Douglass C. North (1990).

los actores que participan en ésta tienden a interpretarlas de la misma manera. Además, el código simbólico establecido por la institución, induce a los individuos a comportarse de maneras determinadas y a establecer determinadas prácticas sociales. La institución es asimismo, la base de convenciones sociales que son vitales para el funcionamiento de una sociedad y de una economía.¹⁷

EL CONCEPTO DE INSTITUCIÓN



En tanto que relación social, las instituciones establecen reglas escritas y no escritas. Estas últimas configuran las costumbres. Las instituciones también establecen los modos de coordinación de la actividad entre diferentes individuos y grupos sociales. Así, las formas de coordinación en Japón, Europa y Estados Unidos son diferentes, ya que se establecen en diferentes culturas que tienen instituciones diversas.

Finalmente, en tanto que organismos sociales, las instituciones son organismos establecidos para cierto propósito (político, social o económico) y con tal objetivo actúan en el interior de los procesos sociales. Estos organismos son cuerpos estructurados en atención a la finalidad que se proponen. Desde otro punto de vista, se puede decir que son agencias reguladoras.

¹⁷Véase André Orléan (dir.), *Analyse Économique des Conventions*, París, PUF, Économie, 1994.

LOS MERCADOS FINANCIEROS COMO CAMPOS Y ARENAS

LO PRIMERO que hay que establecer es que los mercados configuren un campo. En el mercado, al igual que el campo, todo intercambio implica la presencia de actores, de relaciones y de reglas. Los intercambios se realizan en el interior de una cultura, a través de la cual se valorizan los objetos reales o simbólicos que se intercambian; se establece la codificación cultural que permite clasificar a actores, reglas y objetos; y se establece el lenguaje apropiado para que los actores se comprendan entre sí. Además, todo intercambio implica instituciones: los mercados son lugares reglamentados en los que los vendedores son autorizados a ocupar espacios y ubicaciones, los precios se fijan de acuerdo con determinadas reglas institucionales, las relaciones entre compradores y vendedores se encuentran institucionalizadas, etcétera.

Como en todo campo, en los intercambios se busca la obtención de una ventaja, de un premio, aunque esta ventaja no siempre es la ganancia económica ya que puede ser perfectamente el establecimiento de una relación social, el disfrute de un reconocimiento, la configuración de una asimetría de dominio sobre el(los) otro(s), la adquisición de una supremacía simbólica, etcétera.

Como todos buscan una ventaja, se presentan necesariamente rivalidades y tensiones.

Los intercambios se dan así, en el interior de espacios que podemos denominar de intercambio, que implican tensiones que suelen ser compuestas por las reglas y las instituciones presentes. Hay que recordar que el derecho o la costumbre son dos formas de instituciones.

Como en todo campo, en el campo de los intercambios pueden surgir nuevos actores, puede haber tensiones mal resueltas y acumulativas, puede haber nuevas alianzas que reclaman nuevas reglas del reparto del producto, etcétera, y, por ende, los campos se pueden transformar en arenas que dan lugar a conflictos que transforman los campos del intercambio.

El mercado es un campo que requiere de instituciones. Las instituciones mercantiles actúan en tanto que sistemas de codificación ya que, sin la codificación adecuada, cada quien entendería a su manera las reglas establecidas y por tanto, reinaría el caos. Además se requiere de la codificación, ya que el funcionamiento de los mercados necesita conductas bien normadas de los actores, de tal forma que éstos actúen de acuerdo con un orden y de tal manera que su conducta pueda ser prevista por los otros actores. De hecho, el mercado es una práctica social que se basa en convenciones sociales.

Los mercados son el centro de un conjunto de relaciones sociales en donde existen reglas, costumbres y modos de coordinación, tanto por parte de los vendedores como de los compradores, así como entre ambos.

Finalmente, el mercado requiere de organismos constituidos por empresas productivas y mercantiles, de bancos, de una moneda y del organismo que la regula; de organismos que establezcan leyes, que las pongan en práctica y vigilen su funcionamiento. Además, se necesitan agencias reguladoras y evaluadoras.

Los mercados financieros también son campos que contienen instituciones.

El campo financiero se conforma por actores que pueden ser individuos, empresas e instituciones que participan en la compra-venta de títulos financieros. El mercado financiero tiene reglas de funcionamiento que son precisas y legalmente sancionadas. Todo el mercado financiero establece premios (ganancias y pérdidas) y sanciona toda conducta que viole las reglas.

El mercado financiero está sujeto a un proceso institucional muy importante. Mucho de su funcionamiento se basa en costumbres que se encuentran adecuadamente codificadas y en donde concurren no sólo los distintos códigos usados por los corredores para la compra y venta de valores, sino también las normas de paquetes de compra y venta de valores, los códigos éticos y de conducta, etcétera. El mercado financiero es, de hecho, la práctica social central en las economías modernas, y dentro de él y a partir de él surgen convenciones sociales que son fundamentales.

En la actualidad, el mercado financiero no sólo se conforma a partir de una práctica social sino que es la práctica social la que va a determinar un conjunto de prácticas sociales que son clave en la sociedad moderna. Por ejemplo, todos los mercados tratan de imitar –y de hecho se establece un deber imitar– al mercado financiero, que se considera el modelo de “libertad” de actores, de “transparencia”, “eficiencia” y equilibrio que debería establecerse en todos los mercados. El mercado financiero genera un imaginario social que es parte fundamental de la ideología del poder establecido.

El mercado financiero funciona a partir de organismos claramente delimitados: bolsas de valores, bancos, casas de bolsa, corredores, instituciones de inversión, empresas que cotizan, etcétera. Estos organismos están regidos por leyes, supervisados por sistemas jurisdiccionales y supervisados por agencias reguladoras gubernamentales y privadas.

Los sistemas financieros también dan lugar a la presencia de arenas. Hay que distinguir las crisis financieras de las arenas financieras. Una crisis financiera se presenta cuando hay un desplome general en las cotizaciones de los valores que se comercian. La crisis financiera no supone un rompimiento de reglas ni proviene, necesariamente, de la aparición de nuevos jugadores (actores). La crisis financiera es parte del funcionamiento normal de un campo financiero. La arena en un campo financiero, se presenta cuando se ponen en duda las reglas que rigen en un momento dado al sistema financiero, o cuando las reglas establecidas ya no pueden permitir el funcionamiento normal de un campo financiero.

Por ejemplo, la arena financiera se presentó en Estados Unidos con el proceso de fraudes simbolizados por la empresa Enron y por otras más. El conjunto de fraudes contables de un número importante de empresas que cotizaban en la Bolsa de Nueva York condujo a que, en las condiciones establecidas, el funcionamiento de la bolsa de valores ya no era posible. El campo, tal y como estaba, ya no era funcional y, por ende, aparece una arena y con ésta se engendra una caída abrupta de valores. No fue la caída de valores lo que generó a la arena sino que fue la arena la que con-

dujo a la caída de valores. Fue necesario establecer castigos, rehacer las normas legales, establecer nuevas normas de contabilidad y de auditoría, así como nuevas normas de conducta. Hay que aclarar que en este caso, aunque la arena fue grave, el drama social no lo fue tanto como efecto de que la normatividad del campo se cambió con cierta rapidez.

La crisis bancaria que en México condujo al Fobaproa y al IPAB no sólo configuró una arena sino también un grave drama social, que hasta la fecha no se encuentra adecuadamente resuelto.

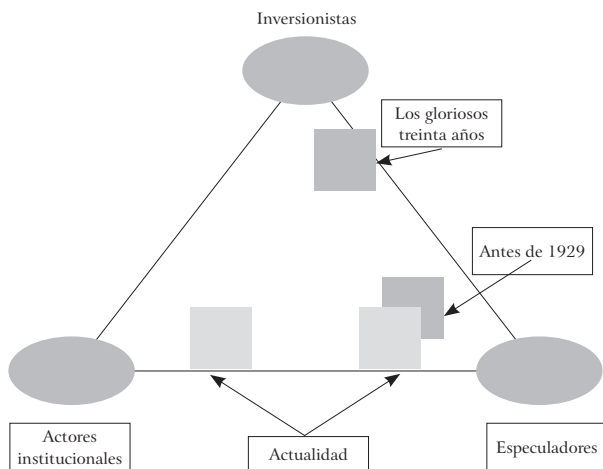
PODER Y COSMOVISIÓN EN LOS SISTEMAS FINANCIEROS

COMO EN todos los tipos de campos, también en los mercados financieros se establece una estructura de poder en el interior de ellos. Las estructuras de poder son clave para el funcionamiento de los campos. Dadas las reglas del juego en vigor en un momento dado, a partir de ellas se establecen ganadores y perdedores; los ganadores configuran una estructura de poder y con ella, modifican las reglas del juego en términos que les sean favorables. Las nuevas reglas confirman y legitiman la estructura de poder establecida. No hay juego neutro ni reglas neutras. La distribución de premios proviene, en buena parte, de la estructura de poder establecida en el campo y de las reglas del juego existentes.

En el siguiente esquema se presentan algunos de los cambios que se han dado en la estructura de poder de la Bolsa Mexicana de Valores.

Los actores que participan en los sistemas financieros son, principalmente, de tres tipos: los inversionistas, que son los que participan normalmente en el mercado de valores, ya sea porque se interesan o tienen el paquete de control de las empresas, ya sea porque ubican sus inversiones en los mercados de valores; los actores institucionales, que son fundamentalmente los gestores de portafolios de inversión que captan ahorros del público para invertirlos en el mercado de valores (participan en este rubro todo tipo de captación de ahorro como el ahorro para el retiro, pensiones,

CONFIGURACIÓN DEL PODER EN EL INTERIOR DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES



compañías de seguros, etcétera), y, finalmente, los especuladores, que son aquellos que participan en el mercado sin interesarles la propiedad ni el control, sino solamente la variación en el precio de los títulos.

En el nivel internacional en los años anteriores a la Gran Crisis de 1929, los especuladores fueron los que dominaron el sistema bursátil y financiero. La crisis de 1929 condujo a una arena e, incluso, a un profundo drama social que implicó fuertes cambios en las reglas del juego bursátil y financiero. En la posguerra y en el periodo denominado “la treintena gloriosa” (por efecto del alto crecimiento económico en casi todo el mundo), las reglas antiespeculativas surgidas con posterioridad a 1929 y la casi inexistencia en aquellas épocas de inversionistas institucionales, condujo a que el dominio en los mercados financieros recayese, casi exclusivamente, en manos de los inversionistas.

Poco a poco las reglas antiespeculativas fueron perdiendo fuerza. Los mercados financieros recobraron vigor y los especuladores se hicieron presentes en todo el mundo. En México este hecho se dio a partir de la nacionalización de la banca, cuando

sólo quedaron en manos privadas las casas de bolsa. El dinero privado se canalizó a las casas de bolsa al tiempo en que las empresas usaron en forma creciente al mercado financiero como medio de financiamiento. Los especuladores entraron en grande y provocaron un *boom* de la bolsa que terminó en el *crac* bursátil de octubre de 1987. Luego, los actores institucionales (sobre todo extranjeros y principalmente de Estados Unidos) comenzaron a invertir en grande en la bolsa. En todo este lapso las reglas del juego se modificaron y no solamente porque se permitió el que la Bolsa recibiese inversión extranjera.

La estructura de poder en el sistema financiero mexicano cambió y pasó a manos de los actores institucionales y de los especuladores.

El trabajo *Sistema financiero y desarrollo económico en México. Factores estructurales de la crisis actual y desafíos para el futuro*, elaborado por el maestro Celso Garrido de la UAM Azcapotzalco y presentado en un coloquio de la UAM, ayuda a entender el funcionamiento de la banca en México y la estructura de poder en el campo financiero.

El estudio mencionado busca comprender tanto la dinámica bancaria como los ciclos financieros que se han dado en nuestro país. Según el maestro Garrido, los cuatro factores que han determinado la “dinámica económico-financiera” en México son:

1. “Las estructuras corporativas de las grandes empresas privadas nacionales y la concentración de la captación y el financiamiento.” Se trata de la relación en conglomerados entre empresas financieras y no financieras en la formación de grupos industriales-financieros. Hay grupos industriales que tienen “inversiones en instituciones financieras y participan en sus consejos de administración”, lo cual se combina con la existencia de grupos familiares que tienen inversiones en distintos conglomerados para formar una “red de directorios” en distintos consejos de administración para ejercer el control sobre las empresas.

2. “Acciones estatales para socializar pérdidas frente al riesgo de los negocios de las grandes empresas nacionales y conductas de riesgo moral.” Cuando las empresas de estos bancos o conglomerados fallan, el Estado interviene para salvarlos; “...el significado de esta práctica estatal es que el riesgo de los negocios deja de resolverse por la disciplina del mercado y en su lugar lo hace mediante la socialización de las pérdidas con cargo al conjunto de la población a través de la deuda pública”. El Fobaproa-IPAB es el último ejemplo.

3. “Regímenes y disposiciones legales para regular y supervisar operaciones en el sistema financiero.” En la historia reciente ha habido cuatro sistemas de regulación, todos fracasados. La banca múltiple mixta y grupos financieros que surge de la reforma financiera de 1977. La banca nacionalizada de las reformas de 1982 y 1984. Los bancos y grupos financieros privados nacionales de las reformas de 1989-1990 y 1994. Los bancos y grupos financieros privados nacionales y extranjeros (hoy casi exclusivamente extranjeros) de las reformas de 1995 y 1998-1999.

4. “Las condiciones institucionales del sistema financiero internacional.” Este factor se determina por las relaciones con el FMI, Estados Unidos y las diversas condiciones del flujo (entrada y salida) de capitales.

Estos cuatro factores se ligan en una relación política económica entre la estructura del poder y el sector financiero. En el interior de cada uno de los factores y entre los cuatro se establecen relaciones de correspondencia y tensión de manera que han configurado cuatro grandes ciclos.

El primero inicia en 1976 y termina en 1982 con la crisis de la deuda externa y la nacionalización de la banca. El segundo comienza en 1983 y termina en 1987-1988 con la quiebra bursátil y la amenaza de hiperinflación y el desemboque en los pactos de estabilización. El tercero inicia en 1989-1990 y termina en 1994 con la crisis de los Tesobonos y el quebranto del sistema bancario. El cuarto comenzó en 1995 y continúa hasta la fecha.

Hasta aquí el excelente trabajo del maestro Garrido. Nuestros comentarios son los siguientes:

1. La estructura cíclica del sistema bancario financiero se encuentra ligada a la relación finanza-poder político y, hasta la fecha, sólo ha producido estructuras profundamente inestables y negativas para la economía nacional.
2. Nada garantiza que el último ciclo dominado por la extranjerización de la banca sea algo estable y positivo.

Desde el punto de vista internacional, el sistema financiero internacional se puede concebir como un campo de campos, es decir, un campo que contiene en sí mismo a los campos financieros que se ubican a nivel nacional.

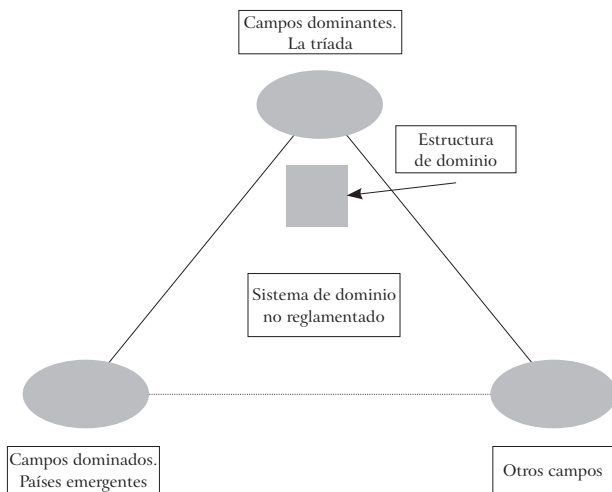
En este sentido se puede decir que los campos dominantes son los que se establecen en el interior de los países centrales de la tríada. En otro libro,¹⁸ estudiamos la estructura económica mundial, señalando que más que un sistema mundializado o globalizado, se trata de un sistema de tres zonas (Europa, América del Norte y el sureste de Asia) en las que cada una tiene un centro (Alemania, Estados Unidos, Japón) y varias subregiones que giran a su alrededor. El grueso de la economía, el comercio y las finanzas mundiales se dan en el interior de este sistema triádico, y muchos de los países que están fuera de él quedan simplemente excluidos.

Dos relaciones triangulares nos ayudan a explicar este sistema. La primera, que es una relación económica, se establece por el triángulo en cuyos vértices se encuentra cada una de estas tres regiones. Este dominio se ubicó cargado hacia los vértices del sureste de Asia y de Europa en los años sesenta y setenta; ya para los años noventa, Estados Unidos recuperó mucho de su ventaja económica perdida y el poder se deslizó hacia su vértice. La situación en la actualidad es que el poder de una de las zonas ya no se comparte o ya no se quiere compartir con los otros dos vértices configurándose un monopolio creciente en uno solo de los vértices.

¹⁸Juan Castaingts T., *Los sistemas comerciales y monetarios en la tríada excluyente. Un punto de vista latinoamericano*, México, Plaza y Valdés, 2000.

Para establecer las relaciones del poder del sistema triádico, en el libro mencionado se usó otro triángulo. En él cada vértice caracteriza las fuentes de poder que existen en la actualidad; así los vértices representan respectivamente el poder político, el poder militar y el poder económico (determinado fundamentalmente por las finanzas). Desde que el sistema dual de oposición entre Estados Unidos y la Unión Soviética se hundió por efecto de la crisis de esta última, para dar lugar al actual sistema triádico, el poder se había cargado hacia los vértices que representan el poder político y el poder financiero, quedando relegado a segundo término el poder militar. De hecho, el sistema triádico mundial cargó el poder en forma paulatina pero efectiva hacia el sistema financiero. Así, el poder se determinaba esencialmente por el juego de los mercados triádicos en el que las compañías multinacionales jugaban el papel central y especialmente hacia los mercados financieros, que se configuraban como el centro del todo el sistema. Los mercados eran los reyes y el núcleo era el mercado financiero internacional.

EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL COMO UN CAMPO DE CAMPOS

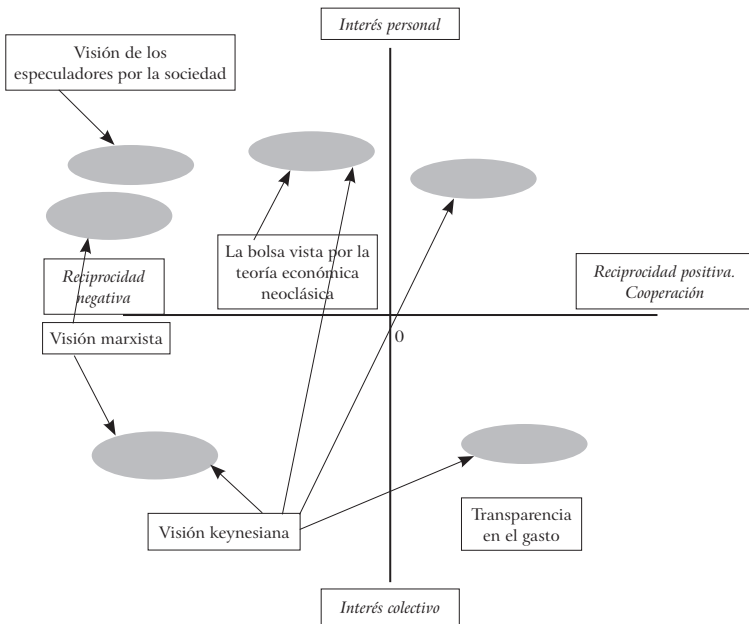


Por estas razones se puede afirmar que, como se presenta en el esquema anterior, en el nivel internacional el poder del campo financiero está dominado por la tríada.

Existen también los campos financieros de los países emergentes y otros campos financieros de otros países. Lo fundamental es que lo que sucede en los campos financieros de los países emergentes y en otros campos, proviene en buena medida de la estructura de dominio a la que están sometidos por los campos financieros de los países centrales de la tríada.

Tal y como se explicó en el primer apartado de este capítulo, todo campo está integrado a una concepción cultural determinada. Así, la forma en que se concibe la bolsa de valores es diferente según sea la ubicación del observador. En el siguiente esquema se presentan algunas de las simbolizaciones que se tienen sobre la bolsa de valores.

COSMOVISIÓN DE LA BOLSA DE VALORES



Se trata de un cuadrante cartesiano en el que el eje de las ordenadas mide el interés personal en la parte superior del cuadrante, y el interés colectivo, en la parte inferior. En el eje de las abscisas, a la derecha del cuadrante, se trata de una cooperación positiva o una cooperación entre individuos. A la izquierda, se trata de una cooperación negativa o de no cooperación.

Se forman de este modo cuatro cuadrantes. El cuadrante de arriba a la izquierda implica una cosmovisión en donde se conjuga el interés personal con reciprocidad negativa entre las personas. El cuadrante superior de la derecha implica la presencia de interés personal pero con la existencia de cooperación entre los individuos. El cuadrante de abajo a la izquierda representa el interés colectivo y se relaciona con reciprocidad negativa entre los individuos. Finalmente, en el cuadrante de abajo a la derecha se integra el interés colectivo con la cooperación entre individuos.

La visión de los especuladores corresponde a la de puro interés personal que no toma en cuenta ningún tipo de reciprocidad entre individuos.

Desde el punto de vista de las teorías económicas y, admitiendo una fuerte simplificación, se puede decir que la teoría económica neoclásica integra dos cosmovisiones: la primera, que hace del individuo el centro de la acción social y, por ende, de los actores en bolsa de valores; la segunda, que conduce a que en el equilibrio, la acción individual llegue a óptimos de Pareto, que actúan como lo mejor del interés colectivo.

La cosmovisión marxista de la bolsa de valores tiende a ser negativa: se la concibe como centro de especulación en búsqueda de la apropiación del valor que se crea solamente por el trabajo. Así, es negativa desde el punto de vista colectivo y sólo se realiza en provecho de unos cuantos.

La visión keynesiana es más compleja. Esta visión condena todos los procesos especulativos bursátiles, pero acepta –de manera algo similar a los neoclásicos– que la acción de los individuos puede conducir a ciertas condiciones positivas. Si la bolsa funcionase solamente como mecanismo de financiamiento de las empresas para su actividad productiva, entonces para los keynesianos la

bolsa conjugaría el interés personal con la cooperación y, por eso, el cuadro marca que la visión keynesiana también apunte hacia el cuadrante de arriba a la derecha.

PROCESO DE FUNCIONAMIENTO NORMAL
Y EN CRISIS, DEL CAMPO Y DE LAS INSTITUCIONES
DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

EL SISTEMA neoliberal tiene varias características; desde el punto de vista de los campos y de las instituciones, dos son las principales:

1. Se hace del mercado el elemento clave de todos los procesos sociales.
2. El mercado monetario y financiero se configura como el centro de todos los mercados.

La teoría supone que manteniendo absoluta libertad hacia los actores económicos y estableciendo un sistema de transparencia en torno a las transacciones y a los estados contables y financieros de las empresas que venden títulos en el mercado financiero, el mercado debe tender inexorablemente hacia un equilibrio que representa un óptimo en el sentido de Pareto.

En la realidad las cosas han funcionado en un sentido completamente diferente. Los sistemas financieros internacionales no sólo son inestables sino que ellos mismos son fuentes de inestabilidad que se contagia hacia otros sectores de la economía.

Los procesos financieros configuran el núcleo duro del sistema y sus crisis lo afectan profundamente.

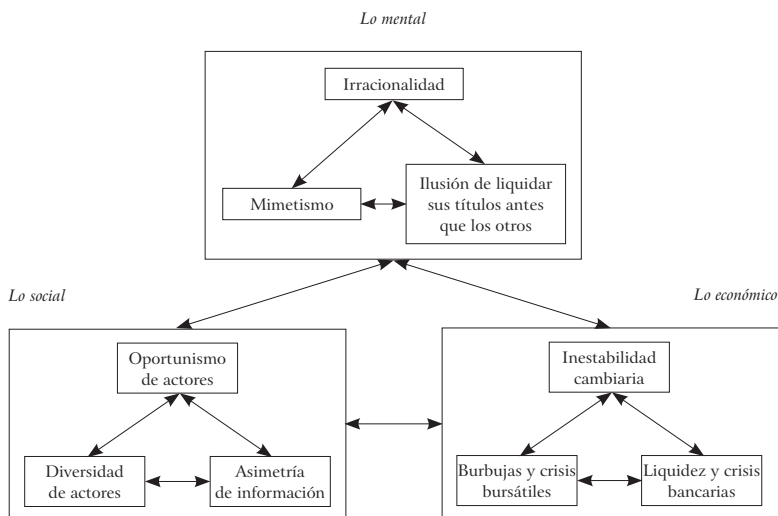
Se ha realizado un conjunto de estudios de diversa índole en torno a las causas de las crisis financieras. Dejando de lado los dogmas neoliberales, es factible presentar en forma sintética y clara los factores fundamentales de muchas crisis financieras. Éstos se encuentran en el siguiente esquema y se pueden clasificar en tres elementos: lo mental, lo social y lo económico.

Debe subrayarse que los tres elementos mencionados (mental, social y económico) están ligados a la configuración del campo

financiero y a las instituciones del sistema financiero (sentido, relaciones sociales y organismos).

Las crisis actuales son complejas en el sentido de que no provienen de un solo factor y de que estos factores están profundamente interrelacionados entre sí. En el esquema siguiente se muestra una síntesis de nuestras investigaciones: cada uno de los factores mencionados (lo mental, lo social y lo económico) contiene a su vez los tres componentes que, atendiendo a nuestros análisis, son los principales. Entre todos los factores y componentes del esquema existe una interrelación, es decir, que cada uno de ellos influye y es influido por todos los demás; para indicar que hay una relación mutua, todos ellos se encuentran entrelazados por una flecha con doble cabeza.

FACTORES DE LAS CRISIS FINANCIERAS



El factor mental es fundamental y aunque la escuela dominante en la economía (neoclásica) –y su actual versión en términos de escuela neoliberal– han desdeñado el elemento mental y lo subordinan a una mera visión de racionalismo puro, dicha visión se

encuentra tan alejada de la realidad que hasta se está abandonado como opción analítica. Otra visión que surge del estudio de la historia de las crisis económicas (por ejemplo, los estudios de Kindleberger, *Historia mundial de la especulación financiera*) nos indica que entre los actores que participan en las actividades bursátiles se manifiestan otros elementos, como son el mimetismo y la ilusión de liquidez de los títulos; el primero consiste en orientar el proceso de compra de títulos simplemente tratando de copiar a los que se consideran los “gurús” o los hombres de éxito bursátil; el segundo conduce a la creencia que suelen tener muchos actores bursátiles de que ellos podrán vender sus títulos a precios elevados y que, por lo tanto, se podrán salir del mercado antes del *crac*.

En términos de la orientación mental que tienen los actores también encontramos elementos de mera irracionalidad. Dentro de ella se encuentran las múltiples creencias que poseen de los actores no sólo en cuanto lo que éstos se figuran o esperan del comportamiento de los mercados, sino también las creencias que tienen sobre los hombres de empresa, los políticos, etcétera.

En el factor social se encuentran tres elementos (oportunismo de actores, diversidad de actores y asimetría de la información).

El oportunismo de los actores se refiere al hecho de que, dados los desórdenes del proceso financiero en su conjunto, habrá un buen número de actores que no sólo no actuarán con honestidad ética, sino que tratarán de sacar el mayor provecho para sí mismos. El oportunismo tiene varios grados, que van desde la actividad que –sin romper con las leyes– sí quebranta la ética establecida, pasando por los mil mecanismos de la estafa hasta llegar a la corrupción, e incluso hasta la criminalidad. El oportunismo es hoy visible y exuberante en México, pero se ha impulsado en todo el mundo por la desregulación bancaria y bursátil y por la ansiedad que genera el dinero en el mundo neoliberal.

La diversidad de actores se refiere al hecho de que los que participan en el mercado no tienen la misma inteligencia, ni la misma capacidad para tratar la información disponible, ni cuentan con la misma aversión al riesgo. Esta diversidad de actores es un ele-

mento más que contribuye, junto con todos los otros, a hacer impredecibles los mercados y, por lo tanto, inciertos.

El tercer elemento del factor social es la asimetría de información. Lejos de encontrarnos en mercados en los que toda la información está disponible y en la que todos los actores la trabajan con “racionalidad total” (como lo suponen los neoliberales), lo real es que hay información insuficiente, limitada y que los actores, por ser diversos, no disponen de la misma capacidad para manejarla. Los actores con más información, que además suelen ser grandes especuladores, tienen una ventaja definitiva sobre los pequeños ahorradores. Al mismo tiempo hay información privilegiada y, aunque el uso de la misma suele estar prohibida por la ley, es común que los actores la utilicen. En México existe el fenómeno corriente de la especulación monetaria, la cual se realiza un poco antes de las devaluaciones por algunos actores, quienes tienen acceso anticipado a esa noticia.

Finalmente, en el factor económico se tienen las burbujas especulativas que dan lugar a alzas bursátiles, sobrevaluaciones monetarias, etcétera, que luego terminan en *cracs* y crisis. Naturalmente que en este mundo especulativo la inestabilidad cambiaria es moneda corriente y como resultado de las crisis de la euforia especulativa, se tiende a caer en la carencia de liquidez, en las gigantescas tasas de interés y las crisis bancarias (tal ha sido el caso del sudeste de Asia, de Japón, de Rusia, ahora de Brasil y con anterioridad de México).

Todos estos análisis se conjugan con una recopilación que hemos realizado de varios autores y con los resultados de nuestra propia investigación, los cuales nos conducen a la conclusión de que el proceso neoliberal impulsa la economía casino y lleva en su seno a las crisis financieras. La vida real nos muestra que, lejos de encontrarnos en el mundo de autorregulación de los mercados que nos prometen los neoliberales, nos encontramos por el contrario, en un mundo de espirales que primero nos llevan hacia las burbujas de esplendor bursátil y financiero, y luego a los *cracs*; el caso es que en ambos procesos, los niveles de pobreza de las grandes mayorías tienden a acentuarse.

CONCLUSIONES

DEL ESTUDIO precedente se pueden sacar algunas conclusiones.

1. Los procesos financieros no sólo están conformados por elementos meramente económicos sino que en ellos participan en forma esencial, elementos antropológicos e institucionales que son vitales para comprenderlos.
2. Los conceptos de campo, arena y drama social, son operadores lógicos que permiten enriquecer el análisis de los procesos financieros.
3. Los balances y contabilidad de las empresas, su tasa de ganancia, los títulos que se ofrecen en el mercado, las compras que se realizan de los mismos, las tasas de interés, y todos los elementos económicos del mercado financiero, son importantes pero insuficientes para un análisis completo. Los mercados financieros son un hecho social total en el sentido de Marcel Mauss y, por ende, se requiere el análisis institucional y social de los mismos.

BIBLIOGRAFÍA

- AGLIETTA, Michel y André Orléan, *La Monnaie entre Violence et Confiance*, París, Odile Jacob, 2002.
- BERGER, P.L., *Elements of Sociological Theory of Religion*, EUA, Anchor Books, 1969.
- _____ y T. Luckman, *Modernidad, pluralismo y crisis de sentido*, Barcelona, Paidós, 1997.
- BOYER, Robert, *La Théorie de la Régulation: Une Analyse Critique*, París, La Découverte, 1987.
- _____ e Yves Saillard (comps.), *Théorie de la Régulation l'État des Savoirs*, París, La Découverte, 2002.
- BRAUDEL, Fernand, *Grammaire des Civilisations*, París, Flammarion, 1993.
- CARDOSO, Fernando Henrique y Enzo Faletto, *Dependencia y desarrollo en América Latina*, México, Siglo XXI Editores, 1976.
- CASTAINGTS, T. Juan, *Los sistemas comerciales y monetarios en la tríada excluyente. Un punto de vista latinoamericano*, México, Plaza y Valdés, 2000.

- , *Simbolismos del dinero. Antropología y economía: una encrucijada*, Barcelona, Anthropos (España) y UAM (México), 2002.
- , “Los mercados como campos y arenas. Hacia una etnoeconomía de los procesos mercantiles”, *Revista Alteridades*, México, Universidad Autónoma Metropolitana, Iztapalapa, 2005.
- COREL, Thorstein, *L'Économie Institutionnaliste: Les Fondateurs*, París, Económica, 1995.
- DOUGLAS, Mary, *Símbolos naturales. Exploraciones en cosmogonía*, Madrid, Alianza Universidad, 1978.
- FURTADO, Celso, *Teoría y política del desarrollo económico*, México, Siglo XXI Editores, 1968.
- GARRIDO, Celso, *Sistema financiero y desarrollo económico en México. Factores estructurales de la crisis actual y desafíos para el futuro*, trabajo fotocopiado de la UAM-Azcapotzalco.
- GEERTZ, Clifford, *La interpretación de las culturas*, Barcelona, España, Gedisa Editorial, 1995.
- KOSACOFFM, Bernardo y Adrián Ramos, *Cambios contemporáneos en la estructura industrial argentina (1975-2000)*, Buenos Aires, Universidad Nacional de Quilmes Ediciones, 2001.
- HAASER, Norman, Joseph Lasalle y Joseph Sullivan, *Introduction to Analysis*, Massachusetts, Toronto, Londres, Blaisdell Publishin Company, 1959.
- LÉVI-STRAUSS, Claude, *La Pensée Sauvage*, París, Librairie Plon, 1962.
- MENDOZA ONTIVEROS, Martha Maribel, *¿El placer del don? El don y sus transformaciones en el acolhuacán septentrional*, tesis doctoral. Doctorado en ciencias antropológicas, México, UAM-Iztapalapa, 2003.
- NORTH, Douglas C., *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*, México, Fondo de Cultura Económica, 1993.
- ORLÉAN, André, *Analyse Économique des Conventions*, París, PUF, Economie, 1994.
- PETERSON, Harold F., *La argentina y los estados unidos 1810-1960*, Argentina, Eudeba, 1970.
- PINTO, Aníbal, *América Latina: una visión estructuralista*, México, Facultad de Economía, UNAM, 1991.
- PREBISH, Raúl, *Capitalismo periférico. Crisis y transformación*, México, Fondo de Cultura Económica, 1981.
- SECKLER, David, *Thorstein Veblen y el institucionalismo*, México, Fondo de Cultura Económica, 1977.

TURNER, Víctor W., *Dramas, Fields, and Methaphors*, Ithaca y Londres, Cornell University Press, 1974.

———, *La selva de los símbolos*, México, Siglo XXI Editores, 1980.

———, *The Anthropology of Perfomance*, Nueva York, PAJ Publications, 1987.

———, *El proceso ritual*, Madrid, Taurus Alfaguara, 1988.

VARELA, Roberto, *Expansión de sistema y relaciones de poder*, México, UAM-Iztapalapa, 1984.

———, “Cultura y comportamiento”, *Revista Alteridades*, año 7, núm. 13, México, Departamento de Antropología UAM-Iztapalapa, 1997.

JAN TOPOROWSKI*

*La socialización del riesgo financiero
en los países en desarrollo***

INTRODUCCIÓN

ESTE TRABAJO analiza los planteamientos del riesgo financiero de Rosa Luxemburgo y Hyman Minsky, resaltando que ambos autores tenían ideas claras y precisas sobre políticas financieras de estabilización y, además, coincidieron en proponer que los gobiernos debían socializar el riesgo.

Minsky se distingue por proponer arreglos domésticos, acompañados de políticas fiscales que aseguren flujos de ingreso adecuados para cubrir los costos de servicio de los pasivos domésticos internos. Por su parte, Luxemburgo se caracterizó por señalar que los gobiernos de los países en desarrollo son coaccionados a proveer garantías para préstamos externos a expensas de la economía tradicional.

La hipótesis de este trabajo es que los países en desarrollo requieren construir un sector exportador con el objetivo de apoyar la administración de la deuda externa, el cual, empero, puede ser debilitado si el sector externo no está bajo la dirección del Estado.

Este trabajo se divide en cinco partes. Después de la introducción se analiza el planteamiento de Rosa Luxemburgo, donde se argumenta que los bancos de los países industrializados emiten préstamos para garantizar la valorización de sus empresas en los países en desarrollo, sin asegurar que éstas reúnan suficientes flujos de

* Investigador asociado del Centro de Estudios Africanos y Orientales, Universidad de Londres y del Centro de Investigación de Historia y Metodología Económica, Universidad de Amsterdam, Holanda. Correo electrónico jt29@soas.ac.uk

** Traducción realizada por Noemí Levy Orlik, Facultad de Economía, UNAM.

ingresos para enfrentar los compromisos financieros. En el tercer apartado se discute la concepción de ambos autores sobre la socialización del riesgo, destacando que Minsky tuvo como principal preocupación las economías financieras desarrolladas, mientras que Luxemburgo analizó el efecto en los países atrasados que son dependientes de créditos externos. En el cuarto apartado se presenta un modelo trisectorial de estabilización financiera, asignando al sector exportador la función de garantizar suficientes flujos financieros, el cual debe estar bajo control estatal para cumplir eficientemente dicha función. Finalmente, en la última sección se presentan las conclusiones.

CRÍTICA DE ROSA LUXEMBURGO A LA BANCA INTERNACIONAL

EL SISTEMA de préstamos internacionales fue crucial en el análisis de Rosa Luxemburgo. La base de argumentación de esta autora es que los países capitalistas avanzados enfrentan crisis de “realización” *-i.e.*, demanda inadecuada para acumular las ganancias-, mientras los países en desarrollo carecen de mercados para producir mercancías a escala capitalista. Desde esta perspectiva, la autora argumentó que los préstamos internacionales son esenciales para proveer financiamiento, lo cual permite a las colonias y a los países dependientes adquirir maquinaria para desarrollar sus economías y la infraestructura industrial, y, a través de esa vía, alcanzar independencia política que, empero, genera lazos de dependencia financiera con los países capitalistas maduros.

En palabras de Luxemburgo (1951: 421):

En la era imperialista, los préstamos extranjeros tuvieron un papel central en la independencia de los países capitalistas jóvenes. Las contradicciones inherentes del sistema moderno de préstamos internacionales son la expresión concreta de lo que se caracteriza como la fase imperialista. Pese a que los préstamos foráneos son fundamentales para la emancipación de los estados capitalistas nacientes, éstos representan las ata-

duras más ciertas para que los estados del viejo capitalismo mantengan su influencia sobre los países jóvenes, ejerzan control financiero, presiones sobre sus costumbres, así como en la política comercial y externa. Estos préstamos amplían el campo de acción de la acumulación de capital; aunque al mismo tiempo sea restringida vía la creación de nueva competencia.

Por consiguiente, el incremento de los préstamos y la venta de bonos ocurren con exagerada anticipación a las ganancias y, de disiparse la confianza, emerge una crisis de sobreendeudamiento. Las autoridades coloniales y los gobiernos de los países en desarrollo están obligados a socializar las deudas, que se cobran vía ingresos impositivos.

Nótese que en esta fase, los préstamos sirven para un propósito primario, que es financiar las exportaciones de maquinaria de capital provenientes de los países capitalistas avanzados, con lo cual incrementan sus ganancias y la acumulación de capital. En el contexto de crisis, se detiene la acumulación de capital antes que aparezcan las nuevas emisiones de bonos y los préstamos para financiar las exportaciones de capital y se reanuda la acumulación del mismo.

Las crisis financieras se superan, principalmente, a través de la destrucción de las economías agrícolas de los países en desarrollo. En palabras de la autora:

Mientras la realización del valor excedente requiere solamente la expansión general de la producción de mercancías, su capitalización exige la transición progresiva de la producción de mercancías simples hacia una economía capitalista. El resultado es que afecta la realización y se acrecienta la contracción de la capitalización del excedente de valor (Luxemburgo, 1951: 421).

Finalmente, los campesinos tienen que pagar impuestos adicionales y sus mercados son desplazados por la producción capitalista en masa. Este fenómeno fue ejemplificado por Luxemburgo

a través de un extenso informe sobre los préstamos internacionales que se le otorgaron a Egipto. Dice:

las transacciones entre préstamos internacionales del capital europeo y el capital industrial están basadas en relaciones extremadamente racionales y “razonables” para la acumulación de capital, porque los préstamos liquidan las órdenes de Egipto y los intereses de un crédito se pagan vía emisión de nuevos créditos. Eliminadas todas las conexiones oscuras, estas relaciones se basan en el sencillo hecho que el capital europeo se engulle la mayor parte de la economía campesina egipcia. Enormes porciones de tierra, de trabajo y productos del trabajo son acumulados por el Estado bajo la forma de impuestos que son convertidos en capital europeo y son acumulados... En oposición al fuerte incremento de capital se arruina la economía campesina, acompañada por el crecimiento del intercambio de mercancías... (Luxemburgo, 1951: 438, y Aaronovitch, 1946).

De manera similar, en Turquía

la construcción de las vías de ferrocarril y el intercambio de mercancías... son fomentadas por el Estado sobre las bases de una rápida desintegración y la ruina y explotación de la economía campesina asiática, acompañado de un proceso de mayor dependencia económica y financiera del Estado turco con respecto al capital europeo, en términos políticos y financieros (Luxemburgo, 1951: 445, y Aaronovitch, 1946).

LA SOCIALIZACIÓN DEL RIESGO DESDE LA PERSPECTIVA DE LUXEMBURGO Y MINSKY

HAY OTRO aspecto del planteamiento de Luxemburgo sobre el financiamiento que adelanta a la visión de Hyman P. Minsky propuesta en la segunda mitad del siglo xx.

Minsky es conocido por ser el autor de la “hipótesis de la inestabilidad financiera” donde desarrolla la idea que la prosperidad capitalista o el crecimiento autónomo genera circunstancias de “fragilidad” financiera y crisis. Minsky, como muchos autores estadounidenses, tenían en mente el debilitamiento económico de Estados Unidos durante la depresión de 1929. El autor –con base en ese suceso histórico– se muestra a favor de la intervención gubernamental para estabilizar la demanda agregada, así como de la flexibilización de la política monetaria por parte del banco central para limitar los efectos de la crisis financiera (véase Minsky, 1986). Su política económica de financiamiento es esencialmente de corte keynesiana, donde el Estado asume un papel activo en la estabilización del sistema financiero de su país.

La política económica de financiamiento de Rosa Luxemburgo, aunque difiere en ciertos aspectos, no es menos actual que el planteamiento de Minsky. Rosa Luxemburgo resalta la presencia de un sistema financiero internacional controlado por países capitalistas avanzados (como en la actualidad). Los gobiernos son débiles y los países pobres son dependientes del sistema financiero internacional que otorga préstamos para el financiamiento. En contraste, Minsky hace alusión al gobierno de Estados Unidos y éstos (los gobiernos de países avanzados) son menos dependientes del sistema financiero internacional o, al menos, tienen un mayor ámbito de acción que el disponible a los gobiernos de los países pobres.

En comparación a Minsky, una particularidad más marcada de la política económica de financiamiento de Luxemburgo se encuentra en la forma de socialización del riesgo financiero y sus consecuencias. Minsky argumenta que la socialización del riesgo financiero permite a los empresarios nacionales florecer en un ambiente de mercado con estabilidad financiera y políticas provenientes de un Estado de bienestar. Mientras que Luxemburgo resalta que en los países pobres, la socialización del riesgo financiero tiene lugar a través de garantías estatales sobre la deuda financiera comercial externa y sus costos se distribuyen de manera inequitativa entre las empresas asentadas localmente y las empresas

orientadas al exterior. Las empresas locales, que en su mayoría se dedican a actividades tradicionales, virtualmente no tienen posibilidad de evadir los impuestos exigidos por sus gobiernos; mientras los empresarios orientados a la actividad externa que, generalmente, se desarrollan en los sectores más modernos de la economía, tienen múltiples formas de evasión. Por consiguiente, los costos de la deuda externa en países menos desarrollados son “cargados” al sector tradicional que se beneficia muy poco de la inversión extranjera. En el largo plazo, el sector tradicional se margina económicamente y el Estado tradicional –que suscribe la deuda extranjera–, se vuelve marginal en términos políticos.

En este marco, el mundo en desarrollo está más cercano al concepto neoliberal de un Estado pequeño, cuya parcialidad aparente hacia los hombres de negocios esconde una concentración opresiva de impuestos y deudas gravadas a los hogares y los negocios del sector tradicional. La dinámica de la economía de estos países se determina por los flujos financieros de la ayuda externa –la inversión extranjera directa–, que se interrumpe por desastres naturales y desórdenes civiles.

La socialización del riesgo de Minsky se aplica a la mayoría de los países avanzados y tiene diferentes consecuencias; particularmente, la asunción de riesgos por parte de las empresas financieras permite la inflación crediticia en el mercado de capitales. El surgimiento de la inflación crediticia tiene lugar como resultado de una amplia variedad de instrumentos financieros y, por consiguiente, aumenta la cantidad de títulos como respuesta a la emisión crediticia. Photis Lysandrou (2005), recientemente ha sugerido que este es un proceso de mayor globalización en el comercio mundial de mercancías. Kaldor (1960) en su trabajo clásico de especulación señaló que los activos financieros tienen ventajas de durabilidad y portabilidad sobre las otras mercancías, incluso sobre las materias primas comerciadas en el mercado global. Estos resultados han sido aparentes en los últimos años en Estados Unidos y en Europa reflejándose en la concentración industrial y una mayor influencia de las instituciones financieras en comparación a las empresas industriales. Empero, estos resultados han estado

muy lejos de facilitar una acumulación continua, tal como fue previsto por Hilferding y, en cierta medida, por Minsky. La combinación de la socialización del riesgo y la concentración industrial en países como Estados Unidos y el Reino Unido indujeron a un estancamiento industrial o, en el mejor de los casos, aumentos de consumo, sustentados en deuda creciente, asegurada por mayores valores financieros o hipotecarios. El “monopolio de capital” de la escuela marxista, no ha dudado en sostener que el estancamiento industrial se debió a la caída de la competencia industrial y la emergencia de excesiva capacidad industrial. Este planteamiento puede inducir a un análisis más semejante a la visión de Veblen que como resultado de la estabilización de los mercados financieros, las empresas obtienen de manera más fácil las ganancias por el refinanciamiento de sus operaciones en el mercado financiero que por actividades productivas. Esta fue una posibilidad que Minsky previó pero no desarrolló.

HACIA MODELOS TRISECTORIALES DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA EN PAÍSES EN DESARROLLO

ES RELATIVAMENTE fácil asegurar la socialización del riesgo financiero en un país financieramente avanzado si no se distorsiona la liquidez de los mercados financieros. Se requieren suficientes títulos gubernamentales o papel del banco central (o títulos con alta garantía *—guild-edged—*) en portafolios financieros individuales, que el banco central está obligado a descontar. Ello otorga protección a los propietarios de los títulos cuando tiene lugar una caída del valor de los activos altamente “riesgosos”, permitiéndoles reducir su angustia, al poder obtener liquidez vía la venta de títulos gubernamentales o del banco central, sin incurrir en pérdidas por ventas peligrosas de activos de alto riesgo. Paradójicamente, los bancos centrales al estar preparados para apoyar los precios de títulos altamente seguros, contribuyen a promover la inflación crediticia. Parecería que Minsky estaba consciente de esta carac-

terística estabilizadora de los valores gubernamentales. En su libro sobre Keynes escribió:

En tiempos de guerra el financiamiento de Gran Bretaña y Estados Unidos indujo un importante incremento de tenencia de bonos gubernamentales y pasivos bancarios por parte de las familias, las empresas e instituciones financieras no bancarias. El resultado de este proceso fue que el sistema financiero en los años de 1930 fue reemplazado por un sistema financiero robusto en las primeras décadas de la posguerra. Los problemas económicos... no eran del tipo contemplado por Keynes en la Teoría general (Minsky, 1975: 15).

El grado de influjo de títulos hacia los mercados financieros de países en desarrollo y de reciente industrialización depende de la balanza comercial de cada país en particular, aunque también incide la extensión y eficacia de controles sobre movimientos de capital hacia adentro o fuera del país. Ello se explica con base en la evaluación del dinero de países en desarrollo con respecto a su convertibilidad en monedas de países financieramente avanzados (Toporowski, 2003: 133-149). Esto no sólo se debe a la mayor dependencia de los países en desarrollo sobre el comercio exterior, sino también puede entenderse con base en los orígenes de los mercados financieros periféricos de la época de las colonias. (Al respecto debe recordarse la enorme influencia de las compañías de seguros británicas en América Latina durante el siglo XIX; o la forma en que los bancos estadounidenses asumieron las funciones de la banca internacional en el subcontinente durante el siglo XX.)

Mientras el comercio de los valores gubernamentales fue el cimiento de los mercados financieros de los países financieramente avanzados, en los países en desarrollo las crisis de la deuda gubernamental destruyó de manera periódica a los mercados financieros locales. Asimismo debe resaltarse que ello también es reflejo de la ausencia de una clase rentista en los países en desarrollo. Los ricos son relativamente pocos y dependen de las rentas de la tierra y, en vez de influir sobre el ingreso de activos financieros,

mantienen su riqueza en dinero convertible de los países desarrollados, a la vieja usanza de las colonias. (Devotos de la liberalización financiera, descubierta en la década de 1970, la bautizaron como “capital golondrino”; empero, este fenómeno es mucho más antiguo y está menos relacionado con la “represión financiera” que con actitudes tradicionales y mercados financieros superdesarrollados de los países financieramente avanzados.) En el otro extremo, el dinero de Estados Unidos se evalúa principalmente conforme al valor de los activos financieros que ese dinero pueda comprar. Esto, en vez de una tasa de cambio, es lo que permite mantener la liquidez de los mercados financieros, lo cual se vuelve crucial para el funcionamiento de la economía.

Debido a la dependencia de los sistemas monetarios de países en desarrollo a la convertibilidad en monedas externas, la provisión de liquidez en sus mercados financieros está limitada por la habilidad del banco central de suministrar monedas extranjeras, lo cual facilita la transferencia de liquidez al extranjero. Mientras en los países financieros avanzados los títulos gubernamentales o del banco central son considerados como una “protección” contra la crisis; en los países en desarrollo, el dólar u otras monedas de reservas son los protectores antiinflacionarios predilectos contra la crisis. La caída del mercado de valores de Estados Unidos después del año 2000 provocó incrementos en la demanda de los valores del tesoro norteamericano y de fondos federales. Contrariamente, el inminente colapso de los mercados bancarios argentinos en el año 2001 generó una demanda de títulos denominados en dólares estadounidenses y no de valores del gobierno argentino o su banco central.

En la época de Rosa Luxemburgo la socialización del riesgo financiero en países en desarrollo significó que el gobierno emitiera una garantía gubernamental explícita o implícita sobre los débitos comerciales extranjeros. Después, la economía tradicional encontraba dificultades (*sweated*) para generar los ingresos necesarios para comprar la moneda extranjera y cumplir con el servicio de la deuda externa. Si la moneda nacional se depreciaba contra el oro (la moneda internacional en ese tiempo) y de otras mone-

das ligadas al patrón oro, aumentaban las dificultades de la economía tradicional.

En una economía bisectorial, característica del periodo, los préstamos extranjeros financiaban la expansión del sector moderno. Desde la perspectiva neoclásica, el financiamiento se otorgaba hasta el punto en que los rendimientos (decrecientes) cubrían adecuadamente el costo de ese financiamiento. En ese análisis está ausente la posibilidad de una crisis sistémica. Sin embargo, en el análisis de Luxemburgo los países en desarrollo crónicamente están sujetos a crisis financieras, porque el objetivo de los préstamos internacionales no es financiar empresas rentables que modernizarían los países en desarrollo, sino asegurar la exportación de bienes de capital que, en su visión, era la condición para la realización del excedente y la acumulación ampliada en los países capitalistas. No existe un mecanismo automático para asegurar que las ganancias de las inversiones en las colonias fueran adecuadas para cubrir el costo financiero. El único mecanismo automático fue la confabulación de los bancos internacionales con los capitalistas de los países industrializados para facilitar la exportación de bienes de capital para facilitar a los países en desarrollo. Desde luego, siempre y cuando exista un mecanismo político para inducir a gobiernos débiles de los países en desarrollo para garantizar los préstamos extranjeros y transferir los pasivos (desventaja) al sector tradicional. En este contexto, no se hace necesario poner en práctica mecanismos para restringir los préstamos extranjeros para la inversión a fin que pueda cumplir con las deudas pendientes por pagos de intereses. El resultado es un sistema de lenta modernización económica, crónicamente propenso a crisis financieras.

En muchos países en desarrollo existe un modelo trisectorial para la socialización del riesgo, el cual ha surgido en el curso del siglo xx. Este modelo se basa en la gestión empresarial del gobierno y el control de una base de exportaciones rentables, a partir del cual se construyen reservas de monedas extranjeras para evitar la posibilidad de una crisis de deuda. Si las reservas de moneda extranjera son insuficientes, pueden emitirse títulos con base en la generación de ingresos futuros a cambio de monedas extranjeras. Las

industrias petroleras mexicanas y venezolanas son ejemplo de ello. Los ingresos gubernamentales de estas industrias tienen dos funciones. La primera es convertirse en fuente de monedas extranjeras para cumplir con los pagos de la deuda externa garantizada por el gobierno; y –la segunda– es administrar la tasa de cambio, limitando la depreciación de la moneda nacional, para reducir la carga de la deuda externa sobre el sector “tradicional” de la economía que se infla con devaluaciones exageradas.

Las condiciones del comercio internacional sugerirían que el tercer sector estabilizador debería estar conformado por las exportaciones de mercancías (recursos naturales, minerales o agrícolas). Se prioriza por estos sectores debido a la existencia de mercados continuos para dichas mercancías que pueden absorber ofertas adicionales con impactos limitados en el precio de mercado. Mercancías con mayor procesamiento se exportan hacia mercados más limitados con una menor elasticidad de demanda. Por consiguiente, cantidades adicionales sólo pueden venderse a precios significativamente menores. Si cae la elasticidad del precio de la demanda de las exportaciones por debajo de la unidad no se obtiene rendimiento adicional por la venta de mayores volúmenes de exportaciones.

En este punto resalta una interrogante adicional: ¿Estas funciones son y pueden ser realizadas de manera más eficiente por sectores exportadores bajo la dirección estatal?, o ¿las funciones estabilizadoras se realizan más eficientemente bajo el predominio de la propiedad del sector privado? En el último caso, los derechos *ad valorem* o la propiedad minoritaria de las empresas del sector pueden asegurar al gobierno parte de las ganancias generadas por los mayores precios internacionales. Sin embargo, es limitada la habilidad del gobierno para incrementar temporalmente monedas de reservas internacionales vía extracción acelerada de rendimientos o reducción de costos mediante el aplazamiento de la inversión, especialmente si el sector de exportación de mercancías se encuentra bajo propiedad privada. Además, si el sector exportador de mercancías es parte de una empresa multinacional, su flujo de caja efectivo sería afectado por la transferen-

cia de precios y la política de reservas (financieras y de mercancías) de la empresa multinacional.

Estas consideraciones sugieren que el sector exportador sería más eficiente y tendría un mayor efecto financiero estabilizador si estuviera bajo la propiedad del Estado en lugar de la dirección privada.

CONCLUSIONES

ROSA Luxemburgo y Hyman P. Minsky analizaron la socialización del riesgo financiero. Minsky lo realizó en el contexto de una economía financiera avanzada donde se administran hojas de balance, en vez de la rentabilidad de las mercancías. El análisis de Rosa Luxemburgo tuvo lugar en un entorno de países en desarrollo en la periferia del mundo capitalista. El examen de la autora sobre la crisis de la deuda reveló importantes particularidades que mantienen su relevancia en el presente, e incluso son exacerbadas por las crisis cambiarias. Este trabajo sugiere que un sector exportador de mercancías puede proveer un elemento estabilizador en la socialización del riesgo financiero para los gobiernos de países en desarrollo.

BIBLIOGRAFÍA

- AARONOVITCH, "Agriculture in the Colonies", *Communist Review*, julio de 1946, pp. 21-26.
- KALDOR, "Speculation and Economic Stability", en *Essays on Economic Stability and Growth*, Londres, Duckworth, 1960.
- LUXEMBURGO, Rosa, *The Accumulation of Capital*, Routledge, 1951.
- LYSANDROU, P., "Globalization as Commodification", *Cambridge Journal of Economics*, núm. 1, 2005.
- MINSKY, H.P., *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986.
- _____, *John Maynard Keynes*, Londres, Macmillan, 1975.
- TOPOROWSKI, "El ciclo monetario vuelve a visitar a los países en desarrollo", en Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Orlík (eds.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, México, Miguel Ángel Porrúa-UNAM (La ciencias sociales segunda década), 2003, pp. 133-214.

*Meta inflacionaria, política monetaria,
y la regla incoherente de
“el subastador tiránico”*

INTRODUCCIÓN

LA POLÍTICA monetaria para una economía pequeña abierta todavía se deja como una extensión de segunda mano del caso de una economía cerrada. La presunción es que el modelo de economía cerrada presenta las características básicas de un caso general y por consiguiente pertinente para cualquier caso más “pequeño”. El capítulo resalta algunos rasgos que cuestionan la tradición, estableciendo que los eslabones productivos y financieros con el mercado internacional conforman una conducta estructuralmente diferente. La política monetaria es conducida mediante el manejo de ciertos precios fundamentales para la economía. Esos precios enviados por la autoridad monetaria —es decir, el banco central— incorporan una señal que es la meta inflacionaria. En una economía abierta, se debe agregar la búsqueda de capital externo necesario para cerrar al modelo. Este artículo presenta un modelo de política monetaria relevante para economías pequeñas y abiertas que están pasando por severos procesos de cambio estructural como parte esencial de una política que busca impulsar la creación y desarrollo de un mercado de capitales.

El artículo sugiere que las reformas estructurales y financieras siguieron realmente dos caminos: *a*) el de la reforma institucional de la política comercial, industrial y la reforma financiera; y *b*) el cambio a un nuevo modelo de política monetaria. Particularmente este último se asocia a lo esencial del nuevo modelo de política

* Universidad Autónoma Metropolitana-Xochimilco. México.

económica, que descansa sobre dos principios que suelen llamarse “fundamentos macroeconómicos sanos”, es decir: déficit público nulo e inflación cero. El funcionamiento real de este modelo ha llevado a un solo instrumento de la política económica activo: la política monetaria, reduciendo la política fiscal a un ajuste pasivo. La política monetaria opera a través del control de un vector compuesto por tres precios (E, i, w), E la tasa de cambio nominal, i la tasa de interés y w la tasa de salario. El vector de precios de base (VPB en adelante) lo recibe cada agente en la economía, quienes tienen que conformar sus planes económicos y acciones a ese vector de precios, sean de equilibrio o no para ellos. El problema se presenta porque el banco central sólo está atento a sus propios equilibrios, es decir: el balance público, el de balanza de pagos y el saldo con los bancos comerciales. No obstante, el banco central no está abierto a considerar los desequilibrios de los agentes privados, tales como el desempleo, créditos vencidos, etcétera. Es por eso que lo llamamos el modelo del “subastador tiránico”.

De esta forma, en una economía totalmente flexible los agentes privados están ante un desequilibrio frente al que tratan de ajustarse mediante: ajuste de precios, real o nominal; o a través de sus planes de inversión, por consiguiente de la cantidad producida. Tomando en cuenta el largo plazo, la competitividad también debe entrar como parte de la estrategia de ajuste, a través de la introducción de cambio tecnológico y organizacional, buscando incidir en la productividad del trabajo. El principal problema es que los agentes privados también podrían encontrar una manera de ajustarse temporalmente a través de la acumulación de deuda, lo que incide negativamente en el cambio estructural necesario para desarrollar el potencial exportador que se busca a través una reforma estructural. El programa de la reforma estructural en lugar de promover el crecimiento de la exportación productiva y fortalecer el mercado de capitales, termina por descansar en la acumulación de deuda externa.

La fuente de la dificultad es que el camino de ajuste realmente depende de la política monetaria. Es ahí donde encontramos los límites de política monetaria como una proyección del “su-

bastador tiránico”, debido a que el banco central genera impactos contradictorios en los sectores real y financiero.

LOS PROBLEMAS EN DISCUSIÓN

LA TEORÍA ortodoxa sobre la política monetaria descansa en una proposición contradictoria: la fundamentación micro descansa en un canal de transmisión de lo “monetario” a lo “real” en una especie de efecto de saldo real basada en la teoría cuantitativa, en tanto que la inflación y los fenómenos relacionados de desempleo son analizados a través de la relación entre la tasa de desempleo e inflación en lo que malamente se llamó “curva de Phillips”. Recientemente la relación entre la tasa de interés y la tasa de inflación se plantea en el modelo de Taylor.¹ En ambos casos, curiosamente, sin ninguna relación con el modelo básico de la teoría del valor. La introducción de expectativas en el modelo de equilibrio general condiciona sus resultados a que (vaya ex hipótesis) en todo momento y bajo cualquier circunstancia prevalece la misma condición de equilibrio real. No obstante, el problema de formación de precios y expectativas es que puede no ser un proceso necesariamente en equilibrio. Como Hahn y Solow han expresado (1998), el equilibrio postulado no se asocia a una consideración analítica sobre el proceso del desequilibrio. Por consiguiente, cualquier política que viene del lado monetario, ex hipótesis, siempre será neutral. Si las expectativas de precios son “racionales”, entonces cualquier solución para un solo agente representativo presuntamente siempre es de equilibrio.²

No obstante, para una economía pequeña y abierta la situación presenta una dificultad triple:

¹El problema aparece por la forma en que el dinero pretende ser introducido en la solución de equilibrio general. Patinkin (1965) lo expuso claramente. O bien, la solución del lado real y monetario es de equilibrio parcial, o el dinero resulta expulsado (Benetti, 1992). Si se introducen las expectativas, por ejemplo en los modelos de las generaciones traslapadas, la solución descansa en una condición peculiar: El ingreso futuro siempre es un dato y es conocido de antemano (Hahn, 1985). Por consiguiente, las acciones de agentes y la política monetaria no pueden influir en el resultado. Los efectos acumulativos, en esa clase de modelos son imposibles ser considerados (Hahn y Solow, 1998).

²Véanse Lucas (1972), Bernanke y Mishkin (1997), Álvarez y Lucas (2001).

- Modelos recientes ponen énfasis entre la expectativa de precios y la tasa de interés Taylor (1993, 2001), descuidando completamente las características particulares de una economía pequeña y abierta, como es evidente en Clarida *et al.* (2001), que ex hipótesis suponen que una economía abierta es isomórfica a una cerrada, por lo que las ecuaciones de precios no consideran incidencia alguna de la tasa de cambio. Tal característica es postulada, mas no se demuestra.
- Nada está claro sobre la transición de un estado de equilibrio a otro. Sabemos que los modelos de estática comparativa no pueden explicarlo (Fisher, 1999). Desafortunadamente, esta es la plataforma analítica desde la cual se dirige la política económica actual, es decir, una en que no pueden analizarse los efectos que mueven la economía de un estado a otro. La sola consideración de propiedades de bienestar de dos puntos de equilibrio parcial es insuficiente.
- El caso de una economía abierta plantea una pregunta esencial. De acuerdo con Ball (2001), la meta inflacionaria a través de la tasa de interés es ineficaz desde un punto de vista de optimalidad Pareto, porque descansa en un canal de incidencia que pasa por la restricción del ingreso. Sin embargo, perseguir la meta inflacionaria a través de ambos precios (E, i) en una economía abierta, puede ser eficaz si en lugar de una meta inflacionaria a corto plazo se enfoca al largo plazo.

Pero la sabiduría convencional en la teoría monetaria parece estar fuera de tono con la práctica común de la política monetaria. Blinder (1998) lo expresó en una idea muy clara: los bancos centrales no operan controlando la cantidad necesaria de dinero todos los días. Aún peor, parece ser imposible e inútil pretender controlar la cantidad de dinero en cualquier momento dado. Lo que los bancos centrales hacen es establecer como metas o referentes ciertos precios fundamentales para la economía. Blinder destaca para la economía americana la tasa de interés: es claro que esta tasa no es rígida, se controla con la intención de frenar la inflación y/o para atraer los capitales a la economía o cualquier otro

propósito que sea considerado pertinente (Álvarez y Lucas, 2001; Bernanke y Mishkin, 1997). La incidencia real de la política monetaria deviene entonces del manejo de los precios fundamentales para la economía. En el modelo cerrado se reduce a la tasa de interés. Para una economía abierta hay que agregar el tipo de cambio (E, i). La cantidad de dinero se ajusta endógenamente.

Pero el caso de una economía abierta es considerablemente más complejo, porque tiene que observar dos restricciones:

- el vector de precios debiera reconocer que hay una interacción compleja entre la tasa de interés y el tipo de cambio, que generalmente no es considerado en los modelos “macro” y “microfundamentados”; y
- esos dos precios, la tasa de interés y la tasa de cambio, son cruciales para la rentabilidad real de inversión y, en conjunto, para la estabilidad del sistema, particularmente para la relación entre los sectores real y financiero.

Por consiguiente, la construcción teórica necesaria para analizar la política monetaria tiene que ser una estructura que permita analizar los diferentes impactos de ambos, la tasa de interés y el tipo de cambio, en una estructura de precios que no necesariamente es homogénea. La formación de precios en una economía como esa, siempre está en el mundo de transacciones monetarias reales –parafraseando a Clower (1970), los “bienes compran dinero, el dinero compra bienes”– y está abierta a ajustes al vector de precios básicos que reciben: el tipo de cambio E y la tasa de interés i . Ese vector (E, i) , aun cuando está abierto a la interacción de diferentes mercados, tiene una interacción fuerte a través del mercado de capitales, pero siempre definida por el vector de precios que el banco central está enviando a la economía. El papel del banco central, como Blinder expuso, debería ser ayudar a encontrar los precios correctos para la economía. En una economía pequeña y abierta como México, puedo asegurar que el papel del banco central va incluso más allá, también incidiendo en el con-

trol del salario mínimo w . No obstante de momento no se analizará del todo la incidencia de w para facilitar el análisis.³

Aun cuando el lado real de la economía fuera “neutral” a los cambios en la cantidad de dinero, el funcionamiento actual de la política monetaria trabaja de otra manera, es decir a través de la estructura de precios. Esto no es negar que todos los días los bancos centrales intervienen como en el modelo clásico de operaciones de mercado abierto comprando y vendiendo bonos, dinero y divisas fuertes, pero siempre buscando sostener un cierto vector de precios $[E, i', w']$, mismo que expresa las metas de política. La proposición esencial es que la política monetaria actual puede entenderse mejor a través de un modelo que construya una relación entre el lado real y monetario, basado en una estructura de precios, a través de la relación que existe entre precios e inversión. Por consiguiente, el vínculo entre los sectores real y monetario es la forma en que los agentes interesados (las empresas) deciden la cantidad de inversión dada a un cierto vector del precio base $[E, i, w]$, y entonces formar una demanda de crédito. La política monetaria es entonces esencial para formar una demanda efectiva y el marco básico en que las empresas deciden su vector de precios. La coherencia del vector de precios se verá reflejada al final del proceso si las empresas pueden saldar sus deudas y/o recuperar el capital invertido. Dentro de este contexto la neutralidad de dinero no tiene sentido.⁴

³El control de salarios a través de la política monetaria se hereda del periodo de “políticas de ingresos” donde el control de precios y salarios son una herramienta necesaria para frenar la inflación. Sin embargo ahora forma una parte esencial de política monetaria.

⁴Hay una vasta literatura sobre la presumible “neutralidad”, “superneutralidad”, etcétera, de dinero. Generalmente consideran dos aspectos. El primero es que una solución de equilibrio general para el “lado real” preexiste. El dinero entra de una forma totalmente homogénea, tal que no puede perturbar la restricción del presupuesto ni los proyectos de gasto. Por consiguiente, ex hipótesis no hay manera en que puede tener incidencia alguna en la estructura de gastos, ni en el presente ni el futuro. Es peculiar que los “modelos macro” no trabajen con modelos verdaderamente de equilibrio general, porque de hecho no usan modelos con “agentes representativos”, tal que los verdaderos problemas de ajuste son ignorados. Por ejemplo, la manera en que los diferentes agentes reaccionarían a las diferentes valoraciones de las condiciones del mercado ante los distintos precios, partiendo de una situación que no fuera de equilibrio.

La literatura sobre el control de tasa de interés (Bernanke *et al.*, 2002; Taylor, 2001) transmite la idea de que la autoridad monetaria se preocupa por controlar sólo un precio: la tasa de interés. A grandes rasgos esto es atribuido a dos características en esa literatura: *a)* el marco es para una economía grande, de algún modo, como si fuera una economía cerrada, donde el tipo de cambio no se observa como una variable importante para el proceso de formación de precios en la economía; *b)* la presunción es que una vez que uno de ellos ha sido fijado (es decir, la tasa de interés), el otro se ajusta de manera consecuente. La condición anterior es poco realista para una economía pequeña y abierta cuya estructura de precios esta fuertemente ligada al tipo de cambio; el segundo ignora la posibilidad de que podría no haber convergencia en las expectativas que generan uno y otro. Esa forma de aproximación omite características importantes de las condiciones necesarias para el control en una economía cuyo sistema financiero está abierto a flujos financieros que pueden amenazar la política antiinflacionaria controlada a través de la tasa de interés. Estas condiciones son: una alta carga de deuda externa y su servicio, particularmente las obligaciones de agentes privados denominadas en dólares que pueden ir a bancarrota con una pequeña devaluación, aun cuando la tasa de interés no sea demasiado alta; el otro aspecto es que una economía como esa está expuesta a ataques especulativos, debido a la divergencia de las brechas inflacionarias presentes en la tasa de interés y el tipo de cambio respecto a una cierta meta de la inflación. Algunos modelos abiertos como en Ball (1997, 2001) descansan en un modelo *ad hoc* que incluye, además, una “curva de Phillips” donde el impacto del tipo de cambio es considerado de manera parcial. Es interesante observar que esta literatura reconoce que una meta inflacionaria en una economía abierta es ineficaz, porque el canal de incidencia de la política monetaria opera a través del nivel del ingreso. Ball considera que a “largo plazo” la meta inflacionaria mejora la eficacia de la política monetaria para frenar la tasa de inflación. En la práctica la autoridad monetaria tiene que utilizar elementos adicionales para anclar la tasa

de inflación, incluso la tasa de salarios y la intervención directa en la cantidad de crédito. El control de salarios ya no se reduce sólo a una herencia de los viejos tiempos de las políticas de ingreso en las que los precios estaban engarzados y la indexación de los salarios llevó a una inflación acelerada.⁵

El funcionamiento del VPB $[E, i, w]$ puede tener una fuerte similitud con el modelo normal del subastador walrasiano. Recordemos que la imagen del subastador walrasiano es una figuración a partir de la cual las funciones de oferta y demanda forma un vector de precios de equilibrio general. El vector de precios es enviado por el subastador y, dadas las ecuaciones de exceso de demanda (una para cada agente en la economía) se registran los signos de desequilibrio para cada mercado, con los que el subastador amablemente ajusta el vector de precios. El proceso se repite hasta que cada agente y todos los mercados están en equilibrio. Es entonces cuando el intercambio puede tener lugar.⁶

El funcionamiento del VPB enviado por el “subastador tiránico”, es decir, el banco central, difiere fundamentalmente en tres aspectos:

- Hay una institución que trabaja como un *subastador real*, a saber el *banco central*. No a través de la subasta de dólares o instrumentos de deuda como en la práctica común, sino a través del VPB dado por la política monetaria: $[E, i, w]$.
- El banco central tiene una imagen de equilibrio a partir de una serie de *balances* que él realmente puede observar y que son de su mayor preocupación, a saber: *el déficit de cuenta corriente, el saldo con el sistema bancario, y el balance del sector público*. En algunos casos podría considerar otros equilibrios esenciales para la sociedad, aunque no para las ecuaciones de la econo-

⁵Hoy día, de acuerdo con el Banco de México la tasa de salario constituye el ancla más importante en la tasa de inflación, no porque considere que tiene una fuerte incidencia en la inflación, sino porque de hecho en los otros dos precios básicos, el interés y el tipo de cambio, no tiene un instrumento suficientemente consistente.

⁶Existe una vasta literatura cuestionando la relevancia de este resultado, porque da lugar a un equilibrio que no podría relacionarse en absoluto a las transacciones monetarias (Hahn, 1985).

mía, como son la tasa de desempleo y la tasa de crecimiento. No obstante, ésta no es necesariamente la norma.

- El banco central no considera –y parece no ser capaz o estar interesado– en el equilibrio real de los principales agentes económicos que son las empresas y los trabajadores: por consiguiente, ignora la acumulación de la capacidad productiva ociosa, desempleo y las deudas incobrables.

Las últimas dos características me llevaron a nombrar a este modelo como el del “subastador tiránico” (en adelante ST), porque es el banco central quien envía el VPB sin considerar la incidencia de éste en el vector de precios de los agentes económicos. Esto no ocurre como una rigidez. El ST incluso ajusta diariamente el VPB, pero no necesariamente en respuesta al desequilibrio percibido por las empresas. Por consiguiente, es posible que el ST considere que está haciendo muy bien su trabajo por lo que se refiere a sus propios equilibrios, incluso podría considerar que ha sido flexible en respuesta a las señales del mercado –como en un modelo de flotación cambiaria– sin embargo, siendo incapaz de observar las dificultades de los agentes involucrados –es decir las empresas– para sobrevivir a esas señales de precios.

El capítulo está dividido en cuatro apartados. El segundo introduce un modelo de decisión de inversión y formación de precios –incluyendo el impacto de la tasa de interés– relacionado con la decisión de inversión. El modelo es una extensión de Ortiz (2003-2004), siguiendo el modelo de Eichner (1984) sobre la necesidad de considerar los costos financieros sobre los precios, incluyendo las dificultades introducidas por un sistema financiero que proporciona crédito y exige ser saldado. Nuestra disputa es que la actual y más importante dificultad para cerrar el sistema –es decir, la capacidad de las empresas de cubrir sus deudas– ha sido el punto ciego del modelo de política monetaria del subastador tiránico, que ignora los déficit privados. El último apartado presenta algunas conclusiones preliminares sobre política económica.

El marco general del modelo macroeconómico que se presenta se concibe como un modelo de circuito (Rochon, 1999).

INVERSIÓN Y FORMACIÓN DE PRECIOS. EL AJUSTE MACROECONÓMICO

LA VISIÓN macroeconómica esencial descansa en un modelo de circuito simple que puede representarse a través del esquema. La solución del modelo se presenta en dos niveles:

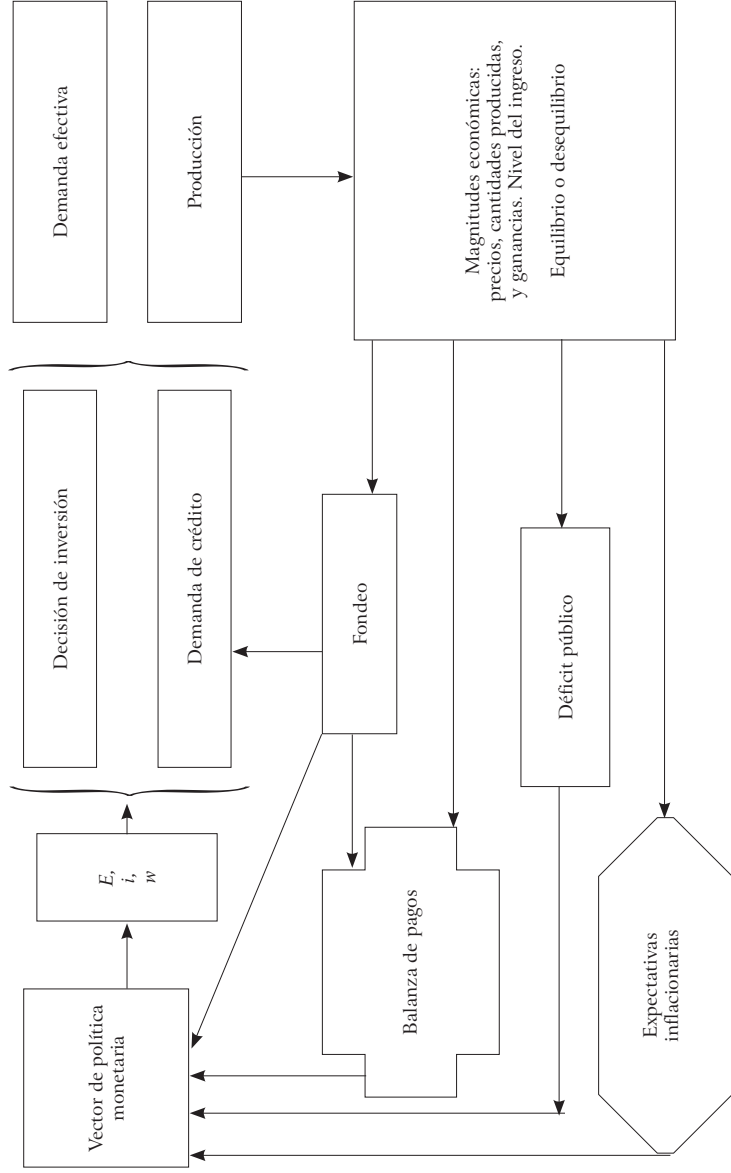
- El primero considera la estructura entera del modelo y consiste en resolver la decisión de inversión-crédito con la decisión de inversión y formación de precios como un dual.
- El segundo exige tratar con la secuencia de la decisión de inversión, el avance de la inversión y la realización de producción; que es la creación de una demanda efectiva,⁷ la solución de precios y cantidades realizadas en el mercado y el retorno del capital invertido en la forma del crédito obtenido. Evidentemente este es un problema dinámico.

Este capítulo se enfoca en el primer problema y, dados los límites de espacio para un capítulo, sólo proporciona un primer acercamiento en algunos de los problemas propuestos por el segundo problema. La decisión de inversión está en el corazón del modelo, sea desde el punto de vista de agregados macro, pero también para la estructura de precios y la capacidad financiera. Sin embargo, el marco esencial de la política económica está dado por la política monetaria.

Asumiendo una economía de un periodo y que la cantidad de capital inicial aportado como inversión es: $I_i = \sum x_{ij} P_j + X^m P^m E + wL_i - F_i(i)$, (1), desde el punto de vista de formación de precios también puede leerse como la suma de los costos fijos y los costos variables más los costos financieros; por consiguiente, la cantidad que deber ser recuperada es: $\sum x_{ij} P_j + X^m P^m E + wL_i + F_i(i)$, más un margen de ganancia Π esperado. $F_i(i)$ representa el costo financiero de la deuda incurrida para hacer la inversión.

⁷O la "demanda efectiva" como en Torrens (1821), donde los fondos adelantados para comprar los insumos y el trabajo forma la base de una demanda efectiva.

POLÍTICA MONETARIA EN UN MODELO DE TEORÍA DE CIRCUITO



Por consiguiente, la decisión de inversión requiere una optimización de la relación del valor del capital inicial I , y los recursos productivos comprados para la producción, dados los precios de base $\{P_i / P_j, E, i, w\}$. El problema de optimización considera como dada la tecnología (los coeficientes de otros bienes que son usados en la producción más el trabajo), y el vector de precios de base enviado por el ST. De momento suponemos rendimientos constantes a escala. La restricción se fija por el tamaño de la cantidad de capital disponible. es decir: $I_i = H_i + F_i(i) + F_i(i^*)E$, donde H es el capital que ya poseía y F el capital que se obtuvo a través del endeudamiento.

Es importante comprender que tenemos, de hecho, tres problemas analíticos:

- a) El primero es la decisión de inversión por parte de las empresas, que a su vez tienen dos problemas asociados: la inversión-formación de precios y la decisión inversión-financiamiento, tratando estos problemas como un dual.
- b) El segundo es el equilibrio del ST, a quien le conciernen al menos tres balances dentro de su dominio: el equilibrio de los bancos y la cuenta externa y el balance gubernamental.
- c) La tercera es la incidencia de la política monetaria a través del VPB en el déficit público.

Sobre el primero, las empresas maximizan el valor del producto obtenido $P_i Q_i$ con las ganancias $\{\sum x_{ij} P_j + X^m P^m E + wL_i\}$ como inversión inicial, dada la restricción del capital disponible, que es $\{I_i = H_i + F_i(i) + F_i(i^*) E\}$. Este es el valor de la cantidad que se espera sea recuperada: $P^*_i Q^*_i$. Por consiguiente, el problema de maximización de empresas tiene dos partes:

- El primero es la decisión inversión-formación de precios: $(\sum x_{ij} P_j + X^m P^m E + wL_i) (1 + \pi^*_i)_i + F_i(i) \geq P^*_i Q^*_i (2)$. Esto implica que la empresa estará deseosa de invertir en aquellos medios de producción necesarios para obtener cierta cantidad

de producción Q^*_i a un precio que refleja la expectativa P^*_i para recuperar el capital adelantado.

- El segundo relaciona la decisión de inversión-financiamiento: $I_{it} = <[(\sum x_{ij} P_j + X^m P^m E + wL_i] (1 + \pi^*_i)_{it} + F_i (i)_t] (3)$, esto es que el excedente obtenido debe ser suficiente para pagar el crédito, más los intereses.

La decisión del ST tiene tres partes. Uno considera la restricción presupuestal del *sector bancario*:⁸ $[\sum F_i (i) - NPA_i(i)] + BH_i = [(\sum D_i) + BL_i (i^*)E]$, donde $\sum F_i$ es la suma de los préstamos concedidos por los bancos; NPA son los créditos irrecuperables; D los depósitos, sean de empresas o individuos; $\sum D_i = (\sum F^i + D^a)$; $BL_i (i^*) E$ son las obligaciones con bancos extranjeros; y el capital de los bancos es representado por BH .

El segundo equilibrio en el que el ST está interesado es *la cuenta externa* que puede ser considerada por la variación en las reservas: $RX = (X(E) - M(E)) + (D_e^*(i^*) + FDI(\pi, i, (p^* - p)) + AKF(i, p) - (D_p^*(i^*)) - (A^*_a))$, donde $X(E)$ son las exportaciones; $M(E)$ las importaciones; $D_e^*(i^*)$ el total de la deuda externa (pública y privada); $FDI(\pi, i, (p^* - p))$ la inversión extranjera directa; $AKF(i)$ movimientos autónomos de capital; $D_p^*(i^*)$ el servicio de la deuda externa; y A^*_a la amortización de la deuda externa. Consideremos la balanza comercial como $[(X(E) = \chi(P^*_x Q^*_x E))$ y $(M(E) = \mu(P^*_m Q^*_m E))]$ que expresa el balance de la cuenta como una función de los precios que los artículos exportables e importables pueden tener en el mercado internacional. Las condiciones en el mercado del dinero-capital pueden afectarse por el movimiento de los flujos del capital autónomo: $AKF = \mu [(i_a - p) - (i^* - p^*)]$, donde p y p^* son la tasa de inflación interna y externa.

Estos dos equilibrios, la cuenta externa y el de los bancos determinan el nivel de ingreso junto con el nivel de inversión.

El tercer equilibrio en el que el ST está interesado es el *del sector público*, el cual puede ser expresado como una restricción presupues-

⁸ La expresión para el equilibrio entero parecería como: $[\sum F_i - NPA_i + A^i] + BH_i + BR_i + CBCH = [(\sum F_i + D^*) + \sum F^*(E)]$, donde A es para los recursos, BR para las reservas de los bancos y $CBCH$ los depósitos en el banco central.

taria: $Z = \tau Y(E, i) - G - iD_g - i^*ED_g^*$, donde Z es el déficit público; Y el ingreso actual, i la tasa de interés; y D_g la deuda pública. El asterisco (*) denota las variables internacionales.

El ST expresa sus metas a través del VPB. Las metas son una tasa de inflación particular p^* y una cierta cantidad de recursos externos para servir el refinanciamiento de la deuda externa. Por consiguiente el ST reconocerá el resultado del instrumento de política monetaria en cualquier desviación de la tasa de inflación p a la anunciada ($p^* - p$) y a través de los cambios en las reservas RX . También podría considerar el equilibrio de los bancos, dados los cambios en el coeficiente de los créditos que no se recuperan $\gamma = (\Sigma NPA / \Sigma F)$.

Bajo el modelo de metas usual, E se establecería como una ancla para cualquier expectativa inflacionaria. Consecuentemente el ajuste principal sería la tasa de interés. Con una deuda externa importante, el banco central intentará controlar la brecha externa, y es probable que siga políticas monetarias comunes, tales como:

- En caso de pérdidas en reservas externas RX , o bien se ajusta el ancla nominal E' o aumenta la brecha real entre la tasa de interés interna y externa ($i - i^*$). Si el ST cree que a largo plazo está controlando la inflación a través del tipo de cambio, probablemente fijara E' y aumentará la brecha de la tasa de interés.
- En caso de un deterioro del déficit público, el ST podría ajustar la tasa de interés para frenar la expansión de una demanda efectiva y atraer el financiamiento necesario a través de instrumentos de deuda.
- La percepción de problemas en los bancos comerciales puede ser difícil de aceptar o reconocer. Aquí suponemos que el ST es sensible al aumento de los créditos irrecuperables ($NPA(i)$), y que es una función positiva de la tasa de interés. Un aumento en NPA podría frenar la recuperación de los créditos concedidos quizás a través de un incremento en la tasa de interés para “enfriar” el “sobrecalentamiento” de la economía.⁹

⁹Por ejemplo poniendo un premio a préstamos adicionales al sector público.

La dificultad se encuentra en la valoración y coordinación de los probables efectos de tales políticas, mismas que analizaremos en el marco analítico del modelo del sr.

El problema estructural de las empresas tiene dos procesos mutuamente relacionados: uno sobre precios, a saber, que la cantidad producida y vendida debe acercarse al valor esperado $P^*_i Q^*_i$ que se esperaba al tomar la decisión de inversión; el otro relaciona la decisión de inversión con la forma de financiamiento y el vector de precios esperado. La proposición principal es que estas condiciones plantean un problema dual.

Si la ecuación de precios se expresa en términos unitarios, la decisión de inversión-financiamiento puede ser representada como la maximización de la tasa de ganancia después de pagar los costos financieros:

$$\Pi^* = \phi_i [I_i - [(\sum a_{ij} P_j + a^m P^m E + w l_i) (1 + \tau_i)] - f_i(i_t)] \quad (4)$$

Las condiciones de primer orden son:

$$\frac{d\phi_i}{dp_i} = -\phi_i a_{ij} (1 + \pi_i) = 0$$

$$\frac{d\phi_i}{dE} = -\phi_i a^m p^m (1 + \pi_i) = 0$$

$$\frac{d\phi_i}{dw} = (-\phi_i l_i) \pi_i = 0$$

$$\frac{d\phi_i}{di} = \phi_i (1 + f'_i(i)) = 0 \quad , \text{ para un } E \text{ dado.}$$

Por consiguiente, la función de reacción para la determinación de precios es:

$$\frac{dp_i}{dE} = -\frac{a^m P^m \pi_i}{(-a_{ij}) \pi_i} = -\frac{a^m P^m}{(-a_{ij})} \quad (5) \text{ que refleja que } E \text{ tiene una incidencia que depende del tamaño de las importaciones y la}$$

interdependencia sectorial; y, $\frac{dp_i}{di} = \frac{(1 + f'_i(i))}{-a_{ij}(1 + \pi_i)}$ (6). Esto signi-

fica que para que un incremento en la tasa de interés tenga una incidencia negativa en los precios, será eficaz si y sólo si la empresa es capaz de evitar el impacto sobre la rentabilidad π . El éxito en reducir la inflación a través del incremento de la tasa de interés depende entonces de la dinámica de ajuste en la rentabilidad.

$$\frac{dp_i}{dw} = -\frac{l_i}{a_{ij}} \quad (7)$$

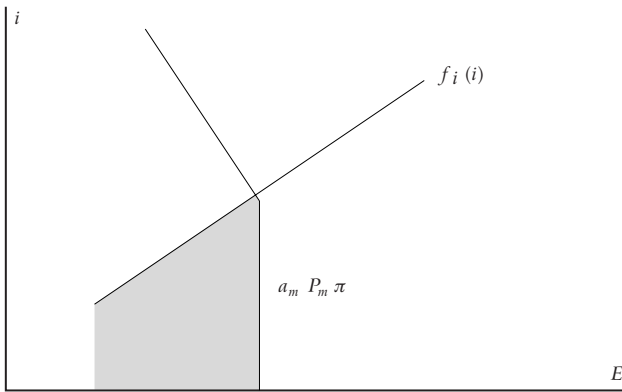
refleja que los salarios tienen una incidencia que depende del coeficiente de productividad tal, que entre más alta sea la tasa de crecimiento de la productividad, más pequeño el impacto presumiblemente inflacionario de un aumento en los salarios

reales. Resolviendo (6) en (5) tenemos, $\frac{dE}{di} = \frac{(1 + f'_i(i))}{-a^m P^m (1 + \pi_i)}$ (8)

la cual muestra que el coeficiente de elasticidad es muy sensible al financiamiento y a la demanda de importaciones. Esta es una relación compleja por dos razones. La primera es que cuando sube $f'_i(i)$ disminuye π . No obstante aunque la relación entre di y dE generalmente será negativa, los aumentos de la tasa de interés pueden subir incluso hasta provocar una rentabilidad negativa. Hay un punto en el que el costo financiero absorbería el excedente obtenido, dejando sin ganancia a la empresa. Los incrementos en el costo del financiamiento podrían entonces arrojar pérdidas. La gráfica 1 representa el costo financiero $f(i)$ como función positiva de (i) . El impacto en la rentabilidad estará medido en proporción al peso de las importaciones.

El área debajo de la función $f(i)$ representa las posiciones viables para la empresa. Hacia arriba o a la derecha la empresa tendría pérdidas. Pero también con respecto al costo de las importaciones, los puntos a la derecha implicarían pérdidas. Por consiguiente, la posición viable de la empresa es el área sombreada.

GRÁFICA 1
LA RESTRICCIÓN INVERSIÓN-FINANCIAMIENTO

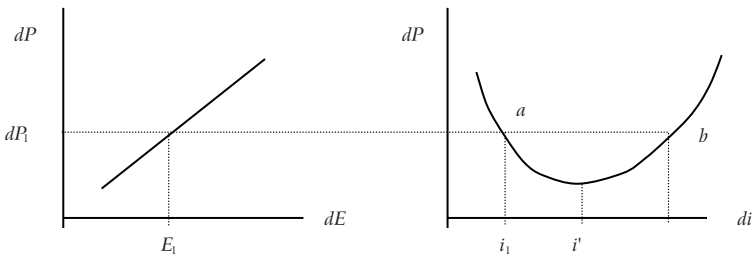


¿Cómo funciona para las empresas? Tomemos sus funciones de precios en E e i .

$$\frac{dp_i}{dE} = - \frac{a^m P^m (1 + \pi_i)}{(-a_{ij})(1 + \pi_i)} = - \frac{a^m P^m}{(-a_{ij})} \text{ y } \frac{dp_i}{di} = \frac{(1 + f'_i(i))}{-a_{ij}(1 + \pi_i)} \quad (5 \text{ y } 6)$$

Dada la forma y signos de estos coeficientes, la función de reacción de precios se comporta en una de las dos siguientes formas:

GRÁFICAS 2 Y 3
FUNCIONES DE REACCIÓN DE PRECIO A dE Y di



El coeficiente asociado a dP/dE es inequívocamente positivo, mientras el coeficiente asociado inicialmente a dP/di es negativo por encima del punto i' . Si las expectativas inflacionarias están siguiendo el movimiento de forma consistente con la tasa de inflación, la única manera en que la autoridad monetaria puede manejar ambos es si son el mismo, digamos dP_1 . Por consiguiente, el par $[E, i]$ podría ser consistente con una expectativa inflacionaria particular $E(P_i)$ en donde el tipo de cambio para la tasa de interés puede ser consistente con dE y di al nivel dP_1 . La dificultad empieza por el hecho de que dos tipos de cambio pueden ser consistentes para la tasa de interés con dP , el primero implica una disminución de la inflación y el segundo una expansión de la inflación. Este problema se introduce por el hecho de que las expectativas inflacionarias no son estacionarias en (a). Podría ser el caso en el punto (b). Si por un acto divino el ST enviara el vector $[E_1, i_1]$, podría al menos tener un vector de precios consistente con las expectativas inflacionarias. No obstante, una vez que un par $[E_1, i_1]$ prevalece, no hay posibilidad de que la conducta del mercado lleve a ese punto. Dado el vPB , ¿el ST estará dispuesto para tratar de alcanzar o deducir tal punto de equilibrio? Como podemos deducir, desde la posición del ST no necesariamente es capaz de mantener sus propios equilibrios.

La visión del ST sobre *los equilibrios de los bancos* se expresa maximizando la siguiente función de los recursos de los bancos, BA : $\beta[\Sigma F_i(i) - NPA_i(i)] + BH_j - [(\Sigma D_i) + BL_i(i^*)E]$, cuyas condiciones de primer orden son:

$$\frac{dBA}{di} = -\beta[\Sigma f'_i - (\eta'_{(i)})] = 0; \text{ donde } \eta' \text{ es la primera derivada de } NPA \text{ respecto de } i$$

$$\frac{dBA}{dE} = -\beta[\lambda'_{(i)}(i^*)E + \lambda'_E(i^*)] = 0$$

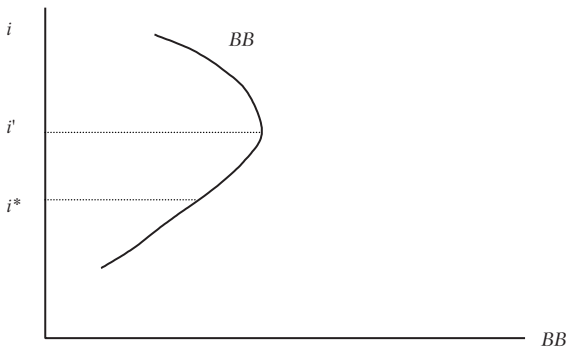
Esto muestra los cambios en los recursos de los bancos:

$$\frac{dE}{di} = \frac{[\Sigma f'_i - \eta'_{(i)}]}{\lambda'_{(i)}(i^*)E + \lambda'_{(E)}(i^*)} \quad (9).$$

Donde λ' es la primera derivada

de las obligaciones de los bancos en la tasa de interés, suponiendo que, $\eta'_i > 0$, $\lambda'_{(i)} < 0$ y $\lambda'_{(E)} > 0$. El numerador presenta el valor neto de los recursos de los bancos ante cambios en la tasa interna y externa de interés y el tipo de cambio. El denominador puede leerse como los cambios de la brecha entre la tasa de interés interna real y la externa. Esta brecha puede ser función del grado de sobrevaluación del tipo de cambio. Por consiguiente, el incremento de la brecha alimentaría aún más la necesidad de aumentar la tasa de interés, creando así una burbuja especulativa. La gráfica 4 presenta los puntos donde el equilibrio presupuestal puede guardarse y mantener el equilibrio, mismo que se puede comportar como sigue:

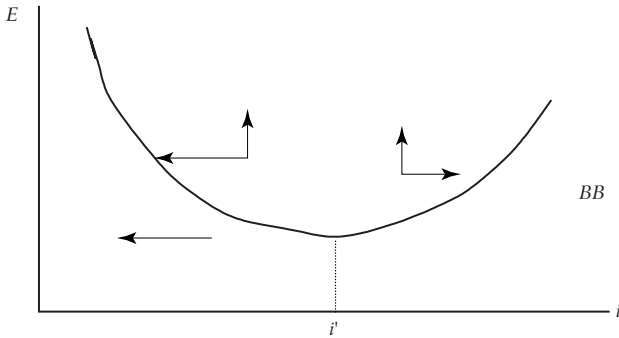
GRÁFICA 4
FUNCIÓN DE EQUILIBRIO DE LOS BANCOS



Por consiguiente hay un punto en el cual los aumentos continuos en la tasa de interés llevarían a una reducción en el valor neto del saldo de los bancos debido al aumento de *NPA*. Si el tipo de cambio se ajusta hay un impacto en *BB* que depende del peso de las obligaciones externas, por consiguiente induciría un despla-

zamiento hacia la izquierda de la curva. El comportamiento de BB en un plano de $[E, i]$ es:

GRÁFICA 5
LA FUNCIÓN DE EQUILIBRIO DE LOS BANCOS



Hay un límite por consiguiente para el ajuste de la tasa de interés vía contención del tipo de cambio. Después de ese punto, los continuos incrementos en la tasa de interés induciría a una devaluación.

La condición de la cuenta externa es maximizar las reservas externas.

$$RX = \chi \{ (X(E) - M(E)) + (D^*_{E}(i^*)E + FDI(\pi, i) + AKF(\mu[(i_d - p) - (i^* - p^*)]) - (D^*_{p}(i^*) - (A^*_{d})) \} \quad (10)$$

Las condiciones de primer orden son:

$$\frac{dRX}{dE} = \chi X'_E - \chi M'_E + \chi D^*_{E'}(i^*) - \chi D^*_{Ep}(i^*) = 0$$

$$\frac{dRX}{di} = \chi D^*_{(i)}(E) + \chi b' + \chi \mu'_i - \chi \mu'_{p_e} - \chi \mu'_{i^*} + \chi \mu'_{p^*} - \chi D^*_{(pi)}(i^*) = 0$$

donde; $\frac{dX}{dE} = X'_E > 0$, $\frac{dM}{dE} = M'_E < 0$, $\frac{dD^*}{dE} = D^*_{E'} \approx 0$;

$$y \frac{dD^* E}{dE} = D^*_{E'}(E) > 0$$

$$\frac{dD^*}{di} = D^*_{(i)}; \quad \frac{d(fbi)}{di} = b' > 0; \quad \frac{dAKF}{di} = \mu'_{i'}; \quad \frac{dAKF}{dp/di} = \mu'_{p'_e};$$

$$\frac{d(AKF)}{di} = \mu'_{i^*} \approx 0; \quad \frac{d(AKF)}{dp^*/di} = \mu'_{p^*_e} \approx 0; \quad \frac{dD^*}{di/dp} = D^*_{(pi)} > 0$$

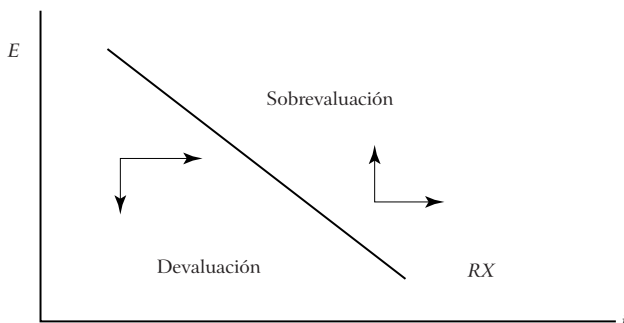
La función de la cuenta externa presenta los puntos de equilibrio de la balanza de pagos para diferentes $[E, i]$.

$$\frac{dE}{di} = \frac{D^*_{(i)}(E) + b' + \mu'_{i'} - \mu'_{p'_e} - \mu'_{i^*} + \mu'_{p^*_e} - D^*_{(pi)}(i^*)}{X'_E - M'_E + D^*_{E'}(i^*) - D^*_{Ep}(i^*)} \quad (11)$$

El comportamiento estándar, si el efecto sustitución es mayor que el efecto ingreso será: $D^*_{(i)} > 0$. Por otra parte, $D^*_{(i)} < 0$; $b' > 0$, $\mu'_{i'} > 0$; $\mu'_{p'_e} < 0$; $\mu'_{i^*} \approx 0$; $\mu'_{p^*_e} \approx 0$. No obstante, estos comportamientos tienen que ser observados cuidadosamente. Incrementos significativos en la tasa de interés pueden ser percibidos con cautela en los mercados internacionales e incluso rechazarlos si se creen insostenibles. La deuda externa pública y privada (D_p) podría no cambiar con los aumentos en la tasa de interés interna, excepto si hay un efecto sustitución que lleve a una deuda externa mayor. Pasando por alto los efectos de una devaluación, el comportamiento más común y simple se refleja en la gráfica 6:

La condición $(X'_E - M'_E) = [(X : \chi(Y^*, P_x E)) - (M : \mu)Y, P_m E)] > 0$ se da si las condiciones Marshall-Lerner prevalecen. Ante una devaluación, el nivel de deuda externa será reducido probablemente después del primer impacto: $D^*_{E'} < 0$ y $D^*_{Ep} < 0$. Aunque la forma general parece ser una relación negativa, hay varias posibilidades de introducir una conducta bastante compleja. Pero

GRÁFICA 6
LA FUNCIÓN DE CUENTA EXTERNA



nada excluye la posibilidad de un giro si la condición Marshall-Lerner no se cumple o si el flujo de capital entrante fuera menor que el servicio de la deuda, el pago de los intereses más la amortización.

La tercera condición en la que el ST está interesado es *el balance público*, es decir:

$Z = \tau Y(E, i) - G - iD_g - i^*ED_g^*$, para el cual las condiciones de primer orden son:

$$\frac{dZ}{dY} = t'(E) + t'(i)$$

$$\begin{aligned} \frac{dZ}{di} = & \tau (Y'_i | E) - \left(\frac{i}{di} \right) D_g - i \left(\frac{dD_g}{di} \right) - \left(\frac{i^*}{di} \right) D_g^* - \\ & - i^* E \left(\frac{dD_g^*}{di} \right) - i^* D_g^* \left(\frac{dE}{di} \right) \end{aligned}$$

y

$$\frac{dZ}{dE} = \tau (Y'_E | i) - \left(\frac{i^*}{dE} \right) D_g^* - i^* \left(\frac{dD_g^*}{dE} \right)$$

Por consiguiente:

$$\frac{dE}{di} = \frac{\tau(Y'_i | E) - \left(\frac{i}{di}\right) D'_g - i \left(\frac{dD'_g}{di}\right) - \left(\frac{i^*}{di}\right) D^*_g - i^* E \left(\frac{dD^*_g}{di}\right) - i^* D^*_g \left(\frac{dE}{di}\right)}{\tau(Y'_E | i) - \left(\frac{i^*}{dE}\right) D^*_g - i^* \left(\frac{dD^*_g}{dE}\right)}$$

Suponiendo que $\frac{i}{di} = i'_i > 0$ y $\frac{i^*}{di} = i^{*'} \approx 0$ y $\frac{dD^*_g}{di} = D^{*'} \approx 0$

y $\frac{i^*}{dE} = i^{*'} \approx 0$ dada la premisa de una economía pequeña y abier-

ta, y que $\frac{dD'_g}{di} = D'_i > 0$, pero $\frac{dD^*_g}{dE} = D^{*'}_E > 0$

Despejando para dE/di encontramos:

$$\begin{aligned} \frac{dE}{di} &= \frac{\tau(Y'_i | E) - i'_i D'_g - i D'_i}{[\tau(Y'_E | i) - i^* D^{*'}_E][1 + i^* D^*_g]} = \\ &= \frac{\tau(Y'_i | E) - i'_i D'_g - i D'_i}{\tau(Y'_E | i) - \tau(Y'_E | i)(i^* D^*_g) - i^* D^{*'}_E - i^* D^{*'}_E (i^* D^*_g)} \quad (12) \end{aligned}$$

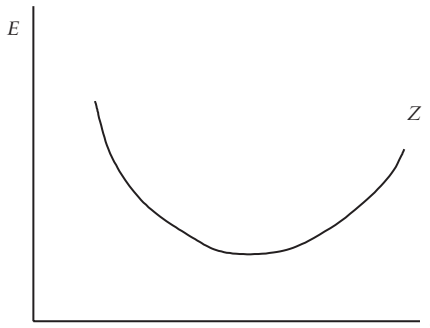
Para comprender la conducta de esta función tenemos que considerar los efectos en el ingreso (Y) por cambios en E e i . Si hay Δi lleva ∇Y entonces $Y'_i < 0$. En este caso el impacto de una devaluación podría ser ambiguo. A la larga quizás ΔE podrían llevar a ΔY , por consiguiente $Y'_E > 0$. Pero en el corto plazo el caso es opuesto: ΔE podrían llevar a un ∇Y temporal, por consiguiente $Y'_E < 0$. Bajo estos supuestos el numerador es inequívocamente negativo. Pero a la larga el denominador podría cambiar dependiendo de: si $\tau(Y'_E) > (i^* D^*_g)$, es decir, un aumento en la recaudación tributaria debido a un aumento en el ingreso atribuible a la devaluación es mayor que el aumento en el valor de la

deuda externa, entonces el denominador sería positivo. Pero si $(Y'_E) < (i * D^{*1}_E)$, entonces el denominador sería negativo.

Por consiguiente tendríamos dos casos relevantes: en el corto y largo plazo, cuando el cambio en la recaudación de impuestos es mayor que el aumento en el valor de la deuda externa, tenemos:

GRÁFICA 7

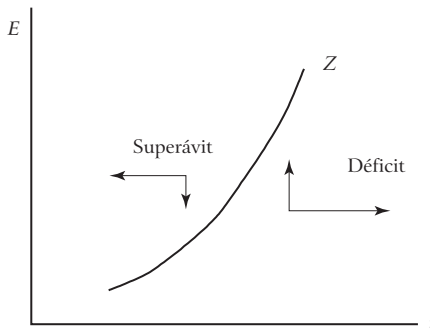
LA FUNCIÓN DE EQUILIBRIO FISCAL A LARGO PLAZO



En el corto plazo cuando la recaudación de impuestos sea menor que el incremento en el valor de la deuda externa, tendremos:

GRÁFICA 8

LA FUNCIÓN DE EQUILIBRIO FISCAL EN EL CORTO PLAZO



La curva Z representa el promedio del cambio en la deuda interior y el servicio de esta deuda al cambio en la deuda externa y su servicio debido al cambio en $[E, i]$. A la derecha de Z la deuda está creciendo debido a una alta i , mientras a la izquierda la deuda crece debido a una baja tasa de crecimiento del ingreso.

Ahora tenemos que considerar la manera en que las empresas y el ST evalúan las posibles vías de ajuste con un vector de precios base en particular.

Las condiciones de equilibrio de las empresas se pueden representar por la ecuación de inversión-financiamiento $\frac{dE}{di} = \frac{(1 + f'_i(i))}{-a^m P^m (1 + \pi_i)}$.

Esta ecuación dice que hay un límite para (i) para que la economía conserve oportunidades de inversión. Después de ese límite, una excesiva tasa de interés induciría a que algunas empresas fueran incapaces de pagar sus préstamos. En esta dirección debemos hacer hincapié en (i') en la gráfica 4 donde la función de equilibrio del banco BB encuentra el punto más bajo donde los incrementos excesivos en la tasa de interés llevarían a una reducción del valor de los recursos del banco. ¿Es posible que el ST identifique esta situación? La respuesta es no, si sólo se preocupa por sus tres equilibrios.

Empecemos con una situación donde el ST tenga en equilibrio sus tres balances en un punto como (a) en la gráfica 9, donde las tres condiciones se reúnen. En un punto como (a) la solución para las ecuaciones 9, 11 y 12, sería:

$$BB: \frac{dE}{di} = \frac{[\Sigma f'_i - \eta'_{(i)}]}{\lambda'_{(i)}(i^*)E + \lambda'_{(E)}(i^*)} \quad (9)$$

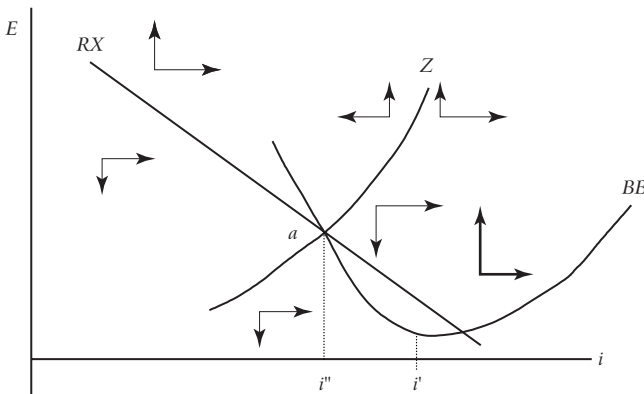
$$RX: \frac{dE}{di} = \frac{D'_{(ci)}(E) + f di' + \mu'_i - \mu'_{p_e} - \mu'_{i^*} + \mu'_{p^*e} - D'_{(pi)}(i^*)}{X'_E - M'_E + D'_E(i^*) - D'_{Ep}(i^*)} \quad (11)$$

$$Z: \frac{dE}{di} = \frac{\tau(Y'_i | E) - i' D'_g - i D'_i}{[\tau(Y'_E | i) - i^* D^{*'}_E][1 + i^* D^*_g]} =$$

$$= \frac{\tau(Y'_i | E) - i' D'_g - i D'_i}{\tau(Y'_E | i) - \tau(Y'_E | i)(i^* D^*_g) - i^* D^{*'}_E - i^* D^{*'}_E (i^* D^*_g)} \quad (12)$$

Pero tal solución, si es que existiera sería inestable. Una solución para el balance de los bancos y el déficit público es razonable en el corto y largo plazo, incluso bajo las dos condiciones observadas para el sector público. Pero la condición para el sector externo podría ser difícil de encontrar, aun cuando asumamos que es lineal, por ejemplo:

GRÁFICA 9
EL ST CONDICIONES DE EQUILIBRIO



Nota: Equilibrio de los bancos (BB), equilibrio de déficit público (Z) y el equilibrio externo (RX).

La flecha más gruesa a la derecha representa el área dónde los excesivos aumentos de i llevarían a una devaluación y una crisis financiera. Aquí tenemos tres problemas analíticos. El primero es la existencia de un equilibrio, el segundo normalmente son las condiciones de estabilidad. No obstante tenemos que agregar un tercero, que de hecho es la pregunta relevante: en estas condiciones, ¿la política monetaria puede ser operacionalizada? es decir,

¿puede funcionar?, ¿es factible?, ¿cómo puede el banco central hacerlo? La gráfica describe una situación donde, si el ST implementara una política sumamente exitosa que nos llevara al punto (a), tendríamos equilibrio pleno. No obstante el problema no puede reducirse a las condiciones de estabilidad de los tres equilibrios. Las condiciones de estabilidad, bajo los supuestos comunes, muestran que el punto (a) es insostenible para los tres equilibrios. Las condiciones de estabilidad de la balanza de pagos necesita de un incremento en la tasa de interés y que el tipo de cambio disminuya mientras que el saldo con los bancos requiere de una menor tasa de interés así como un menor tipo de cambio que tenga efectos en el ingreso. El desplazamiento es inevitable, aun cuando el sector público estuviera en equilibrio. Por el contrario, si la política monetaria sostiene un E fijo, un déficit comercial creciente fácilmente prevalecerá evolucionando de acuerdo con la tasa de interés.

Por consiguiente planteemos el problema de nuestra tercera pregunta, ¿cómo puede el banco central hacer la política operacionalmente viable? Por experiencia del caso mexicano en 1995, sabemos que el banco central podría estar dirigiendo una política asentada en un equilibrio en la cuenta fiscal con la creencia de que tal política representaría un compromiso del ST con la estabilidad de precios. Por experiencia también sabemos que el desequilibrio en la balanza comercial y en los bancos crecieron hasta que alcanzaron un punto de colapso donde los aumentos en la tasa de interés, como en el punto (i'), no permitían obtener crédito en el mercado internacional. Otra experiencia igualmente dramática, la crisis Argentina en 2001, muestra que una política enfocada en reducir el déficit comercial sostenido por endeudamiento de los bancos era incapaz de durar porque produce un enorme déficit público. Ambos casos muestran dos características. Si hay un déficit que puede manejarse usando recursos externos, será temporal hasta que el mercado de capitales considere que es demasiado frágil y deje de prestar. Pero también ilustra otra característica: el banco central parece incapaz de sostener los tres equilibrios. Es como si declarase que es capaz de mantener sólo uno o dos de los déficit, no los tres. Consideremos ambos casos

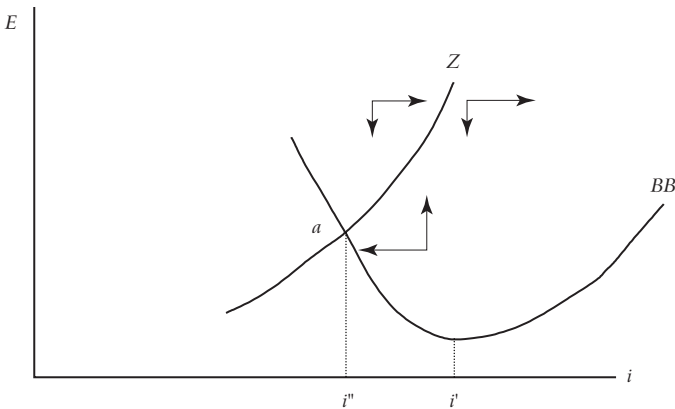
desde nuestro modelo. Bajo el primer caso, el banco central va a sostener inicialmente el equilibrio fiscal y bancario, las ecuaciones son

$$BB = Z: \frac{dE}{di} = \frac{[\Sigma f'_i - \eta'_{(i)}]}{\lambda'_{(i)}(i^*)E + \lambda'_{(E)}(i^*)} =$$

$$\frac{dE}{di} = \frac{\tau(Y'_i | E) - i' D_g - i D'_i}{[\tau(Y'_E | i) - i^* D^*_{E'}] [1 + i^* D^*_g]} \quad (13)$$

La solución muestra que para sostener *BB*, menores tasas de interés permiten conservar el valor neto de los recursos de los bancos. Mientras para *Z*, sostener tipos altos de *E* se asociarían a un mayor ingreso; por consiguiente una mayor recaudación tributaria, mientras que tasas más altas de interés aumentarían el servicio de la deuda.

GRÁFICA 10
DINÁMICA DE DESEQUILIBRIO DEL BALANCE
DEL SECTOR PÚBLICO Y BANCOS



Para que ambos estén en el punto (a), es necesario que no exista presión alguna en aumentar la tasa de interés, por consi-

guiente, la condición para que ambos se mantengan es que no haya déficit comercial en absoluto.

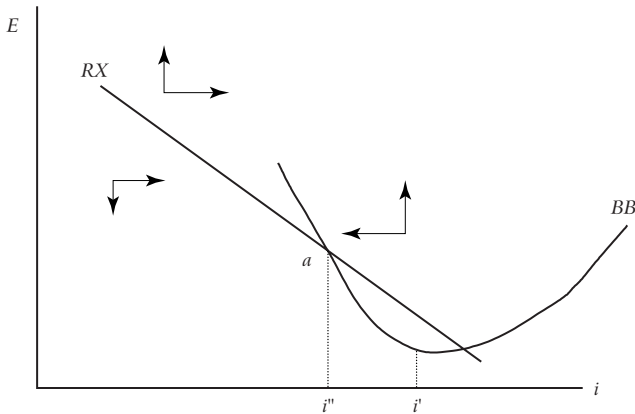
El segundo caso puede representarse como si $RX = BB$, tal que:

$$\frac{dE}{di} = \frac{D'_{(i)}(E) + fdi' + \mu'_i - \mu'_{p_e} - \mu'_{i^*} + \mu'_{p^*} - D'_{(pi)}(i^*)}{X'_E - M'_E + D'_E(i^*) - D'_{Ep}(i^*)}$$

$$\frac{dE}{di} = \frac{(\Sigma f'_i - \eta'_{(i)})}{\lambda'_{(i)}(i^*)E + \lambda'_{(E)}(i^*)} \tag{14}$$

y que se puede representar en la siguiente gráfica:

GRÁFICA 11
DINÁMICA DE DESEQUILIBRIO DEL BALANCE
DEL SECTOR EXTERNO Y BANCOS



Para que BB se mantenga sabemos que es mejor operar con tasas de interés bajas, mientras que para que RX se mantenga, un alto tipo de cambio permitiría un déficit comercial nulo. Pero de nuevo, un déficit público creciente financiado con déficit interno o externo eventualmente influirá en la tasa de interés, moviéndola a un punto debajo de (a) . Incrementando E sería aceptable

para el balance de los bancos al mejorar la rentabilidad de las empresas.

¿Cómo lee el ST los signos del desequilibrio? Generalmente consideraría que el déficit público no está relacionado, menos aún que pueda ser un resultado de la política monetaria. El balance de los bancos puede ser la consecuencia de la dinámica de los mercados financieros y las políticas financieras por parte de las empresas y bancos, lo que en términos del banco central no es algo que pueda considerar dentro de sus dominios. La situación de la balanza de pagos puede bien ser resultado de otras variables, incluso del modelo comercial, las condiciones de comercio y la dinámica de flujos de capitales internacionales, en que la política monetaria puede tener una incidencia limitada.

LA POLÍTICA MONETARIA
BASADA EN METAS INFLACIONARIAS
PRODUCE UNA BIFURCACIÓN ENTRE EMPRESAS
Y BANCOS Y EN LAS EXPECTATIVAS INFLACIONARIAS

UNA POLÍTICA monetaria de metas de inflación por parte del ST plantea dos preguntas relevantes sobre el impacto presumible del VPB:

- formación de precios y decisiones de inversión en las empresas, y
- los tres equilibrios considerado por el ST.

Nuestro análisis muestra la dificultad de tener una solución consistente para los tres. Pero más aún, no es evidente que tal política signifique equilibrio para todas las empresas individuales. La pregunta es si hay una relación, algo como una forma de conducta sistemática, dados los desequilibrios percibidos por el ST y las empresas individuales.

Si el ST se ve obligado a modificar la tasa de interés más allá del punto i' , las expectativas inflacionarias empezarán a subir en contra de la visión ortodoxa común. En este último caso fijando

el tipo de cambio o un déficit público nulo es inútil en absoluto. No obstante, el punto en el argumento es que una vez que un punto como i' se alcanza, las expectativas inflacionarias se bifurcarán ante un VPB enviado por la autoridad monetaria. En estas condiciones, ¿cómo podrán las empresas saldar sus deudas? La respuesta correcta debe pasar por el funcionamiento de la política monetaria.

También obtenemos otro resultado importante: no es posible decir que *ex ante* equilibrando los balances del banco central (balanza comercial, déficit público y saldo de los bancos) puede garantizarse el equilibrio para los agentes productivos, ni que la meta de inflación por ello sea consistente.

Si la ecuación de inversión-financiamiento (I-Fin) pudiera representar la visión del banco central, no es evidente que su política pueda incluir la producción y las reacciones de formación de precios de empresas a su vector de precios básico. Esto introduce una cuarta forma de ajuste, la cual radica en que el desequilibrio puede desplazarse temporalmente con la acumulación de deudas. Esta posibilidad no podría ser considerada en la ecuación I-Fin, porque eventualmente impactaría al mercado de capitales, el cual no necesariamente mejoraría sus balances.

Nuestro modelo muestra que la dinámica de desequilibrio no necesariamente converge con un equilibrio general para el banco central y los agentes interesados, particularmente las empresas.

Reiteramos que normalmente las vías de ajuste encuentran tres posibilidades:

- a) Ajuste de precios: real y/o nominal.
- b) Ajuste de flujos de capital, que podría volverse un ajuste real en las cantidades producidas y precios.
- c) Ajuste vía crecimiento que se relaciona con los cambios en la productividad e inversión, mayormente en el largo plazo.

El primero es ambiguo porque involucra un ajuste real y nominal. La teoría ortodoxa generalmente lo trata con estructuras de modelos separados, dadas todas las debilidades que tiene en

teoría monetaria y de precios.¹⁰ El segundo está estrechamente relacionado y descansa en un modelo lógicamente incompleto donde la movilidad de capital debe operar hacia el equilibrio, aunque el movimiento a tal equilibrio en una economía de mercado realmente no se ha deducido de los agentes descentralizados en desequilibrio (Fisher, 1999). Paradójicamente, dentro del marco clásico-marxista los modelos dinámicos presentan algunos avances en esa dirección.¹¹

Pero no se puede omitir que la tercera vía de ajuste realmente ha sido la vía más importante de ajuste virtuosa, si se nos permite la expresión. Permite la posibilidad para las empresas de introducir respuestas dinámicas, tecnológicas, organizacionales y financieras para responder al desequilibrio. Desde una perspectiva dinámica crea un círculo poderoso de productividad y acumulación que son las raíces de un mercado de capitales bien ordenado, en una economía en expansión.

Pero siempre que hablamos sobre vías de ajuste, no podemos dejar de lado que hay una forma particular para tratar con los desequilibrios por parte de cualquier agente o la economía: *la emisión de deuda*. Permítanos partir de una condición en que el banco central puede manejar un VPB tal que la inflación es cero y sus déficit (balanza comercial, déficit público y equilibrio de los bancos) están saldados. Entonces el ST consideraría que está en equilibrio. Pero todas estas condiciones podrían cumplirse sin que las empresas puedan saldar sus deudas con los bancos. Las condiciones estándar de equilibrio generalmente se han reducido a la idea que si el banco central puede saldar sus equilibrios, por consiguiente se deduce que las empresas también pueden.

¿Qué vía de ajuste realmente está abierta para las empresas? *En buena medida serán aquellas que la política monetaria pueda abrir*. Analicemos desde el modelo presentado en el segundo apartado. A cualquier vector $[E, i, w]$ algunos agentes podrían estar en equilibrio, es decir, pueden pagar sus deudas y obtener la tasa normal

¹⁰ Hay una importante literatura sobre las dificultades para integrar el dinero como marco básico. Patinkin (1962), Hahn, (1985), Benetti (1992), Hahn y Solow (1998).

¹¹ Véanse, Flaschel y Semmler (1987), Dumenil y Levy (1987), Nikaido (1983), Ortiz (1997).

de ganancia en el capital invertido. Algunos otros incluso pudieran mejorar, pero es inevitable que otros no podrían pagar y sufrirían pérdidas. Las ganancias extraordinarias podrían compensar las pérdidas en promedio claro, aunque eso ocurriría de casualidad. Sin embargo, no hay ninguna razón para sugerir que las empresas puedan aumentar la producción que crea ganancias extraordinarias. El problema real es la relación entre el desequilibrio generado por un vector particular $[E, i, w]$ y las posibilidades reales de ajuste abiertas para las empresas comunes.

Planteando la pregunta de otra manera: ¿qué condiciones deben prevalecer en la economía para que las empresas puedan solventar sus deudas? Según las condiciones de inversión y formación de precios y su contraparte en las condiciones del inversión financiamiento, no hay un sólo posible par $[E, i]$ que satisfaga a todas las empresas. No obstante, la dificultad es que aun cuando están en una posición de equilibrio identificada, no necesariamente podrían ser estables. Una posición de equilibrio expresa que el capital adelantado para la producción es un valor importante que incluye también una tasa de ganancia, una vez que el costo financiero se ha pagado. Si esa condición se cumple el mercado de capitales puede crecer razonablemente. Pero no toda empresa estará en tal posición. Si el impacto inicial de cualquier VPB está en la rentabilidad, la competencia reduciría los fondos para empresas que tienen pérdidas e incrementaría el valor del capital para aquellas que tienen ganancias extraordinarias. Eso es bien para las recetas de libro de texto. Pero es demasiado mecánico. Las empresas reales aun cuando no reciban fondos adicionales, ya están comprometidas con inversiones adelantadas y tienen compromisos en forma de deudas. ¿Cuál es la manera en que se pueden ajustar dadas sus deudas? El libro del texto normal asume que desaparecen. Pero también pueden renovar créditos con el banco, aun cuando tengan pérdidas. Ésta ha sido una importante vía de ajuste inducida por las reformas financieras, y no porque escondan la información a los bancos como sugeriría Stiglitz (1994). Los bancos podrían estar interesados en mantener a las empresas, no por otra razón sino porque de otra forma

podrían crear un problema aún más grande para ellos declarando quiebra.

Por otra parte, generalmente en economías pequeñas abiertas tendríamos un sólo tipo de cambio. Como muestra el diagrama, la economía estaría abierta a trabajar con varias tasas de interés, no porque tendieran a igualarse considerado las diferencias en la madurez y riesgo. Las diferencias aparecen porque el mercado está abierto a la discriminación, dadas las diferentes pendientes de las líneas de precio con lo que el mercado se abre a la formación de precios oligopólica, porque los bancos pueden diferenciar las condiciones para sus clientes. Por consiguiente, en una economía competitiva totalmente flexible, es decir, abierta a los flujos de capitales, las señales de precios enviadas por el ST a través del VPB, no necesariamente trabajará en la misma dirección para los bancos comerciales y el banco central que para las empresas.

La condición inicial es que algunas empresas están pagando más por un crédito que otras. Intuitivamente podemos inferir que las primeras generalmente son más débiles para negociar con los bancos, quizás porque no podrían tener otra forma de acceso al mercado de capitales. Pero el problema inicial es que el excesivo costo financiero para algunas empresas es una ganancia extraordinaria para los bancos comerciales, y si los ajustes de los precios no están abiertos para las empresas –puesto que la economía está totalmente abierta al comercio–; el vector particular $[E, i, w]$ podría ser crítico para un número importante de empresas en la economía. Por consiguiente, aun cuando los balances del ST están en equilibrio y la tasa de inflación estuviera bajo control, cualquier vector de precios orientado para controlar la inflación (un E sobrevaluado, y una i muy alta, con un w que trabaja como palanca real en la tasa de inflación), debe poner a una parte importante de la economía al borde del colapso, o por lo menos crear tasas de ganancias que no pueden ser positivas para el crecimiento de la productividad y para atraer inversión. Por consiguiente, llegamos a la conclusión de que el alcance del ajuste de precios es reducido porque la política monetaria limita a las empresas a que puedan encontrar una vía de ajuste alternativa.

El supuesto estándar es que la competencia, fundada en la movilidad de capitales, debe conducir al equilibrio. Pero la historia de crisis financieras siempre se asocian a una condición en que los capitales no pueden moverse ni dentro ni fuera de una economía particular, donde los movimientos súbitos pueden hacer que la economía colapse. No obstante, el modelo de crisis financiera que descansa en las rigideces del mercado de capitales no es necesariamente un buen modelo. Por consiguiente, nuestra proposición inicial es la condición de que hay completa movilidad del capital. El problema es si la política del ST es coherente con las posibilidades de ajuste de la economía real y el mercado de capitales.

Por consiguiente, lo que realmente encontramos es que la política monetaria formada a partir de un vector $[E, i, w]$ particular, aunque esté dirigida particularmente a los primeros dos mecanismos de ajuste, es sistemáticamente parcial, en consecuencia con una actuación bastante pobre en ambas vías de ajuste. Lo que es aún más paradójico es que la política monetaria orientada al manejo de ajuste de precios y reasignación de capitales, necesariamente disminuye o incluso destruye la tercera vía de ajuste que es realmente la más importante, y necesariamente la vía con mayor potencial para crear un mercado de capitales real y fuerte.

Por lo anterior, la independencia de los bancos centrales no es de ninguna manera garantía de que la política monetaria sea neutral o de que pueda usarse sin impactos reales. El modelo de política actual ha convertido a la política monetaria en un componente extremadamente importante en todos los ámbitos. Por ello considero que en una sociedad democrática no puede permitirse a un reducido “grupo de hombres sabios” el manejo de toda la economía, bajo el pretexto de la necesaria independencia del banco central para controlar la inflación, mientras que la economía entera no es independiente de los impactos adversos de la política monetaria que diseña el ST.

BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ, F., R. Lucas y W. Weber, “Recent Advances in Monetary-Policy Rules”, *American Economic Review. Papers and Proceedings*, 2001.

- BALL, Laurence, "Policy Rules for Open Economies", en John Taylor, *Monetary Policy Rules*, Chicago, NBER, 2001.
- BENETTI, C., *Moneda y teoría del valor*, México, Fondo de Cultura Económica, 1992.
- BERNANKE, R y F. Mishkin, "Inflation Targeting: a New Framework for Monetary Policy?", *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), primavera de 1997, pp. 97-116.
- BLINDER, Alan, *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge, EUA, The MIT Press, 1998.
- CAPRIO, G., P. Honohan y J. Stiglitz, *Financial Liberalization. How Far, How Fast?*, Cambridge, Reino Unido, Cambridge University Press, 2001.
- CLARIDA, R., J. Galí y M. Gertler, "Optimal monetary policy in open versus closed economies: An integrated approach", *American Economic Review. Papers and Proceedings*, 2001.
- DUMÉNIL, G. y Lévy, "The Dynamics of Competition: A Restoration of the Classical Analysis", *Cambridge Journal of Economics*, núm. 11, 1987, pp. 133-153.
- EICHNER, Alfred, "A General Model of Investment and Pricing", en Nell (ed.), *Growth, Profits & Property. Essays in the Revival of Political Economy*, EUA, Cambridge University Press, 1984.
- FISHER, Franklin, *Competition*, Cambridge, Cambridge University Press, 1999.
- FLASCHEL, P. y W. Semmler, "Classical and Neoclassical Competitive Adjustment Processes", *The Manchester School*, LV (1), marzo de 1987, pp. 13-37.
- , Franke Reiner y Willi Semmler, *Dynamic Macroeconomics. Instability, Fluctuations, and Growth in Monetary Economics*, EUA, The MIT Press, 1997.
- HAHN, Frank, *Money, Growth and Stability*, Reino Unido, Basil Blackwell, 1985.
- y R. Solow, *A Critical Essay on Modern Macroeconomic Theory*, Oxford, Reino Unido, Blackwell Publishers, 1998.
- KALDOR, N. y J. Mirrles, "A New Model of Economic Growth", *Review of Economic Studies*, 29, 3, 1962.
- KREGEL, J., "An Alternative View of The Argentine Crisis: Structural Flaws in Structural Adjustment Policy", *Investigación Económica*, núm. 243, enero-marzo de 2003, pp. 15-49.
- LUCAS, R.E. Jr., "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory*, 4 (2), 1993, pp. 103-124.

- MCKINNON, R., *Money and Capital in Economic Development*, Washington, Brookings Institution, 1973.
- , “The Over borrowing Syndrome” (mimeo.), 1999.
- y Huw Pill, “Credible Liberalizations & International Capital Flows” (mimeo.), Department of Economics, Stanford, 1995.
- NIKAIDO, H., “Marx on Competition” *Zeitschrift für Nationalökonomie*, 43 (4), 1983.
- ORTIZ, C., Etelberto, “Disequilibrium Pricing, Critical Equilibrium and the Real Cycle”, en Davidson y Kregel, *Improving the Global Economy*, Reino Unido, Edward Elgar Editors, 1997.
- , “Pricing in a Small Open Monetary Economy. A Post Keynesian Model”, *Journal of Post Keynesian Economics*, invierno de 2003-2004.
- PATINKIN, D., *Money Interest and Prices. An Integration of Monetary and Value Theory*, Nueva York, Harper y Row Publishers, 1965.
- PENTECOST, Eric, *Exchange Rate Dynamics*, Reino Unido, Edward Elgar Editors, 1993.
- ROCHON, Louis-Philippe, *Credit Money and Production*, Edward Elgar Publishing Limited, Reino Unido, 1999.
- SNOWDON, B y H. Vane y P. Wynarczyk, *A modern Guide to Macroeconomics*, EUA, Edward Elgar Publishing, 1996.
- STIGLITZ, Joseph, Knowledge for Development: Economic Science, Economic Policy and Economic Advice, ponencia presentada en World Bank Conference on Development 1998, Washington, Banco Mundial, 1999.
- TAYLOR, John, “Discretion versus Policy Rules in Practice”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, diciembre de 1993, 39 (0), pp. 195-214.
- TAYLOR, J., “The Role of Exchange Rate in Monetary-Policy Rules”, *American Economic Review. Papers and Proceedings*, 2001.
- THIRLWALL, A.P., *Growth and Development. With Special Reference to Developing Economies*, 7a. ed., Reino Unido, 2003.
- TORRENS, R., *An Essay on the Production of Wealth*, Augustus M. Kelley-Publishing, 1965 (1821).
- WOODWARD, Michael, “The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy”, *American Economic Review. Papers and Proceeding*, 2001.

NORA C. AMPUDIA MÁRQUEZ*

*Política monetaria, restricción crediticia y empleo***

INTRODUCCIÓN

LA INSTRUMENTACIÓN de la política monetaria mediante una estrategia de metas de inflación explícita y de objetivo único, “la estabilidad del poder adquisitivo del dinero”, en una economía pequeña y abierta, con un tipo de cambio flexible, bajo un escenario de globalización financiera y de restricción crediticia, tiene efectos directos sobre el mercado laboral y la dinámica de generación de empleos, pero muy en especial en el deterioro de la calidad de los empleos generados.

En la primera parte del documento se establece cómo la política monetaria se maneja a través de dos instrumentos principales: el corto monetario, que sería el instrumento más visible para los agentes económicos en general y que pretende hacer converger las expectativas inflacionarias con la meta de inflación impactando las tasas de interés, en especial la tasa interbancaria de equilibrio TIEE y la de fondeo bancario; y la obligada gestión del crédito interno neto, como instrumento para dirigir la base monetaria sobre una senda de expansión estable acorde con las proyecciones de Banco de México (Banxico) con respecto a los pronósticos sobre PIB e inflación, destacando que dicho instrumento opera básicamente mediante operaciones de mercado abierto.

* Profesora-investigadora de tiempo completo. Universidad Panamericana, Campus Guadalajara.

** Ponencia presentada en el Seminario Internacional de Instituciones Financieras para el Desarrollo del 16 al 17 de marzo de 2005, en la Facultad de Estudios Profesionales Acatlán de la UNAM.

En la segunda parte se pretende establecer el mecanismo de esterilización mediante la gestión de los principales instrumentos del crédito interno neto que impactan negativamente sobre el crédito bancario en un entorno de mayor desarrollo del mercado de dinero y el notable crecimiento de activos financieros, coadyuvando en el proceso de desbancarización y restricción del crédito bancario.

En la tercera parte se busca una conexión entre la restricción crediticia y la necesidad de las empresas de financiarse por otros medios como el crédito de proveedores y las condiciones de contratación en el mercado laboral. En el primer caso se genera un problema de liquidez a lo largo de la cadena de valor, y en el segundo, la negociación de las condiciones de los contratos laborales representa una buena alternativa para disminuir los costos de producción ante la imposibilidad de trasladar a precios los mismos. Todo bajo un marco teórico de mercados de trabajo segmentados y técnica de fijación de precios de “costo plus”.

Dado el hecho de que el empresario tiene un mayor poder de negociación en el mercado laboral, se imponen nuevos esquemas de contratación laboral que deterioran la calidad del trabajo generando ahorros y economías que compensan la falta de crédito bancario. Así, a través de un canal de financiamiento alternativo al que llamaremos canal de crédito alternativo, los mecanismos de transmisión de la política monetaria impactan las condiciones laborales y con ella “la calidad del empleo”.

El escaso dinamismo en la creación de empleos formales y el deterioro en la calidad¹ del mismo no es un fenómeno exclusivo de México; es un fenómeno que se presenta a nivel mundial de acuerdo con los estudios de la Organización Internacional del Trabajo (OIT). Sin embargo, el grado en el que se presenta varía entre países.

¹ La calidad del empleo se refiere a los atributos del puesto de trabajo que hacen referencia a las garantías de estabilidad laboral y los beneficios adicionales como la seguridad social (salud básica y pensiones), recreación, regulación de las horas de trabajo y la minimización de los riesgos laborales.

Detrás de este fenómeno, la globalización económica y financiera, junto con el retraimiento de la política monetaria, juegan un papel fundamental.

POLÍTICA MONETARIA, ESTERILIZACIÓN Y RESTRICCIÓN CREDITICIA EN MÉXICO

Ejecución de la política monetaria a través del mercado de dinero

A finales de los años ochenta, México enfrenta un importante proceso de liberalización del sistema financiero que buscaba dotar de efectividad a la política monetaria² y al mismo tiempo insertar a México dentro del proceso de globalización financiera. Con esto en mente, las autoridades monetarias se enfocaron hacia la ejecución de la política monetaria a través del mercado de dinero, por considerarlo un mecanismo mucho más rápido y eficiente cuya acción altera las operaciones de liquidez general de la economía, alcanzando a todo el mercado de crédito y no únicamente al financiamiento bancario. Eso implicaba en principio desarrollar un mercado de dinero que facilitaría las operaciones de mercado abierto.

Los pasos más importantes hacia este marco operativo de política monetaria se dieron con la introducción de la Ley del Mercado de Valores en 1975, de los Cetes y el Indeval en 1978 y la concreción de las primeras operaciones de mercado abierto con el objetivo explícito de la regulación monetaria. Paralelamente se llevó a cabo una incipiente reforma financiera cuyo objetivo básico fue la reestructuración del sistema financiero y la modernización de los instrumentos de control monetario.

Para 1980 se hace un uso cada vez más intenso de las subastas de fondos para inyectar recursos a plazos cortos al sistema bancario, y en 1981 de la subasta de depósitos a plazo fijo para reducir la liquidez de la banca comercial (depósitos de regulación monetaria). En 1982 se inicia el manejo de un esquema de subas-

² Banxico, *Informe anual*, 1988, p. 21.

tas de Cetes permitiéndose a los participantes presentar sus ofertas en términos de montos y rendimientos.

La crisis de los precios del petróleo y la nacionalización de la banca forzaron a Banxico a abandonar temporalmente sus operaciones de orientación del mercado, regresando a su tradicional política de fijar tasas de interés. Sin embargo, a partir de 1987 utilizó de nuevo las operaciones de mercado abierto para inyectar o retirar liquidez a través de la banca comercial. En 1988 se inicia un proceso de liberalización financiera con el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, la preponderancia otorgada a las operaciones de mercado abierto como instrumento principal de la política monetaria y la eliminación de los cajones selectivos de crédito, así como la supresión de otro tipo de restricciones cuantitativas sobre los recursos captados mediante instrumentos bancarios.

El proceso de transición consistió en eliminar algunos instrumentos de acción directa como el encaje legal, los cajones selectivos de crédito y la determinación de las tasas de interés pasivas y activas, para sustituirlos por instrumentos de acción indirecta cuyos mecanismos de transmisión operaran fundamentalmente a través del mercado de dinero y las señales que su libre operación genera.

La crisis de 1994-1995, y la consecuente liberalización del tipo de cambio, permitieron que la evolución precedida en el manejo de la política monetaria pudiera dar un salto cualitativo importante hacia el uso de la misma como un ancla nominal de la inflación, que junto con la profunda liberalización financiera del sexenio de Carlos Salinas de Gortari, dotaron a Banxico de las condiciones necesarias para aplicar una política monetaria basada en reglas y acciones operativas discrecionales enfocadas sobre la estabilidad del poder adquisitivo del dinero.

La creciente convicción internacional de que la mejor aportación de la banca central al crecimiento económico era el combate de la inflación fue modificando las instituciones, las leyes y reglamentos, así como los objetivos mismos de la política monetaria y Banxico no era ajeno a ello. De ahí la decisión de instru-

mentar una estrategia de metas de inflación explícitas (*inflation targeting*).

Estrategia monetaria de metas de inflación

La estrategia de metas de inflación se instrumenta a partir de 1999. Después de la obligada flotación del peso, Banxico comienza a experimentar una estrategia monetaria diferente. En un comienzo trata de mantener sus objetivos monetarios por algunos años (*monetary targeting*), imponiendo límites trimestrales al crecimiento del crédito interno neto pero, ante el comportamiento errático de la base monetaria y la inflación, decide abandonar dichos objetivos y transitar a la estrategia de metas de inflación (*inflation targeting*).³

Así, a partir de la modificación de la Ley del Banco de México y de la Constitución mexicana para dotar de autonomía al banco central, la política monetaria se centró en un objetivo prioritario: “la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional”.⁴ Lo importante a destacar es que dicha estabilidad implica dos elementos fundamentales: el control y combate de la inflación, y la estabilidad del tipo de cambio.

³Es conveniente distinguir entre una estrategia de inflación objetivo (*inflation targeting*) y una estrategia de objetivos de inflación (*inflation targets*). En el primer caso, *inflation targeting*, el objetivo de inflación es explícito y puede ser puntual o mediante un rango, la estrategia en su totalidad se define en función de la prioridad que es la estabilidad de precios y a partir de ahí se establece una jerarquía de objetivos; esto supone que la política monetaria está supeditada a dicha jerarquía y se enfoca principalmente sobre la estabilidad de precios. En el segundo caso de *inflation targets* (objetivos de inflación), dicho objetivo es implícito, lo que permite un mayor margen de acción y discrecionalidad en la política monetaria, pues existen objetivos adicionales como el crecimiento económico y la generación de empleos con los cuales es necesario establecer un balance al definir la táctica: instrumentos, secuencia de aplicación, etcétera (Meyer Laurence, 2004).

⁴De acuerdo con el artículo 28 constitucional: “El objetivo prioritario del Banco de México es la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional”, y de acuerdo con la Ley del Banco de México en su artículo 2o. “El Banco de México tendrá por finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional. En la consecución de esta finalidad, tendrá como objetivo prioritario *procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda*. Serán también finalidades del Banco promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pago.”

La autonomía del banco central, a partir de 1994, y el establecimiento de un régimen cambiario de libre flotación, el 22 de diciembre de 1994, sientan las bases de operación de una política monetaria basada en una mayor independencia sobre las necesidades financieras del gobierno en turno y una mayor importancia y libertad en el uso de las operaciones de mercado abierto.⁵

Bajo un régimen cambiario de libre flotación y un régimen monetario de metas de inflación, en un escenario de globalización financiera, liberalización de la cuenta de capital y entradas masiva de flujos de capital, la esterilización es la vía obligada de control sobre la base monetaria.⁶ En este contexto, los instrumentos más importantes de la política monetaria son los componentes del crédito interno neto (CIN), a través de la menor intervención directa posible en el mercado de dinero; dejando la determinación de las tasas de interés y del tipo de cambio a la libre acción de la oferta y la demanda, e induciendo, “en casos necesarios”, cambios deseables sólo a través de la influencia indirecta que las operaciones de mercado abierto y el manejo de los componentes del crédito interno tendrían sobre la oferta y demanda de recursos vía subastas de créditos, y/o depósitos para la banca comercial, o bien mediante

⁵ Las operaciones de mercado abierto consisten en: reportos de compra o de venta, créditos, captación de depósitos, emisión de títulos del banco central, y compras y ventas de valores gubernamentales. Los ingresos obtenidos por la venta de estos valores quedan congelados en cuentas especiales, las cuales se liberan a favor del gobierno en la fecha de vencimiento de los valores.

Las facilidades de crédito y depósito se realizan a iniciativa de los bancos comerciales y consisten en “ventanillas” donde los bancos pueden obtener créditos o constituir depósitos remunerados a tasas de interés y bajo condiciones previamente establecidas por el banco central.

Las reservas obligatorias han sido de los principales instrumentos utilizados por los bancos centrales. Tradicionalmente se consideraban como un instrumento destinado a inhibir la expansión de los agregados monetarios mediante sus efectos de multiplicador monetario bancario; sin embargo, actualmente se considera que sus funciones principales son las de aumentar la demanda de dinero primario –al obligar a los bancos a mantener saldos positivos–, aumentar los ingresos del banco central por señoreaje (cuando dichas reservas se remuneran a tasas de interés inferiores a las del mercado), y reducir la volatilidad de las tasas de interés del mercado al permitir que los bancos realicen arbitrajes con los saldos de sus cuentas. Sin embargo, estas reservas incrementan el costo de los créditos pues obligan a los bancos comerciales a disminuir la remuneración de los depósitos o a elevar las tasas activas.

⁶ A partir de 1996, con el tipo de cambio flexible y un objetivo único de política monetaria, el Bdem acumula importantes cantidades de reservas internacionales y entra en un activo proceso de esterilización total.

la compraventa de valores gubernamentales en directo o en repor-
to, ya sean valores del gobierno federal o bien valores del propio
banco central.

*Crédito interno y esterilización:
un instrumento fundamental
de política monetaria en
una estrategia de metas de inflación*

Con un régimen de tipo de cambio libre, y la liberalización de la
cuenta de capital en balanza de pagos, la libre movilidad inter-
nacional de capitales implica un enorme reto para la instrumenta-
ción de la política monetaria. La variabilidad en entradas y salidas
de flujos externos de capital pueden generar grandes distorsiones
en la oferta monetaria y dificultar en gran medida el logro del
objetivo inflacionario y la estabilidad del tipo de cambio que,
como hemos dicho, es indispensable para mantener “la estabili-
dad del poder adquisitivo de la moneda”.

Para aislar la base monetaria de los vaivenes de los flujos inter-
nacionales es necesario utilizar el mecanismo de esterilización.
Dicho mecanismo tiene como objetivo el compensar el efecto
monetario de la venta o compra de moneda extranjera.

En México las intervenciones en el mercado cambiario han
sido esterilizadas en su totalidad⁷ desde que se instaura el régimen
de tipo de cambio flexible y, junto con la contracción del crédito
interno neto desde 1997, han mantenido la base monetaria sobre
un claro sendero de expansión y en niveles muy reducidos como
porcentaje del PIB.

Cuando el banco central acumula dólares como reservas inter-
nacionales, es porque a cambio de los mismos, ha inyectado una
cantidad proporcional en pesos –de acuerdo con el tipo de cam-
bio–; esto implica una expansión de la liquidez. Mientras que una
desacumulación de reservas supone una inyección de dólares en
el mercado de cambios y el retiro de una cantidad proporcional
en pesos, lo que se traduce en una contracción de la liquidez.

⁷ Alejandro Werner (1997: 9).

El trabajar con una estrategia de meta de inflación explícita (*inflation targeting*), como es el caso de Banxico, implica un compromiso social fuerte en su objetivo, de forma que la esterilización se transforma en una especie de regla que permite la estabilidad dinámica de la base monetaria, sobre todo en un periodo de grandes entradas de capital externo y la consecuente acumulación de reservas internacionales por encima de sus niveles históricos. Esto es que la base monetaria crezca en una senda de expansión predecible, como podemos observar en la gráfica 1, en la que se muestra el periodo 1996-2004.

Si la comparamos con periodos anteriores, veremos que no existe un comportamiento de las fuentes de la base monetaria tan claro, aunque desde luego no debemos descartar que en esto influyó la crisis de finales de 1994-1995, donde la fuga de divisas tuvo que compensarse con un crecimiento del crédito interno neto.

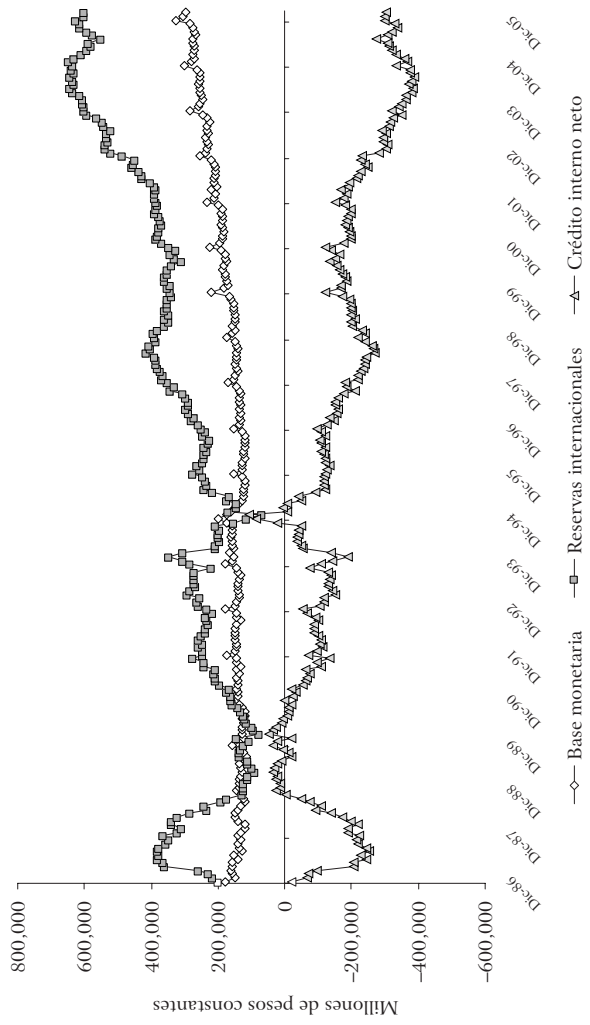
Así, en una economía pequeña y abierta, cuyo marco de operación es un mercado financiero internacional globalizado, en un escenario de liberalización financiera, y con un régimen cambiario de libre flotación, las operaciones de esterilización a través del manejo del crédito interno neto se constituyen en el instrumento principal de la política monetaria con dos objetivos:

1. mantener bajo control la base monetaria, evitando fluctuaciones no deseadas del tipo de cambio que afecten el equilibrio en la balanza comercial y la balanza de pagos en su conjunto, y
2. evitar fluctuaciones en la demanda agregada vía una variación indeseable de tasas de interés.

La esterilización se realiza a través de la contracción o expansión del crédito interno neto según se haya expandido o contraído la oferta monetaria como producto de la compra o venta de dólares de reserva del banco central.

Una breve explicación contable nos permitirá comprender mejor.

GRÁFICA I
 FUENTES Y USOS DE LA BASE MONETARIA,
 1985-2005



Fuente: Banco de México, *Agregados monetarios y financieros; Base monetaria, fuentes y usos*.

En el caso de México han existido diversas reglas en el periodo de transición, pero a lo largo del mismo la regla básica de operación ha sido no generar ni sobrantes ni faltantes de liquidez en el mercado de dinero. En un principio se fijaron límites trimestrales al crédito interno neto y depósitos obligatorios y voluntarios por parte de la banca comercial; como veremos más adelante, éstos depósitos obligatorios se fueron sustituyendo por los bonos de regulación monetaria (Brems).

Usos y fuentes de la base monetaria

Esto no es otra cosa que la aplicación de una fórmula que representa una identidad contable. En ella se identifica la base monetaria por sus usos y por sus fuentes; así tenemos que por el lado de sus usos:

$$BM_u = BI + RB$$

Donde:

BM_u es la base monetaria por sus usos.

BI son los billetes y monedas en circulación y

RB son los depósitos de la banca comercial en la cuenta corriente en Banco de México.

En tanto que por el lado de las fuentes de expansión o contracción:

$$BM_f = RI + CIN$$

RI = reservas internacionales

CIN = crédito interno neto.

A su vez el crédito interno neto se compone de:

$$CIN = VG + CNG + CNB + DEOSP + RV + DRM + Brems + Fnif - DFMI + OAN$$

VG = Valores gubernamentales.

CNG = Crédito neto al gobierno federal.

CNB = Crédito neto a bancos.

DEOSP = Depósitos de empresas y organismos del sector público.

RV = Reportes de valores.

DRM = Depósitos de regulación monetaria.

Brems = Bonos de regulación monetaria.

Fnif = Financiamiento neto a banca, Fobaproa, Fameval, fideicomisos e IPAB.

DFMI = Depósitos del Fondo Monetario Internacional.

OAN = Otros activos netos de otros pasivos y capital contable.

De forma tal que el *CIN* es el campo de aplicación principal de la política monetaria mediante el control directo de sus componentes. Todo este conjunto de operaciones mantienen la base monetaria dentro de una senda de expansión deseable y estable. La regla es ajustar la oferta de base monetaria, vía crédito interno neto a manera de satisfacer “toda” la demanda “estimada” de base monetaria.

CRÉDITO INTERNO NETO Y RESTRICCIÓN CREDITICIA

EL MANEJO del crédito interno neto, y de cada uno de sus componentes, tendrá diversos efectos sobre la oferta monetaria, las tasas de interés y el crédito bancario, de acuerdo a como se decida manejar dicha contracción del crédito interno neto.

Gestión del crédito interno neto y el corto:

dos frentes de política monetaria.

El corto y su mecanismo de transmisión

El saldo objetivo del Régimen de Saldos Diarios de Banxico o “corto”⁸ es el “instrumento visible” de la política monetaria que

⁸Representa una porción del crédito de Banxico a la banca comercial que otorgará a una tasa de interés de castigo, dos veces la tasa de referencia, es en sí mismo un saldo objetivo para el cierre de las operaciones bancarias con el Banxico. Dado el régimen de Saldos

el banco central utiliza como señal para informar sobre sus intenciones en cuanto al comportamiento de tasas de interés, e impactar de manera directa e inmediata las expectativas inflacionarias, incidiendo así sobre la dinámica de la inflación futura y el nivel de las tasas de interés.

Debido a que en México no tenemos la política monetaria de tasa de interés de referencia, es decir que el banco central determine una tasa de interés,⁹ Banxico modifica su postura de política monetaria afectando las condiciones bajo las cuales la banca comercial mantiene su cuenta única en el instituto central (facilidades de sobregiro y remuneración de depósitos), permitiendo que el nivel preciso de la tasa de interés lo determine el mercado; si esta última no es congruente con el objetivo de inflación, entonces modifica su postura de nuevo hasta que el nivel de tasas de interés resultante sea congruente con su objetivo monetario (Torres, 2002: 11-12).

Este saldo objetivo acumulado diario de las cuentas corrientes de la banca comercial en el Banco de México (“corto”), es el principal instrumento de política para influir rápidamente sobre las tasas de interés de corto plazo y las expectativas inflacionarias. Este instrumento ha tenido un largo proceso de maduración: en algunas ocasiones utilizado para estabilizar el tipo de cambio, y en otras, la mayoría, para hacer converger las expectativas inflacionarias hacia la meta explícita de inflación. Su escaso monto no afecta la liquidez en el sistema económico¹⁰ pero definitivamente modifica las decisiones presupuestales de empresas y familias, y de esta forma ajusta la tendencia inflacionaria hacia la baja y la demanda agregada.

Acumulados Diarios, la banca comercial en su cuenta corriente con Banxico tratará de mantener en ceros al final del día su cuenta, es decir que evitará incurrir en un sobregiro. En primera instancia esto implica la elevación de la tasa de interés, sin embargo esta situación no perdura porque toda la demanda de dinero será satisfecha, sólo que una pequeña proporción se satisfará a una tasa de interés de castigo.

⁹O determine un nivel objetivo de tasa de interés.

¹⁰De hecho se satisface toda la demanda de dinero, salvo una pequeña porción de la misma, el monto del “corto”, que se satisface a una tasa de interés de castigo (dos veces la tasa de referencia, Cetes 28 días) en las ocasiones en que la banca queda sobregirada. Sin embargo, dicho sobregiro puede no presentarse cuando los bancos se fondean por otros medios.

La transparencia en lo que a este instrumento se refiere y la creciente familiaridad con su uso para la banca comercial han logrado que su incremento se refleje en movimientos cuantificables y determinados en las tasas de interés; de hecho Banxico ha logrado estimar el movimiento futuro de tasa de interés por cada 6 millones de pesos que incrementa el “corto”.¹¹ La definición clara de un monto diario¹² durante 2004 e incrementos constantes de 4 millones de pesos permitieron a la banca comercial mover tasas en la dirección deseada por Banxico y actualmente los movimientos de 2 millones de pesos durante este 2005 se dan en la misma dirección y tiempo que el incremento de la tasa por la Reserva Federal de Estados Unidos.

De manera que podemos decir que el “corto” comienza una nueva fase de experimentación que trata de igualar el movimiento de tener una tasa de referencia como en Estados Unidos.

La gestión del crédito interno neto y los mecanismos de transmisión

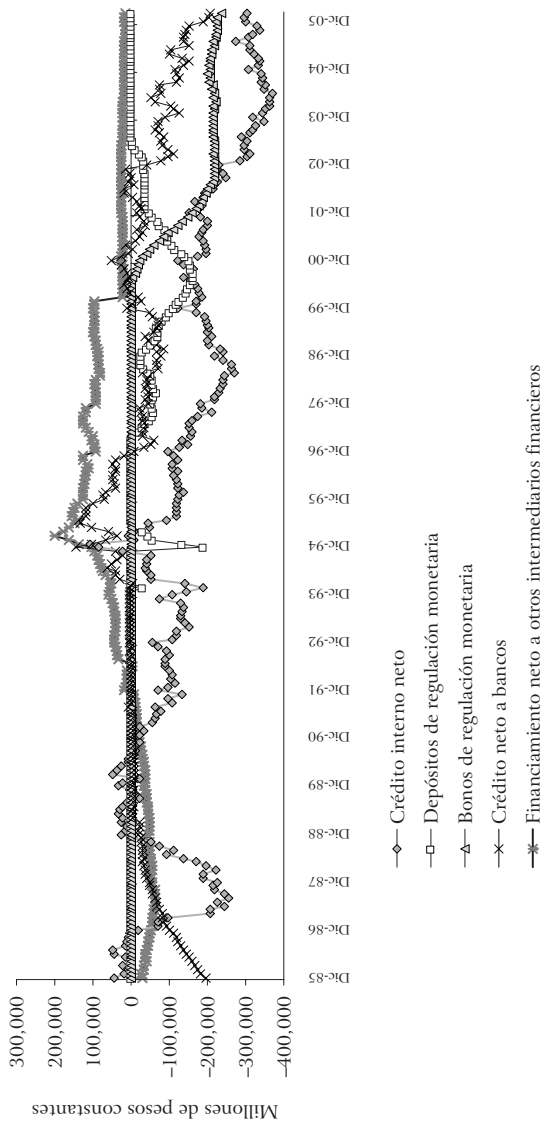
El segundo instrumento principal, pero mucho menos evidente y en consecuencia transparente, es mejor dicho un conjunto de instrumentos donde las operaciones de mercado abierto y los bonos de regulación monetaria son determinantes, esto es “la gestión del crédito interno neto” (CIN).

En la gráfica 2 podemos observar que los instrumentos más importantes recientemente son: los bonos de regulación monetaria (Brems), el crédito neto a la banca comercial y los depósitos

¹¹Un incremento en el corto de 6 millones mueve la tasa de fondeo bancario en 0.25 unidades de punto porcentual, de acuerdo con presentaciones de Banco de México en la ciudad de Guadalajara el 25 de febrero de 2005. Los principales analistas económicos, e inclusive los bancos como Banamex, analizan ya la restricción monetaria (incremento en cortos) con efectos bien definidos sobre los niveles de tasas de interés. Véanse los artículos periodísticos de *El Financiero*: lunes 28 de marzo de 2005, p. 4; lunes 28 de febrero de 2005, p. 4; miércoles 2 de febrero de 2005, p. 4; lunes 31 de enero de 2005, pp. 6 y 12.

¹²Hasta principios del 2003 el régimen fue de saldos acumulados para periodos de 28 días; a partir del 28 de marzo de 2003 se instaura el Régimen de Saldos Diarios. Y los incrementos siguientes son homogéneos de 4 millones hasta agosto de 2004 (cinco movimientos), de 6 millones hasta enero de 2005 (cinco movimientos) y actualmente de 2 millones para febrero y marzo de 2005.

GRÁFICA 2
CRÉDITO INTERNO NETO. COMPOSICIÓN,
1985-2005



Fuente: Banco de México, *Agregados monetarios y financieros, Base monetaria, fuentes y usos*.

de regulación monetaria, que no son tan visibles para la población, pero logran que la base monetaria converja al nivel deseado de acuerdo con las proyecciones sobre la dinámica económica y la inflación de Banco de México.

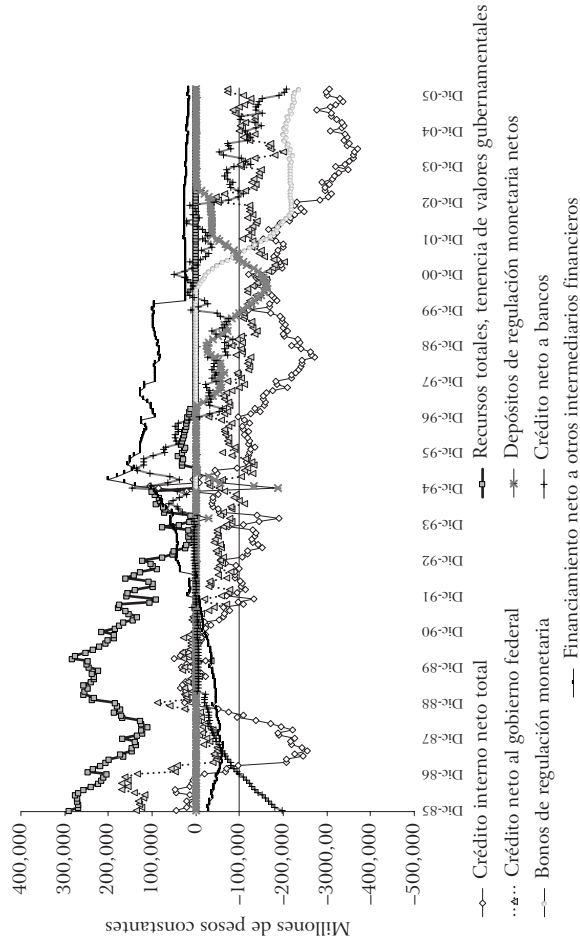
De esta forma la política monetaria se instrumenta básicamente a través del saldo objetivo de la cuenta única de la banca “corto” y la administración del CIN. El primero impacta en el muy corto plazo la tasa de interés y la expectativa inflacionaria, en tanto que la gestión del CIN afecta las condiciones de suministro y liquidez a la economía. Es decir son complementarios.

Para comprobar lo anterior basta con observar la gráfica 2 en la que se refleja claramente la creciente importancia de los bonos de regulación monetaria Brems y los depósitos de regulación monetaria: los primeros entran como en un proceso de sustitución de los segundos a partir de agosto de 2000 y en función de la definición explícita de Banxico de utilizar una estrategia de metas de inflación explícitas.

Crédito interno neto y restricción crediticia

Al principio de la crisis económica de 1994-1995, la crisis bancaria y la falta de un marco legal que permitiera la recuperación de las garantías en los créditos incobrables explica la restricción crediticia bancaria; sin embargo, una vez realizadas las reformas legales necesarias, el crédito bancario y en especial el destinado a empresas y personas físicas con actividad empresarial, siguió contrayéndose sin una explicación clara hasta el año de 2004. Una observación detenida de la gráfica 3 puede darnos una luz al respecto, al observar el claro predominio de los Brems, los depósitos de regulación monetaria y el crédito neto a bancos, como componentes del CIN. La alternativa que Banxico da a la banca comercial para obtener rendimientos seguros en dichos bonos puede explicar la pasividad de la banca ante el crédito cuyo riesgo en términos comparativos es nulo.

GRÁFICA 3
COMPOSICIÓN DEL CRÉDITO INTERNO NETO



Es importante aclarar que no toda la restricción crediticia obedece a la gestión del CIN; como veremos más adelante, la liberalización financiera, el desarrollo de nuevos instrumentos financieros y la globalización influyen de forma determinante.

Crédito bancario y tenencia de valores por parte de la banca

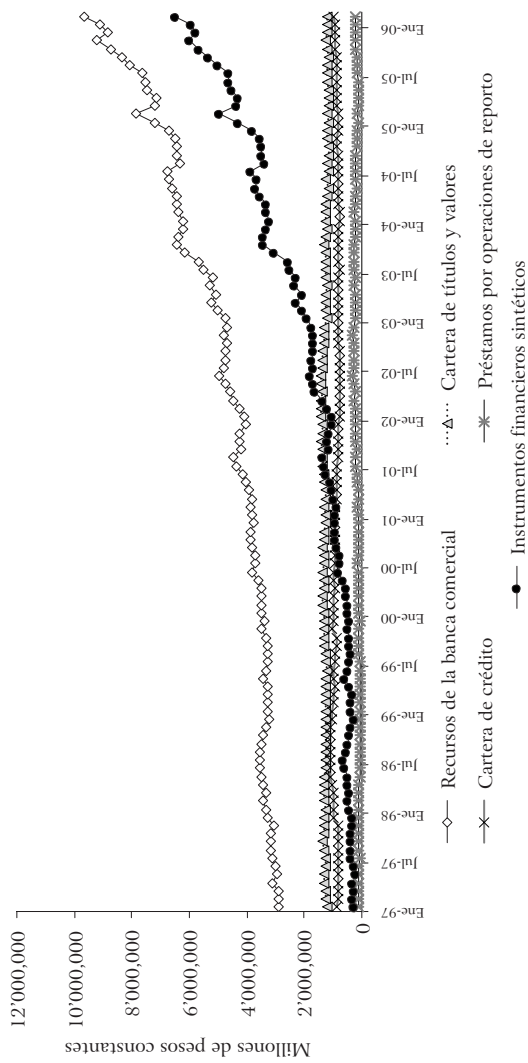
Como institución financiera, la banca comercial distribuye sus recursos entre una gran variedad de activos como títulos, valores públicos y privados, créditos, etcétera. Con relación a la tenencia de valores, los valores públicos y privados juegan un papel relevante en un grado de sustitución imperfecta, puesto que los valores públicos son siempre seguros.

Debido a la reforma financiera y a la globalización financiera, la banca comercial tiene un portafolio amplio de elección de valores gubernamentales a diversos plazos, como Cetes, Udibonos, bonos del IPAB, etcétera. Adicionalmente los Brems de Banxico en comparación con los bonos de otras instituciones financieras privadas, son muy apetecibles. Aunque Banxico sea una institución financiera independiente del gobierno federal, como institución financiera sus bonos son mucho más atractivos con un riesgo comparativamente menor.

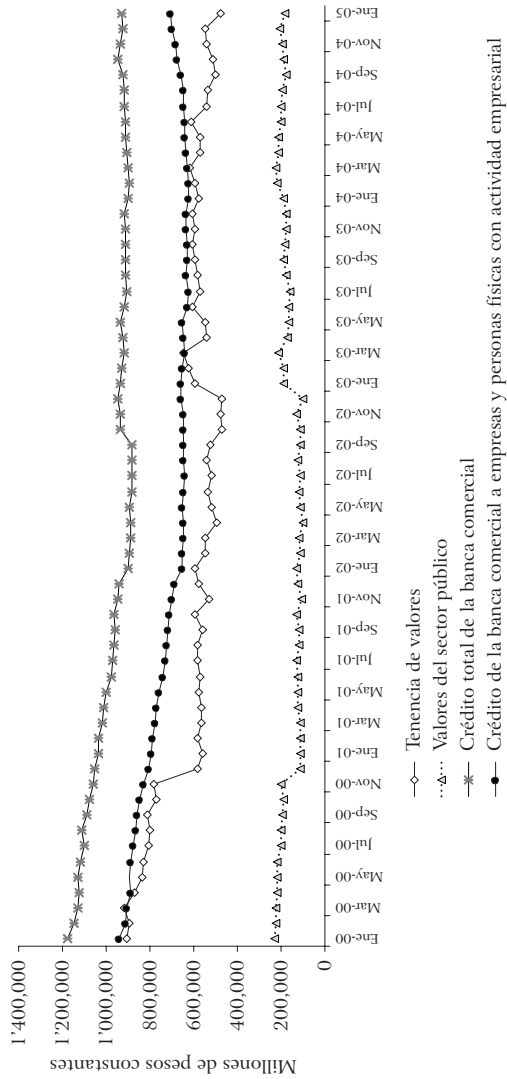
Como hemos dicho no toda la restricción crediticia se explica por el uso de los Brems y otros bonos gubernamentales, la globalización financiera y la liberalización de la cuenta de capital han generado diversas posibilidades de financiamiento y rentabilidad a la banca comercial; de hecho, la banca comercial tiene una gran variedad de activos financieros y disponibilidad de recursos que –como podemos observar en la gráfica 4– los bonos representan una pequeña cantidad del total de sus disponibilidades.

Adicionalmente el crédito bancario ha ido disminuyendo su papel como actividad fundamental de la banca comercial y ha sido sustituido no sólo por el manejo financiero de otro tipo de activos, sino también por la prestación de servicios financieros de administración de nomina y cartera financiera de sus clientes.

GRÁFICA 4
 RECURSOS DE LA BANCA COMERCIAL



GRÁFICA 5
CRÉDITO BANCARIO VERSUS TENENCIA DE VALORES



Lo importante a destacar es que el crédito bancario es comparable en magnitud a la tenencia de valores en general. Es decir, que en volumen la banca presta cantidades equivalentes a dichos valores, como se observa claramente en la gráfica 5, lo que podría reflejar un proceso de sustitución de cartera de crédito por activos financieros.

Desde la crisis bancaria de 1995 se han presentado en México dos fenómenos que han limitado el crecimiento económico y la generación de empleos: la desbancarización y la restricción crediticia.

La restricción crediticia es resultado de la negativa, por parte de la banca comercial, para otorgar créditos a empresas y familias, tanto de consumo, como hipotecarios y de inversión; así como también a la negativa de los agentes económicos para tomar crédito bancario.

Las razones son múltiples, los primeros años después de la crisis bancaria, la banca misma argumentaba como razón principal la falta de un marco legal que garantizará la recuperación de las garantías o el crédito; sin embargo, el crédito bancario destinado a la actividad empresarial siguió contrayéndose sin una razón aparente. Mientras que por parte del solicitante del crédito las razones se relacionan con una experiencia negativa vinculada a una crisis bancaria previa, el endurecimiento de las condiciones para la autorización del crédito y lo elevado de las tasas de interés en términos reales.

La desbancarización es el fenómeno de contracción del papel del crédito bancario dentro del sistema financiero total y la pérdida de participación en la captación del ahorro.

Tanto la restricción crediticia como la desbancarización impactaron de forma importante el financiamiento para la actividad empresarial. La tabla 1 muestra el proceso de restricción crediticia; en ella podemos observar cómo el crédito bancario va disminuyendo como porcentaje del PIB, mientras que en la gráfica 6 incluimos el crédito bancario para el sector empresarial y las personas físicas con actividad empresarial.

GRÁFICA 6
CRÉDITO BANCARIO COMO PORCENTAJE DEL PIB

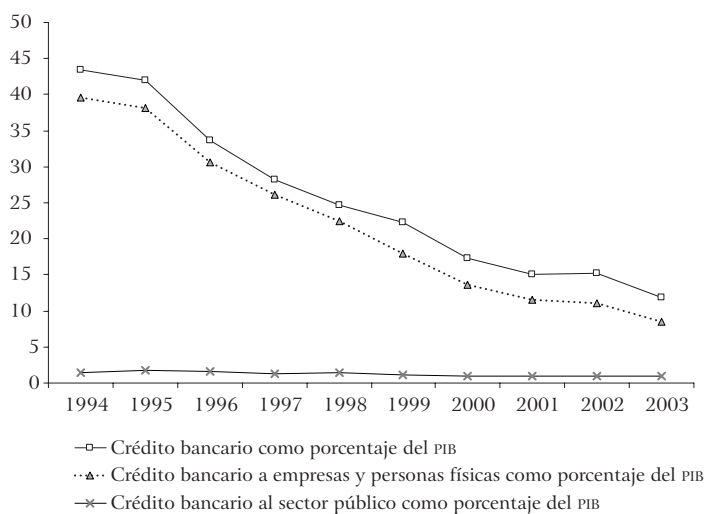


TABLA I

Fecha	Crédito bancario % PIB	Crédito bancario a empresas y personas físicas % PIB	Crédito bancario al sector público
1994	43.50	44.71	1.45
1995	42.03	49.33	1.70
1996	33.60	42.17	1.66
1997	28.21	32.86	1.35
1998	24.68	27.17	1.41
1999	22.35	21.41	1.12
2000	17.24	16.33	0.90
2001	15.10	12.20	0.97
2002	15.23	11.59	0.96
2003	11.80	11.06	1.02

Fuente: Banco de México, *Agregados monetarios y financieros*.

En la gráfica 7 podemos observar con claridad el fenómeno de desbancarización y como las empresas van sustituyendo el

GRÁFICA 7
ENDEUDAMIENTO BANCARIO Y NO BANCARIO DE EMPRESAS Y PERSONAS FÍSICAS
CON ACTIVIDAD EMPRESARIAL

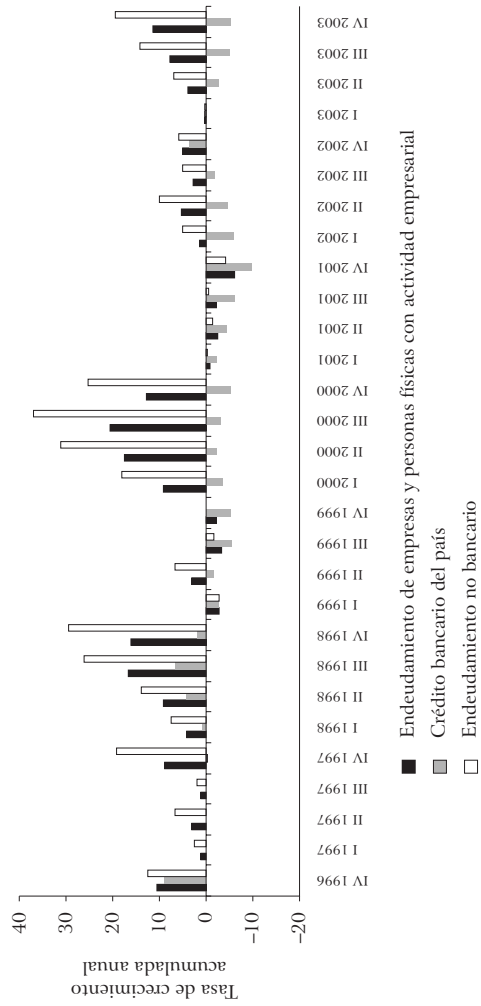


TABLA 2
FINANCIAMIENTO OBTENIDO CON PROVEEDORES
(Porcentaje del financiamiento total)

<i>Fecha</i>	<i>Pequeña empresa</i>	<i>Mediana empresa</i>	<i>Empresa grande</i>	<i>Empresa AAA</i>
I 1998	53.8	38.5	19.6	14.3
II 1998	41.3	39.1	25	22.2
III 1998	49.1	42.4	29.9	15.4
IV 1998	55.7	48.1	39.3	19.2
I 1999	57.7	51.9	38.9	22.2
II 1999	58	48.6	33.1	23.3
III 1999	52.5	46.2	34.6	34.3
IV 1999	56.9	46.3	35.9	26.3
I 2000	58.5	47.5	39.1	20
II 2000	61.6	50.4	39.4	22.9
III 2000	60.2	51.9	38.4	23.8
IV 2000	64	53.8	43.8	26.8
I 2001	65.8	57.8	41.2	30
II 2001	64.4	54.8	38.7	27.8
III 2001	62.3	52.9	44.1	32.5
IV 2001	59.3	53.8	43.8	27.5
I 2002	62.4	59.1	46.8	32.5
II 2002	61.6	54.1	49.3	35
III 2002	64.4	59.9	44.4	33.3
IV 2002	63.3	60.1	43.6	36
I 2003	65.4	5.7	49.7	29.2
II 2003	63	58.4	50.3	25.5
III 2003	66.5	60.1	49.3	26.7
IV 2003	62.5	8.5	48.7	32.4
I 2004	64.4	56.9	53.3	26.3
II 2004	63.7	55.9	49.6	26.8
III 2004	66.1	8.6	52.2	32.4
IV 2004	63.6	55.7	47.4	31.2
I 2005	66.7	57.5	51.3	33.3
II 2005	66.7	57.2	52.3	44.8
III 2005	69.6	55	53	42.9
IV 2005	69	58	52.8	44.4

Fuente: Banco de México, Encuesta crediticia.

crédito bancario por otro tipo de financiamiento, siendo el más importante el crédito de proveedores; esta sustitución de canales de financiamiento genera problemas de liquidez a la empresas y

abre un circuito diferente en los mecanismos de transmisión de la política monetaria a través del canal del crédito.

La tabla 2 nos muestra el predominio del financiamiento vía proveedores por parte de todo tipo de empresa, financiamiento que, adicionalmente, genera otros problemas en la dinámica económica.

Este crédito de proveedores es un crédito que no genera dinero, sino un flujo de efectivo restringido, pero sobre todo facilita el flujo de mercancías: la posibilidad de vender la producción autofinanciándola. Tal como las familias al instaurar tandas, la posibilidad de realizar compras con el financiamiento de conocidos voluntariamente involucrados en un proyecto temporal de financiamiento común.

Las empresas se financian entre sí, de proveedor a comprador, generando una cadena integradora en una especie de autofinanciamiento como resultado de un mercado crediticio bancario restringido, fenómeno que —como ya dijimos— la globalización financiera, el manejo del crédito interno neto y sus componentes, junto con la alternativa rentable de los bonos gubernamentales y de Banxico, tiene mucho que ver.

MODIFICACIÓN DEL CANAL DE TRANSMISIÓN CON RESTRICCIÓN CREDITICIA, APERTURA EXTERNA Y MERCADO INTERNO DEPRIMIDO

EL EFECTO de transmisión de la política monetaria puede ser modificando según cambian los escenarios macroeconómicos.

Como resultado de la globalización financiera y el proceso de restricción crediticia bancaria, los empresarios buscan formas alternativas de financiamiento, sobre todo cuando, ante la apertura externa y el incremento de la competencia, no pueden trasladar el incremento en sus costos de producción o la reducción de sus niveles de productividad a los precios finales.

Por su parte la liberalización financiera y de cuenta de capital modifica el comportamiento de las instituciones financieras im-

pactando severamente aquellas economías cuyo financiamiento tradicional había sido el financiamiento bancario.

Dentro de la modificación del canal de transmisión influye notablemente la técnica utilizada en la fijación de precios por parte de las empresas.

*Ambiente macroeconómico estable
e inflación baja. Sobre la rigidez
de los salarios reales*

Cuando las empresas no pueden trasladar a los precios finales la reducción de los niveles de productividad, o el incremento en los costos de producción, y adicionalmente presentan problemas de financiamiento, el empresario buscará formas alternativas de financiamiento o reducción de costos con aquellos agentes económicos con los que tenga mayor poder de mercado y pueden ser proveedores, consumidores o trabajadores.

Dado el mercado interno deprimido y la apertura externa, el consumidor no será una buena alternativa, y dado el problema de flujo de efectivo, el proveedor no siempre estará de acuerdo con el financiamiento, de forma que, muy probablemente, el ajuste se realiza directamente con el trabajador a través de los contratos laborales y las condiciones de contratación.

Así tenemos un doble impacto:

1. El financiamiento con proveedores genera un problema de flujo de efectivo a lo largo de la cadena de valor, y cuando se presenta un problema de insolvencia, dicha cadena se fractura; pero aquí las negociaciones dependerán del poder de mercado del proveedor o comprador, el cual variará de empresa a empresa y de industria a industria.
2. Con relación al mercado laboral, es evidente que el poder de negociación está en manos del empleador, y dada la segmentación del mercado de trabajo, le permitirá imponer condiciones laborales al momento de la contratación.

El primer punto quedará para una investigación posterior, enfocándonos en este documento en los efectos sobre el mercado laboral. Esto significa el predominio de nuevos esquemas de contratación laboral como los contratos por comisión, a destajo, la subcontratación, el denominado multinivel, la contratación por honorarios o la contratación temporal por sobre la permanente, que vienen a flexibilizar las condiciones laborales y los costos asociados a las mismas, permitiendo al empresario mantener el margen de utilidad.

Se ha demostrado que la mayoría de las empresas utilizan una técnica de “costos plus”¹³ en donde se aplica un margen de beneficios deseado a la estimación de los costos, y si existen altas expectativas inflacionarias, se agrega al precio final un margen adicional para cubrir los costos de reposición ante la inflación esperada. De esta forma el objetivo del incremento en el corto es hacer converger las expectativas inflacionarias con la meta de inflación. Si la meta de inflación se cumple, se logra credibilidad y en un futuro los agentes económicos celebrarán los nuevos contratos de compraventa ajustados a la meta de inflación. Esto supone que la tasa de beneficios se mantiene constante y los ajustes se hacen en precios, si el mercado así lo permite; o bien, sobre costos, si la técnica y el financiamiento disponible así lo permite. Sin embargo, en un escenario de apertura externa, tipo de cambio flexible, mercado interno deprimido (estancamiento) y restricción crediticia, el ajuste recae en el flujo de efectivo mediante la negociación con proveedores y/o la negociación de las condiciones laborales y los salarios en los nuevos contratos laborales.

Bajo escenarios de elevada inflación, como el caso de México en el pasado, los salarios reales se mostraron sumamente flexibles a pesar de la rigidez en el salario nominal,¹⁴ lo que permitía al em-

¹³Brigham (1978), Henry y Hynes (1982). Hay muchas formas de establecimiento de precios de costos plus, pero una de las más típicas implica la estimación de los costos variables promedio de la producción, la venta en el mercado de un producto dado, agregando un margen de gastos generales y luego sumando un margen de porcentaje para los beneficios. En países con historial inflacionario elevado, los empresarios agregan un porcentaje adicional que es la inflación esperada.

¹⁴De acuerdo con el artículo 51 de la Ley Federal del Trabajo, se prohíbe específicamente los recortes del salario nominal.

presario reducir los costos laborales en términos reales y mantener los niveles de empleo; sin embargo, en escenarios de baja inflación, el salario real se torna inflexible, eliminado así la posibilidad de ajuste.¹⁵ Ante este tipo de rigidez salarial, el empresario busca mecanismos alternativos de ajuste cuya explicación se encuentra estrechamente relacionada con la forma de determinar los precios.

La inflexibilidad del salario nominal y real, junto con los costos laborales adicionales: compensaciones, premios de antigüedad, licencias de maternidad, capacitación, etcétera, generan formas alternativas de contratación que permitan flexibilizar los costos laborales.

Se han realizado estudios para la economía mexicana que demuestran cómo se incrementan los costos salariales conforme la inflación decrece (Castellanos, 2001).

El costo salarial general asociado a los nuevos esquemas de contratación se convierte en una variable de ajuste, y ya no en una causa directa de la inflación¹⁶ (véase gráfica 8, e incluso algunos estudios han demostrado cómo los salarios nominales en las grandes empresas se han reducido, a pesar de la prohibición explícita de la Ley Federal del Trabajo (Castellanos, García-Verdú y Kaplan, 2004: 15-18).

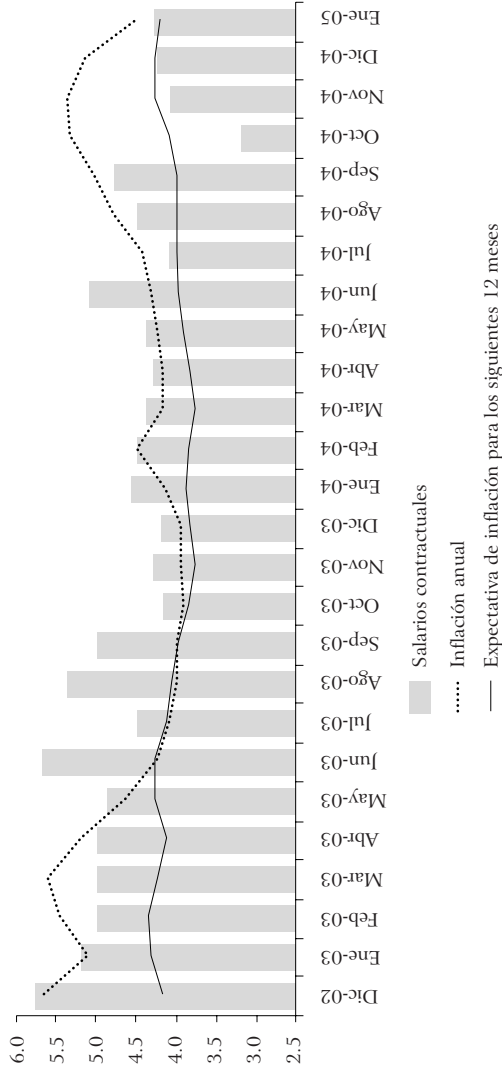
Por su parte, la generación de empleos formales se estanca, la calidad del empleo y las condiciones laborales se deterioran y el sector informal se amplía.

Incluso surge la informalidad dentro de la formalidad (un segmento de los trabajadores de la empresa que se registran con niveles salariales menores a los recibidos, o que definitivamente no se registran por empresas formales). Así, la contratación temporal y la subcontratación, junto con la informalidad, representan un mayor grado de flexibilidad a la hora de realizar los contratos.

¹⁵ Para profundizar en este punto puede consultar el trabajo de Castellanos, García Verdú y Kaplan (2004).

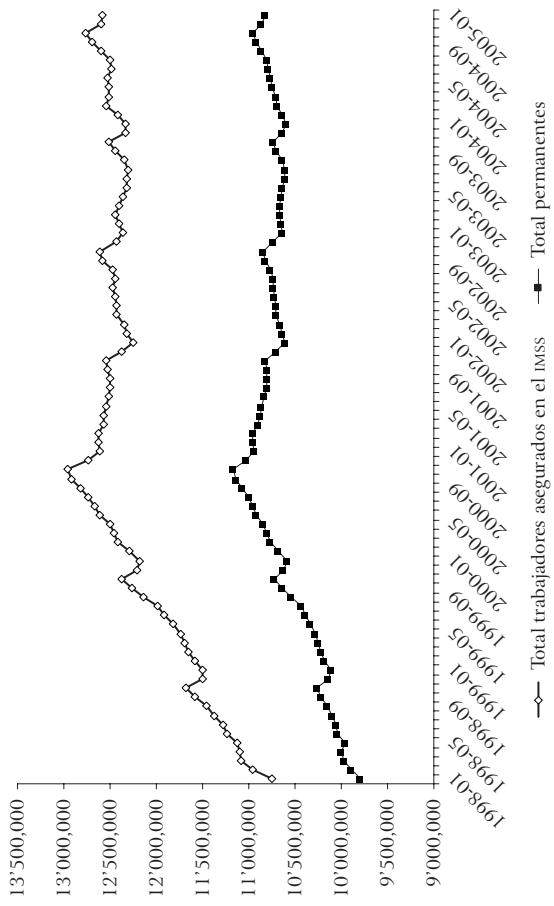
¹⁶ En una conferencia dada en Coparmex Jalisco en marzo de este año, el director de Relaciones Externas de Banco de México reconoció que el salario ha dejado de ser una fuente inflacionaria.

GRÁFICA 8
 REVISIÓN DE SALARIOS CONTRACTUALES E INFLACIÓN
 (Porcentaje anual)



Fuente: Banco de México, Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado, enero de 2005.

GRÁFICA 9
TRABAJADORES DEL IMSS



Considerando a los trabajadores registrados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), como un indicador del empleo formal al que consideramos como el de mayor calidad debido a las prestaciones que cubre, podemos observar en la gráfica 9 cómo la generación del empleo permanente se ha estancando.

Si adicionalmente consideramos que los datos del IMSS representan un tercio de los obtenidos en la Encuesta Nacional de Empleo Urbano (ENEU), y que dicha encuesta refleja tanto la formalidad como la informalidad, trabajada conjuntamente con los datos del IMSS, podría establecerse que la diferencia es un empleo de baja calidad y un dato cercano a la informalidad. Con esto en mente, podemos observar en la gráfica 10 que la calidad del empleo es realmente mala en México, puesto que alrededor del 45 por ciento de los encuestados no goza de ninguna prestación y dicho dato se ha ido incrementando a partir del año 2000, aunque no de forma significativa (véanse gráficas 11, 12 y 13).

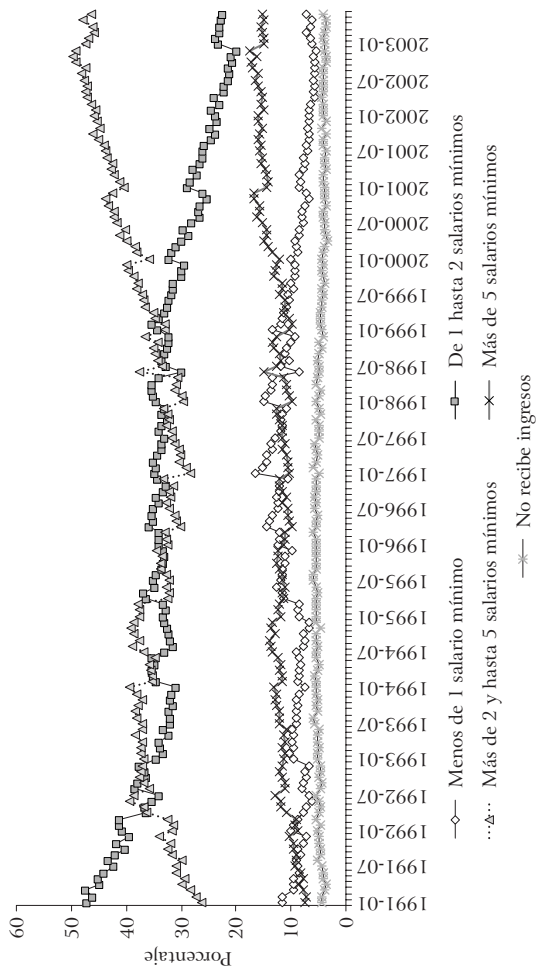
*Mercado interno deprimido,
no traslado de incremento de costos
de producción a precios*

La reducción sustancial en la inflación, tiene que ver en parte con la política monetaria de metas de inflación y su efecto sobre las expectativas inflacionarias, ya que en función de las mismas es que la inflación puede comportarse inercialmente, sobre todo cuando éstas se encuentran por encima de la meta inflacionaria, de forma que la aplicación del corto tiene como objetivo fundamental influir en el muy corto plazo sobre la expectativa inflacionaria y la tasa de interés. Sin embargo el control de la inflación no puede explicarse exclusivamente por esto.

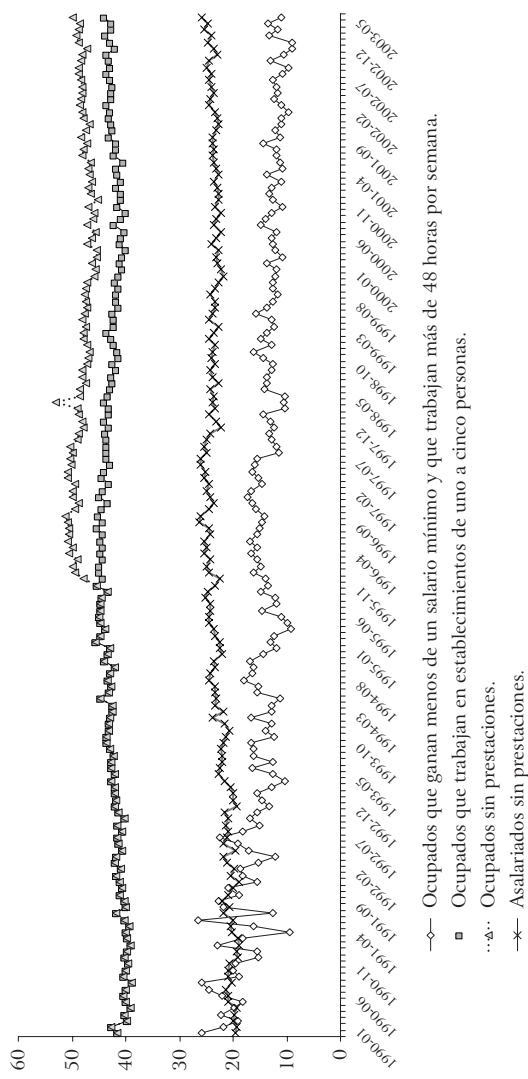
El elemento adicional tiene que ver con la reducción de los niveles inflacionarios es la apertura externa y el mercado interno deprimido.

La apertura externa implica un mayor grado de competencia para todo tipo de empresas en el mercado interno, lo que debilita

GRÁFICA 10
 ENEU
 OCUPADOS URBANOS SEGÚN NIVEL DE INGRESO

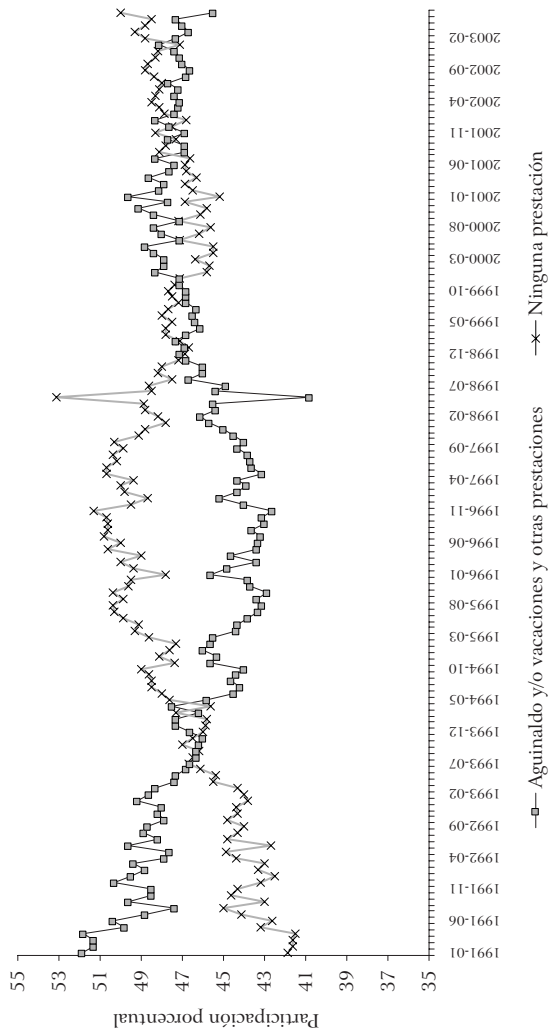


GRÁFICA II
 ENEU
 CONDICIONES CRÍTICAS DE OCUPACIÓN
 (Participación porcentual)

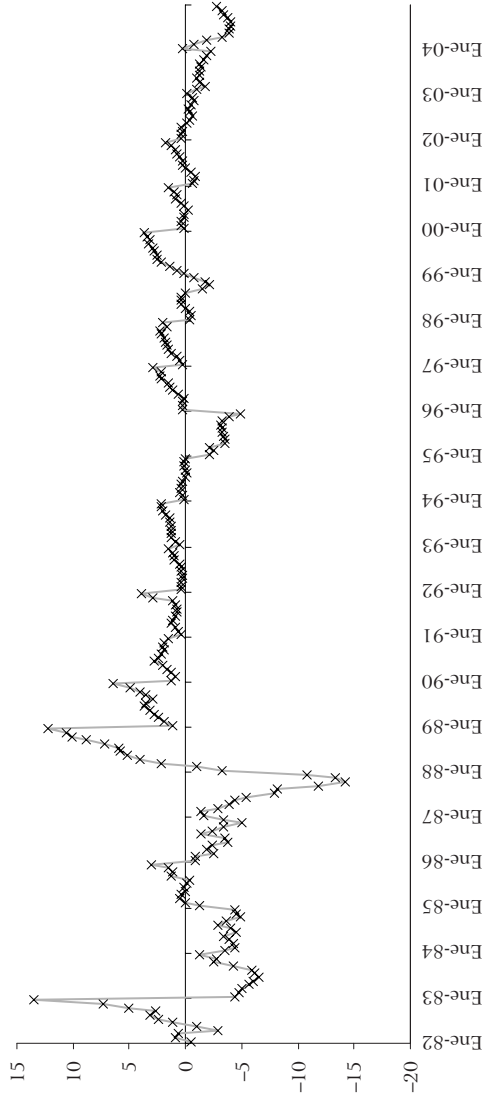


- ◇— Occupados que ganan menos de un salario mínimo y que trabajan más de 48 horas por semana.
- Occupados que trabajan en establecimientos de uno a cinco personas.
- △— Occupados sin prestaciones.
- ×— Asalariados sin prestaciones.

GRÁFICA 12
ENEU



GRÁFICA 13
DIFERENCIAS DE INFLACIÓN ACUMULADA ANUAL,
INPC-INPP



el poder de mercado y el mecanismo de transmisión de los costos a los precios finales, y si a esto agregamos el bajo dinamismo en el crecimiento económico en un entorno de mercado interno deprimido, es claro que el margen de maniobra para trasladar el incremento en los costos de producción, o el decremento en la productividad, a los precios finales se reduce.

La gráfica 13 nos habla claro al respecto. En ella hemos graficado la diferencia entre la inflación anual medida por el índice nacional de precios al consumidor y el índice nacional de precios al productor ($INPC - INPP$). Si el $INPC$ es mayor que el $INPP$ el resultado es positivo y el productor puede trasladar a precios finales sus costos de producción; si por el contrario el $INPC$ es menor que el $INPP$, el productor está absorbiendo los costos de producción y reduciendo su margen de utilidad, lo que lo orilla a buscar la reducción de costos de aquellos insumos sobre los que tenga algún poder monopólico (poder de compra), en nuestra hipótesis “las condiciones de contratación laboral”.

La interpretación de la gráfica es la siguiente, el acercarnos al eje horizontal implica una distancia menor entre ambos índices, una mayor distancia en el cuadrante de los números positivos, implica una mayor margen de utilidad, puesto que el $INPC$ ha absorbido el incremento en los insumos de producción y un componente adicional como podrían ser las expectativas inflacionarias,¹⁷ o una mayor voracidad en las utilidades por parte de los empresarios. En el cuadrante de los números negativos, una mayor distancia con respecto al eje horizontal implica que el $INPP$ es mayor que el $INPC$ y el productor no ha podido trasladar a los precios finales el incremento en sus costos de producción o su baja productividad y por el contrario está incrementando sus pérdidas. Una menor distancia con respecto al eje horizontal es un acercamiento entre el $INPC$ y el $INPP$, comprimiendo el margen de utilidad del empresario, pero también puede representar la eliminación del efecto de las expectativas inflacionarias.

¹⁷ Asumimos que el $INPP$ incluye el efecto inflacionario que podría ser producto de un traslado a precios de la depreciación o devaluación del tipo de cambio.

Como se observa claramente en la gráfica, la distancia entre los índices se ha reducido, y en especial de 2002 en adelante se ha tornado negativa, aunque el periodo no es suficiente para generar una tendencia, se puede observar que las diferencias tienden a mantenerse cerca de las abscisas, lo que supone pérdidas para las empresas. Dada la técnica de fijación de precios de costos plus, esto significa que, ante la imposibilidad de trasladar a precios los costos de producción y ante la reducción de las expectativas inflacionarias, el empresario se enfocará sobre la reducción de costos para mantener su margen de utilidad. Lo que fortalece el argumento de la negociación de contratos salariales y esquemas de contratación, sobre lo cual tiene un mayor poder como empleador.

Adicionalmente en un escenario de baja inflación, con mercado interno deprimido y apertura externa, los salarios reales se han mantenido relativamente estables. Sabemos que en una economía de mercado, los precios son la variable de ajuste cuando existen rigideces en las cantidades, pero una vez que la inflación es baja, los salarios reales se mantienen generando un peso proporcionalmente mayor del costo de la mano de obra para el empresario, sobre todo si el mercado interno está deprimido y los precios de venta continúan bajando, mientras que el costo de los insumos sube (en el caso de México por el precio de la energía eléctrica, el gas, la gasolina, el acero, el aluminio etcétera).

Lo anterior significa que los costos de producción se incrementan, mientras que los precios de venta se mantienen relativamente estables.

Dado que la existencia de contratos laborales permanentes y la imposibilidad legal de disminuir el salario nominal, junto con el costo adicional que generan las prestaciones sociales, capacitación, pensión, jubilación, pago de vacaciones, crédito fiscal al salario, etcétera, se genera una mayor rigidez en el costo laboral por lo que el empresario buscará sustituir dichos contratos laborales por esquemas alternativos de contratación y por contratos temporales. Ejemplo de esto es el predominio de la subcontratación, los

contratos por honorarios, a destajo, los contratos de comisiones mercantiles o el esquema del multinivel.

CONCLUSIONES

DE ACUERDO con el artículo 28 constitucional y al artículo 2o. de la Ley del Banco de México, Banxico no es legalmente responsable sobre los efectos de la política monetaria en la dinámica económica, tampoco es responsable, ni tiene entre sus objetivos la generación de empleos, ni minimizar los efectos del tipo de cambio sobre la actividad económica; aun cuando es reconocido por todos los bancos centrales del mundo los efectos que la política monetaria tiene en el corto plazo sobre la producción, el consumo, la inversión y el empleo.

Es por esta razón que otros bancos centrales establecen objetivos adicionales a la política monetaria como, por ejemplo: la generación de empleos y el crecimiento económico; y algunos otros tiene una estrategia de metas de inflación, pero sin ningún objetivo inflacionario explícito, lo que permite un mayor grado de libertad en la estrategia monetaria. Tal es el caso de la Reserva Federal en Estados Unidos, donde –como podemos observar en el párrafo siguiente– se le da importancia a otros objetivos económicos.

Through the Federal Reserve Act, Congress has instructed the Federal Reserve to conduct monetary policy in support of the nation's economic goals. Specifically Congress requires the FOMC *to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates* in our press releases, we refer to these requirements in shorthand as *price stability an sustainable growth*.¹⁸

En el caso de México, toda la estrategia de política monetaria se centra en un objetivo básico: la estabilidad del poder adquisi-

¹⁸Sandra Pianalto (2005), presidenta y CEO del Banco de la Reserva Federal de Cleveland y miembro del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC).

tivo del dinero, y dos objetivos secundarios, promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento del sistema de pagos. Sin hacer referencia alguna sobre los efectos que la política monetaria puede tener en el sector real de la economía, como la generación de empleos, el crecimiento económico, etcétera.

La definición de la estrategia de metas de inflación explícita, centra toda la atención de Banxico en la estabilidad del poder adquisitivo del dinero, y toda la instrumentación de la misma se enfoca a dicho logro. El análisis y la atención del banco central se enfoca sobre el fenómeno inflacionario y sus componentes restando importancia a los efectos de corto plazo que dicha política genera en el sector real de la economía.

Sin embargo, en un contexto de globalización internacional de capitales, liberalización financiera y de cuenta de capital, en una economía pequeña y abierta, con tipo de cambio flexible, como es el caso de México, existe un mecanismo de transmisión por el canal del crédito que impacta a la calidad del empleo y la creación de empleos formales.

La instrumentación de la política monetaria a través básicamente de las operaciones de mercado abierto, vía bonos de regulación monetaria y bonos del sector público,¹⁹ genera para la banca una atractiva posibilidad de rendimiento que puede sustituir al crédito bancario para el sector empresarial.

Las opciones financieras que los bancos comerciales tienen en el manejo de sus recursos como: bonos del gobierno, incluyendo los antiguos pagarés del Fobaproa y ahora del IPAB, y los bonos de regulación monetaria permiten a la banca comercial distraer recursos del objetivo de financiar la inversión productiva de las empresas.

Los bancos tienen la opción de vivir de sus rendimientos a través de la gestión de su portafolio de inversión, los servicios financieros en la gestión de la cartera de sus clientes y su inversión

¹⁹ Ya que el Banco de México es el agente fiduciario del gobierno y a la par puede aconsejar sobre el manejo de la deuda pública interna.

en bonos gubernamentales, donde el crédito empresarial ya no tiene un papel relevante.

Dada la existencia de mercados laborales segmentados y la técnica de costo plus, la política monetaria enfocada sobre un único objetivo y bajo una estrategia de metas de inflación explícita ha retroalimentado la restricción crediticia bancaria generando problemas de financiamiento para el sector empresarial, que ha tenido que recurrir al financiamiento con proveedores y la reducción de los costos laborales bajo nuevos esquemas de contratación que deprimen la calidad del empleo.

En función de lo anterior, es recomendable plantear la necesidad de ampliar los objetivos del Banco de México y presionar, por el lado del Congreso, a que el banco central mismo evalúe los efectos de corto plazo de la política monetaria sobre el sector real de la economía.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE MÉXICO, *La conducción de la política monetaria del Banco de México a través del régimen de saldos acumulados*, México, Dirección General de Operaciones de Banca Central, 1995.
- , *Informes anuales*, varios números.
- BRIGHAM, E.F. y J.L. Pappas, *Economía y administración*, México, Interamericana, 1978.
- CASTELLANOS, Sara G., “Downward Nominal Wage Rigidities And Employment: Microeconomic Evidence of Mexico”, mimeo., Banco de México, enero de 2001.
- HENRY WILLIAM, R. y Warren W. Haynes, *Economía de la empresa*, México, CECSA, 1982.
- LÓPEZ GONZÁLEZ, Teresa, “Liberalización financiera, esterilización monetaria y desintermediación bancaria en México”, en Mántey y Levy, *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, México, UNAM-ENEP-Acatlán, 2003.
- MEYER, Laurence H., “Practical Problems and obstacles to inflation targeting”, *Review (Federal Reserve Bank of Saint Louis)*, vol. 86, núm. 4, julio-agosto de 2004.
- PIANALTO, Sandra, *A Perspective on Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Cleveland, 1o. de febrero de 2005.

- TORRES GARCÍA, Alberto, *Un análisis de las tasas de interés en México a través de la metodología de reglas monetarias*, Banco de México, Dirección General de Investigación Económica, Documento de Investigación núm. 2002-11, diciembre de 2002.
- WERNER, Alejandro y Santiago Bazdresch, *La inflación moderada y la inestabilidad del proceso inflacionario*, Banco de México, Dirección General de Investigación Económica, Documento de Investigación núm. 9906, junio de 1999.

CAPÍTULO 5

ALICIA PUYANA MUTIS*
Y JOSÉ ROMERO**

La revaluación cambiaria y el retroceso del sector agropecuario mexicano. ¿Una historia de medio siglo?

INTRODUCCIÓN

A 20 AÑOS de iniciado el proceso aperturista y dos lustros de vigencia del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), México es una de las economías de tamaño intermedio más abiertas del orbe. Los aranceles mexicanos se han abatido y el movimiento de bienes, servicios y capitales es prácticamente libre. La apertura formó parte de las políticas para paliar la crisis de la deuda de 1982, cuando México anunció que no podía cumplir sus compromisos externos. Se sumaron las reformas del régimen de comercio exterior, que no tenían que formar parte del paquete. No obstante, para los trabajadores mexicanos atravesar las fronteras estadounidenses implica un riesgo cada vez más fatal.

La agricultura no quedó exenta de este empuje liberalizador. Varios pasos se dieron para someterla a la competencia internacional y “modernizar” sus estructuras: el ingreso al GATT, la reforma al artículo 27 de la Constitución y los compromisos del TLCAN. La meta era transformar la extensa agricultura campesina mexicana en una capitalista de gran escala, sometida a las reglas del mercado y respondiendo a las señales de precios tal como lo hace el sector manufacturero. En la mira de los reformadores estaba la propiedad ejidal, cuyas tierras deberían ofrecerse en el mercado a los interesados en adquirirlas al impulso de los estímulos que el TLCAN prometía a las actividades en las que México probaría eficiencia

* Investigadora de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (Flacso), México.

** Profesor de El Colegio de México. El maestro Marco Tulio Esquinca fungió como asistente de investigación. Los errores son responsabilidad exclusiva de los autores.

internacional: frutas y hortalizas. Para que este círculo virtuoso se cerrara había que bajar los precios de la tierra con relación al capital y al trabajo. Se esperaba, al ampliar la oferta de tierras, reducir su valor y propiciar cambios en el tipo de propiedad y en su dedicación.

El TLCAN sometió el sector agropecuario al proceso de desgravación arancelaria. Los esquemas de integración económica regional habían excluido el sector agropecuario o sometido a políticas sectoriales particulares, como lo hace la Política Agropecuaria Comunitaria, de la Unión Europea. En el GATT, la Ronda Uruguay fue la primera en programar negociaciones en el sector agropecuario (Finger, 1993).

El alcance y efectos de estas reformas son centrales al abordar el tema de este capítulo: “la revaluación cambiaria y los precios agrícolas”, toda vez que buscaron afectar los precios relativos internos y externos de los factores, los productos y de la divisa nacional en términos de los de los principales socios comerciales de México, esto es, alinear estas cotizaciones con las de Estados Unidos. Este tema y el enfoque propuesto, imponen una perspectiva de largo plazo ya que los efectos del cambio en los precios relativos en la ubicación de factores se verifican en este horizonte temporal. Si este raciocinio es verdadero para la industria o el comercio, lo es más al tratarse de la agricultura, por los elementos que conforman la repuesta del sector a las señales de precios. En efecto, son muchos, y de variado carácter, los factores que actúan y alteran las relaciones de precios que se establecen en el sector agropecuario, los alejan de los costos de producción y distancian los costos de los factores de los que resultarían de la dotación de cada país.

La afectación del desarrollo del sector agropecuario, mediante la alteración de los precios relativos de la agricultura por la vía de la revaluación real de la tasa de cambio se remonta al establecimiento de los mecanismos del modelo de industrialización por sustitución de importaciones (ISI), a partir del cual analizamos sus efectos. Las bonanzas petroleras reforzaron la revaluación y permitieron prolongar el modelo sustitutivo más allá de lo racional.

Recientemente, los flujos de capital externo y las remesas, ayudan a la revaluación (Puyana y Romero, 2005a).

La historia mexicana de la revaluación cambiaria data de los inicios de la segunda posguerra. Entre 1951 y 1975 el peso se revaluó en más del 30 por ciento. La devaluación de 1976 restauró la paridad al nivel de mediados de los años cincuenta, en el cual se estabilizó por dos años, para revaluarse de nuevo hasta 1982, cuando la crisis de la deuda impuso revaluar. Las devaluaciones de 1986 y 1994 están presentes en la memoria colectiva y en 2004 la apreciación del peso es similar a la existente a inicios de diciembre de 1994, de dolorosa recordación.

Este trabajo se desarrolla así: en el segundo apartado se presentan los elementos discriminatorios establecidos durante la sustitución de importaciones y se analiza la revaluación y sus efectos sobre los precios relativos y el crecimiento del sector. En el tercer apartado se describen las reformas estructurales y los programas de ajuste, desde los ángulos de interés para la agricultura y se considera el conjunto de medidas encaminadas a abrir el sector a la competencia internacional. Se estudian los efectos de la apertura y del manejo cambiario sobre la ubicación de factores, la productividad y los precios de los bienes agropecuarios. En el cuarto se repasan los efectos de las reformas y la liberalización de la economía sobre el equilibrio del mercado interno de productos agropecuarios y el balance comercial y se sugieren algunos impactos sobre la distribución del ingreso. En el último apartado se concluye.

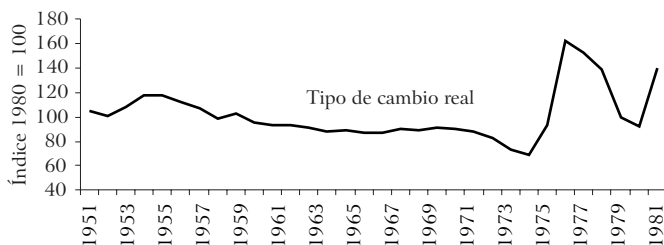
DE LA SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES A LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

LA SUSTITUCIÓN de importaciones fue concebida para modificar los precios relativos de los factores y de los bienes, es decir, abaratar el capital con relación al trabajo y la tierra con relación al capital y al trabajo y reducir los precios de los alimentos y elevar los de los productos manufactureros. Se buscó modificar la rentabilidad relativa entre la agricultura y la industria, para propiciar el traslado de factores hacia ésta y acelerar su crecimiento con

miras a acelerar el crecimiento de la productividad en un modelo de equilibrio desequilibrado. Los estímulos políticos en favor de la industria de la transformación discriminaron a la agricultura a través de gravámenes directos e indirectos; por medio del control de precios de los alimentos y de los insumos agrícolas para la industria; el crédito y la importación o compra de maquinaria agrícola, todo lo cual llevó a la revaluación del tipo de cambio real y a tornar negativa la protección efectiva y deteriorar la relación de precios relativos, internos y externos, de la producción agrícola. La idea fue cambiar la tasa de cambio real en perjuicio de la agricultura y, por la vía de las importaciones de alimentos por entes oficiales, reducir los precios salario-alimentarios, para contener las alzas de costos laborales de las manufacturas. En tal sentido operaron los programas de vivienda popular, el suministro de agua potable, electricidad, salud y educación en las ciudades, entre otros. Incentivos crediticios y tributarios elevaron la rentabilidad y los retornos a las inversiones en las manufacturas, especialmente las intensivas en capital y afectaron la distribución del ingreso. El campo se rezagó en las inversiones públicas, en cobertura y en calidad (Puyana, 2002). Las inversiones públicas no lograron revertir el impacto de las políticas del ISI ya que fue más importante el gasto público destinado al fomento industrial y a la promoción de sus exportaciones, cuando al mediar los años sesenta, el modelo sustitutivo empezó a mostrar síntomas de fatiga. Durante este periodo, cayó la contribución agrícola al PIB y al empleo. Estos mecanismos estuvie-

GRÁFICA I

ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL, 1951-1982



Fuente: Cálculos basados en INEGI, *Estadísticas históricas de México*, y Banco de México.

ron acompañados por un manejo cambiario *ad hoc* que implicó el mantenimiento de la revaluación cambiaria durante extensos periodos.

La revaluación cambiaria ya era notoria en 1951 y se mantuvo hasta 1976 cuando fue necesaria una devaluación masiva, cuyos efectos se eliminaron al estímulo de los descubrimientos petroleros y de las escaladas de los precios del crudo a partir de 1973. La revaluación se mantuvo hasta la crisis de la deuda (véase gráfica 1).

El petróleo y sus bonanzas, los petrodólares y la escalada de los precios de otros productos básicos proporcionaron los recursos para mantener viva la idea de la industrialización, pagar los subsidios y los incentivos tributarios, invertir en proyectos intensivos en capital, como refinerías, plantas de aluminio, plásticos, siderurgias, a modo de *sembrar las bonanzas del petróleo*. El efecto de la monetización de los recursos de las exportaciones fue la revaluación real y severos daños a la capacidad de expansión de los sectores transables (Auty, 2004; Puyana y Thorp, 2002).

En este contexto, el retroceso del sector agropecuario en el PIB se ubica a inicios de los años sesenta. El crecimiento sectorial se rezagó sistemáticamente y cayó su importancia como fuente generadora de ingreso, al tiempo que se mantenía su peso en el empleo. La tendencia divergente del valor agregado y el empleo marca el estancamiento de la productividad (Puyana, 2002).

Al iniciar la década de los años ochenta, la estructura del PIB se había transformado, quizás no en el sentido buscado por las políticas sustitutivas que buscaban que las manufacturas fueran el sector predominante en la estructura del PIB, ya los cambios más notables se ubican en: 1. el descenso acelerado de la agricultura como fuente de PIB, 2. el abultamiento del sector servicios, convertido en refugio de desempleo, 3. estancamiento del sector manufacturero en el PIB desde la década de los setenta.

Los principales efectos sobre el desarrollo del sector agropecuario durante este periodo fueron, en primer lugar, la consolidación del modelo dual de desarrollo del sector rural,¹ ya que favoreció

¹ En México y a pesar de la reforma agraria se consolidó también el sistema dual de propiedad de la tierra, en el cual coexisten grandes extensiones y unidades extremadamente peque-

la mecanización y el uso extenso de insumos industriales al bajar su costo en relación con el trabajo y la tierra, es decir una intensidad factorial muy alejada de la dotación de tierra, trabajo y capital de México y crecieron las razones tierra-trabajo y capital-trabajo (Tomich *et al.*, 1995). Este sector fuertemente capitalizado coexistió al lado de un sector campesino, de baja productividad e ingresos y con poco o ningún acceso al crédito o a las nuevas tecnologías. Por lo general, este sector fue marginado de las inversiones públicas en riego y extensión tecnológica (Puyana y Romero 2005b). Se favorecieron las unidades grandes, con métodos de producción intensivos en capital (Tomich *et al.*, 1995; Gordillo *et al.*, 1999). Este modo de producción se caracteriza por un menos que óptimo uso de factores productivos y por elevar artificialmente, y con gran costo fiscal, la rentabilidad de las grandes unidades de explotación, asumiendo erróneamente que en la agricultura existen las mismas economías de escala de las manufacturas (Puyana y Romero, 2005b; Puyana, 2002). El resultado es la reducción de la absorción de trabajo y la preferencia de las actividades menos intensivas en trabajo, mientras se estimulaba la capitalización del agro daba libre acceso a la tecnología a los propietarios más grandes y a los productores de insumos industriales y se incentivó el traslado de tierra agrícola a la ganadería extensiva.

El predominio de la estructura bimodal de la tierra, a pesar de la superioridad en productividad de la agricultura a escala familiar en comparación con las grandes fincas (Berry y Cline, 1979; Deininger, 2000), es el resultado de políticas de apoyo a la agricultura moderna y a gran escala acorde al ISI; deviene de las restricciones al arrendamiento y de los incentivos para mantener la tierra como un factor de *atesoramiento* antiinflacionario. Se desarrolló tecnología para incrementar los rendimientos, sin considerar los costos o la productividad factorial total. En presencia de generosos incentivos y ante la renuencia a gravar la tierra, el precio de mercado de las grandes propiedades excede al valor capitalizado de las ganancias que éstas generan (Tomich, 1995).

ñas. Baste señalar que el coeficiente Gini de concentración de la propiedad de la tierra en México linda en el 64 por ciento (Deininger y Olinto, 2000; Puyana, 2002).

A los efectos del modelo sustitutivo hay que añadir los de las bonanzas petroleras de los años setenta e inicios de los ochenta y “más recientemente, a través de los crecientes flujos de capital extranjero, de las privatizaciones o las remesas, que tendieron a seguir el ajuste estructural y la liberalización del comercio” (Schiiff y Valdés, 1998), podrían ser la causa de la revaluación del tipo de cambio real y de los síntomas de la “Enfermedad holandesa”, o caída en la competitividad y retroceso prematuro de los sectores transables, en particular los intensivos en el uso de factores productivos domésticos (Gelb, 1989; Puyana, 2002).

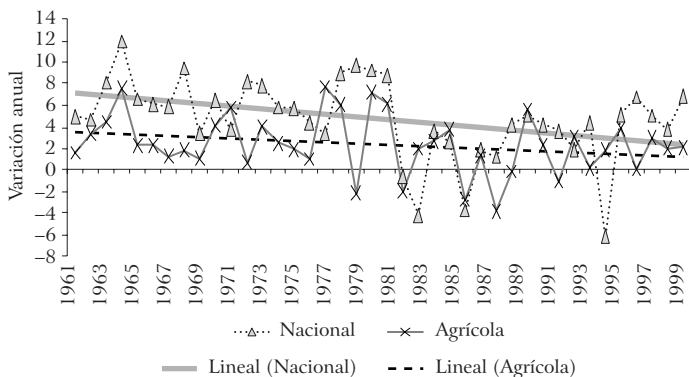
Es un hecho que, en los diferentes periodos de bonanzas petroleras, el peso mexicano experimentó revaluación real. Esta revaluación fue intensificada por la expansión de gasto público intensivo en bienes no transables, en los servicios públicos y en la construcción, típico uso de las rentas extraordinarias del crudo (Teichman, 1988). “...la apreciación de las monedas relacionada con *booms* de las materias primas y con el gasto gubernamental afectó a los productores agrícolas, aumentando la polarización en lugar de reducirla” (Binswanger y Deininger, 1997). En muchos casos, y México no es la excepción, con los ingresos de las bonanzas petroleras se subsidió la importación de alimentos para mantener el equilibrio entre oferta y demanda con producción interna y empleo de factores internos más bajos. Después de las “bonanzas”, la contracción de agricultura se produjo por efecto de su sensibilidad al arrastre del mercado laboral y de su carácter de sector transable de intensivo uso de factores domésticos. A pesar de las masivas importaciones, los precios de los alimentos tendieron a subir durante y después del *boom* (Gelb, 1988). Cuando las bonanzas terminaron todos los países petroleros devaluaron sus monedas, luego de las cuales se detectaron señales de recuperación en la agricultura, pero no lo suficientemente fuertes como para revertir el retroceso anterior (Puyana *et al.*, 2000; Puyana, 2002).

Los efectos de la revaluación de la tasa real de cambio sobre la estructura productiva de los bienes transables dependen de la intensidad y duración de la revaluación real. Si es de largo plazo e intensidad media, los efectos destructivos pueden ser de difícil

reversión (Gelb *et al.*, 1988; Auty, 1993 y 2003; Puyana y Thorp, 2002). Los efectos de la bonanza en la tasa de cambio real y de ésta sobre los sectores transables se conocen como “síntomas de enfermedad holandesa”, esto es el retroceso prematuro de los sectores comerciables a causa de la apreciación de la tasa real de cambio, o la subida de los precios de los bienes no comerciables en relación con los comerciables, la cual favorece el crecimiento acelerado de los sectores no comerciables, contrae los comerciables, ya sean importables o exportables, especialmente los intensivos en mano de obra y desestimula la absorción de factores productivos domésticos. Los cambios en la estructura del PIB entre 1940 y 2002 ilustran este proceso. De representar el 20 por ciento del PIB en 1940 la agricultura cae a cerca del 6 en los setenta, a 5 al iniciar la década de los ochenta y a cerca de 4.5 en el 2002. La evolución de las tasas de crecimiento del PIB total y agropecuario y estas últimas y el índice de la tasa de cambio real se presentan en las gráficas 2 y 3.

La gráfica 3 muestra el crecimiento de la agricultura y el índice de la tasa real de cambio. Las líneas de tendencia ilustran las

GRÁFICA 2
VARIACIONES DEL PIB NACIONAL
Y DEL VALOR AGREGADO AGRÍCOLA, 1961-2000

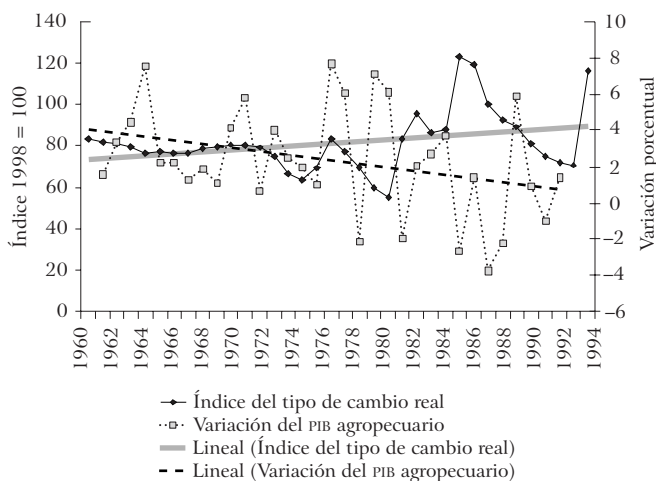


Fuente: Cálculos propios basados en INEGI, *Estadísticas históricas de México*, www.inegi.gob.mx

trayectorias divergentes de las dos variables: mientras asciende la del índice del tipo de cambio, es decir el peso se revalúa, disminuye la tasa de crecimiento del PIB agropecuario y la brecha se amplía con el correr del tiempo. Por supuesto no sugerimos relación de causalidad exclusiva, pues como planteamos inicialmente muchos factores actúan sobre los precios agropecuarios y que dan forma a la respuesta del sector agropecuario a las señales de precios. Más adelante se discutirán algunos.

Según Chenery y Syrquin (1986), y nuestros cálculos (Puyana y Romero, 2005b), aun si México tuviera un PIB por habitante de 10,555 dólares (un valor 1.75 veces superior al PIB por habitante observado para México en 2001), la participación registrada en 2002 de la agricultura en el PIB mexicano, del 5 por ciento, estaría por debajo de la norma de Chenery del 7 por ciento.

GRÁFICA 3
 ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL
 Y VARIACIÓN ANUAL DEL PIB
 AGROPECUARIO EN MÉXICO, 1960-1995



Fuente: Cálculos propios basados en INEGI, *Estadísticas históricas de México*, y Banco de México.

Con el PIB per cápita actual, el sector debería generar cerca del 13 por ciento del PIB total. También la participación de las manufacturas está por debajo de la norma. En contraste, el sector servicios está sobrerrepresentado, con el 73 por ciento del PIB cuando debería concentrar sólo el 43 por ciento. El descenso de la agricultura está asociado a los aumentos en la productividad de la agricultura y las manufacturas y a las diferentes elasticidades ingreso de la demanda por bienes básicos, manufacturas sofisticadas y servicios. En Estados Unidos la participación de la agricultura en el PIB llegó al 4 por ciento, cuando el PIB por habitante lindaba los 17,000 dólares constantes de 1999 (Tomich, 1995).

En síntesis, los efectos de las políticas aplicadas en México, durante el ISI y de la revaluación cambiaria atribuible a la bonanza petrolera de los setenta e inicios de los ochenta, son el retroceso prematuro de la agricultura y la consolidación de su modelo dual de propiedad y crecimiento. A ellos se suman la ineficiencia productiva, la distorsionada ubicación de factores productivos, la cual afecta la productividad sectorial y la del conjunto de la economía.

Con la instalación del modelo liderado por las exportaciones y la inversión extranjera se buscaba eliminar los elementos que marcaron el conocido sesgo urbano (Lipton, 1991) y propiciar la ubicación de factores productivos que garantizara la eficiencia de toda la economía, a nivel internacional. Se esperaba que la apertura y la eliminación de los elementos antiexportadores estimularan el crecimiento de los sectores con ventajas comparativas, intensivos en el uso de los factores abundantes, la agricultura y las manufacturas. Ni las reformas ni el TLCAN han logrado desacelerar el avance de la enfermedad holandesa de la economía mexicana, antes por el contrario, este índice se incrementó en un 40 por ciento, durante 1993-2002.

EL MODELO REGIDO POR LAS EXPORTACIONES

EL ESTALLIDO de la crisis clavó el puntillazo final al modelo ISI. La gravedad de la crisis deslegitimó argumentos a favor de la sustitución, dio luz verde y legitimó radicalidad en el cambio. Se impu-

sieron reformas que, en principio, eliminarían los elementos discriminatorios que propiciaron el traslado del excedente productivo hacia las manufacturas y la preferencia al desarrollo urbano sobre el rural. Se apalancaría el crecimiento más acelerado de la agricultura y de su productividad. Las predicciones no se cumplieron, por muchas razones. Los programas de ajuste fueron demasiado severos e indujeron recesión económica y afectaron la demanda interna, incluida la agrícola. Algunas actividades agrícolas y ciertos productores se habían beneficiado con la protección y los subsidios del ISI. A los insumos agrícolas para la industria o a la producción agrícola a gran escala y para las exportaciones, se concedieron subsidios y tasas reales de protección altas. Estos sectores consiguieron orquestar una oposición activa que les permitió conservar sus privilegios; el sesgo urbano en el gasto público continúa vigente (Puyana, 2002). Como resultado, los efectos de las reformas en la agricultura fueron ambiguos (Schiff y Valdés, 1998). Los campesinos pequeños y pobres, productores de alimentos para el mercado doméstico, no tenían la fuerza para oponerse y confrontar las alianzas entre los grandes propietarios y los grupos de presión urbanos y soportaron el mayor peso del ajuste (Bisinwanger y Deininger, 1997; Lipton, 1991).

Las reformas y el TLCAN constituyen otra política de actuar sobre los precios relativos del capital, la tierra, los bienes y las divisas y activar los cambios en la ubicación de factores productivos, empleo, capital y tierra, desde aquellas actividades que no pudieran competir con las importaciones desde Estados Unidos, hacia aquellas eficientes en los mercados nacional e internacional. Estos movimientos se consideraban necesarios para elevar la productividad sectorial, por cambios en 1. la estructura productiva: mayor producción de frutas y hortalizas y contracción de granos básicos y oleaginosas; 2. el uso y retribución a factores: menor empleo sectorial total, menor masa salarial total y más tierra e inversiones dedicadas a los productos; 3. el intercambio comercial: mayores importaciones de granos básicos y oleaginosas y crecientes exportaciones de frutas y hortalizas.

Se sabía que el nuevo modelo arrojaría perdedores y ganadores. Perderían aquellos productores de los bienes cuyos precios domésticos fueran superiores a los internacionales y que fueran vendedores netos de ellos antes y después de la apertura. Ganarían los compradores netos de estos bienes. También ganarían los productores con precios internos que fueran inferiores a los internacionales y vendedores netos de esos bienes antes y después de la apertura. Las ganancias en productividad generarían recursos para compensar a los perdedores y para apoyarlos a trasladarse a otras actividades agropecuarias, o a rurales no de este tipo o urbanas. De ahí surgieron Procampo y Alianza para el Campo.

Se esperaba que eliminar la revaluación y los impuestos implícitos a la agricultura, que provienen de la protección efectiva a la industria, estimularía la producción de transables intensivos en trabajo; en este sentido, estas políticas podrían reducir la pobreza. Esto fue anulado por el empeoramiento de los precios internacionales de bienes agrícolas importables y exportables y por otros factores que se han presentado en México como la reducción en los subsidios y en las inversiones, los episodios recurrentes y prolongados de revaluación, relacionados con la trayectoria de los precios de petróleo y la afluencia de recursos externos para la privatización, los capitales golondrina y los provenientes de las remesas. Por lo tanto, los efectos positivos de “establecer los precios correctos” fueron más bajos de lo esperado o nunca se manifestaron. La explicación a esta falta de respuesta a las reformas por parte del sector agrícola es que dichas reformas no “fueron lo suficientemente estructurales”; apuntaron a cambiar los precios relativos –*relajación del mercado*– mediante la reducción de intervenciones estatales –*contracción estatal*–, pero dejaron intactos los elementos que constituyen las causas más importantes de las imperfecciones en el mercado: es decir, la *supresión del mercado*, que en términos generales proviene en mayor medida de las acciones privadas que el ajuste estructural no afectó: “...éstas incluyen desde monopsonios comerciales y de crédito hasta la extracción *quasi* feudal de rentas” (Lipton, 1991). Así, en México, la concentración del mercado interno es muy elevada en productos pere-

cederos, por ejemplo el mercado del aguacate está controlado por siete comerciantes al por mayor, el de la naranja por cinco, y el del tomate, por sólo ocho compradores. Similar es la situación en los servicios de manejo por cosecha, almacenamiento y empaque (Brizzi, 2000; Puyana y Romero, 2005b). En estas circunstancias, se necesita intervenir el mercado para reducir la supresión generada desde la acción privada y crear el mercado. Como ha sucedido, a causa de las decisiones políticas y por las restricciones presupuestarias, los cambios se limitaron a la *relajación del mercado*, en la forma de la reducción del gasto público siempre y cuando fueran los campesinos quienes asumieran los costos (Lipton, 1991). La inestabilidad en los precios del petróleo y de los flujos de inversiones extranjeras exacerbó el impacto del ajuste estructural. Todo afectó el crecimiento general; el empleo, la participación de los salarios en el ingreso total, la evolución de términos de intercambio internacional y doméstico entre la agricultura y la industria.

La agricultura está sometida a muchas, en ocasiones contradictorias, relaciones de precios y los cambios en una pueden alterar otras y generar efectos contrarios a los buscados. Además de la inexistencia de mercados competitivos, otros elementos actúan dando forma a las respuestas de los productores a los precios. El crecimiento del sector agrícola es el resultado de un complejo proceso en el cual los agricultores aumentan el uso de los factores productivos: tierra, trabajo y capital, en respuesta a cambios en las condiciones de rentabilidad de la actividad agropecuaria. Dichos cambios se derivan de la interrelación entre precios, salarios, infraestructura, servicios públicos y desarrollo tecnológico (Chhibber, 1989). Estos elementos determinan, en el corto plazo, limitada respuesta de la oferta agrícola total a cambios en los precios relativos, domésticos y externos, y de los de los productos y los insumos. Para productos individuales, la capacidad de respuesta es mayor, al sustituir cultivos empleando los mismos factores productivos (Binswanger, 1989). La respuesta es mayor en el largo plazo, pero está condicionada a la expansión de la frontera agrícola, la oferta de mano de obra y de capital y a la dirección del desarro-

llo técnico y al patrón de su apropiación por los diferentes productores, es decir si se concentra en los más grandes y capitalizados o distribuye también a los pequeños y medianos por igual, en vista de que la tecnología agropecuaria es neutra a la escala de la explotación. La participación de la mano de obra agrícola en total decrece con el proceso de desarrollo, pero hay factores económicos que afectan esta caída. Las diferencias de ingreso entre los sectores, la brecha salarial entre el campo y la ciudad y las tasas de desempleo urbano inciden sobre la decisión de migrar (Binswanger, 1989). El crecimiento del acervo de capital en la agricultura depende de la tasa total de inversión de la economía y de la participación sectorial en dicha inversión. La asignación de inversión entre los sectores agrícolas y no agrícolas está afectada por la relación de precios entre los dos sectores y la distribución sectorial del gasto público es una decisión política, resultante de la correlación de fuerzas y de la estructura del poder.

Para que los precios equilibren el mercado, su liberalización debe remover todas las restricciones que influyen en los precios relativos, las cantidades y las calidades de los productos y los factores intercambiados. La liberación puede darse por dos vías: por la supresión de los controles de precios, o *liberación de los precios*, de manera que logre el “precio correcto” o “precio de equilibrio” y por la remoción de las barreras al intercambio de los productos y los factores, o *liberación de los intercambios*. En los países en desarrollo, la *liberación de los intercambios* es más importante que la de los precios ya que en el sector rural los precios relativos no son fuertes y sus cambios no siempre llegan al productor. Esto es así porque el precio de un producto agrícola está afectado por las razones entre el precio de un determinado artículo y el de sus insumos; el de aquél y los de los bienes de consumo adquiridos por las familias rurales y el valor de la tierra, el trabajo y el capital que pueden ser destinados a otros usos. Hay varios precios relativos y una acción sobre éstos que desplace alguna de estas razones hacia su nivel de equilibrio, puede afectar otros equilibrios. Con las reformas los gobiernos redujeron los precios de los insumos y no elevaron los precios internos, en finca, de los productos

agrícolas y modificaron la relación de precios internos y externos por la vía de la revaluación de la tasa de cambio real (Lipton, 1991).

La inversión pública tiene un efecto crucial sobre la agricultura y fuerte complementariedad con la privada. La infraestructura, el acceso a servicios públicos y el capital humano impactan el producto agrícola total más que los precios. El efecto más grande viene de la red de carreteras que estimula el producto y la demanda por fertilizantes y maquinaria, al modificar las razones trabajo-tierra y maquinaria-trabajo. Antle (1983) estima que la densidad de carreteras y caminos tiene una elasticidad entre 0.12 y 0.20 en relación con el producto agregado. La alfabetización y las expectativas de vida incrementan la producción vía adopción de prácticas más eficientes. La investigación y la extensión agrícola y el crédito también tienen un efecto importante sobre la producción agrícola total, aunque se manifiestan con rezago (Binswanger *et al.*, 1989; 1985). La concentración de la propiedad de la tierra puede inhibir las inversiones indivisibles y anular los efectos sobre el crecimiento de las inversiones en capital humano (Deininger y Olinto, 2000).

En resumen, la respuesta de la oferta agregada agrícola a los cambios en precios relativos es baja en el corto plazo. En el largo es mayor, pero aquellos factores diferentes a los precios como la infraestructura y la inversión social ejercen una influencia superior sobre el producto agrícola. El efecto de estos elementos es más grande a menor sea el nivel de desarrollo del país (Chibber, 1989). Estos resultados sugieren que para aumentar la respuesta de la oferta agrícola a los cambios en precios relativos de los insumos y los productos, se requiere como condición previa, un aumento en la inversión en infraestructura y en capital humano y acciones para eliminar la supresión de los mercados. Como lo señala Lipton, la liberalización de los mercados, requiere, para ser efectiva, que el Estado asuma los costos de desarrollar el mercado (Lipton, 1991).

Para los enfoques ortodoxos un precio clave de la economía es la tasa real de cambio e intervenir el mercado cambiario es el elemento que más distorsiona la asignación de recursos, la estabilidad macroeconómica y el crecimiento. Esto en razón de que la reva-

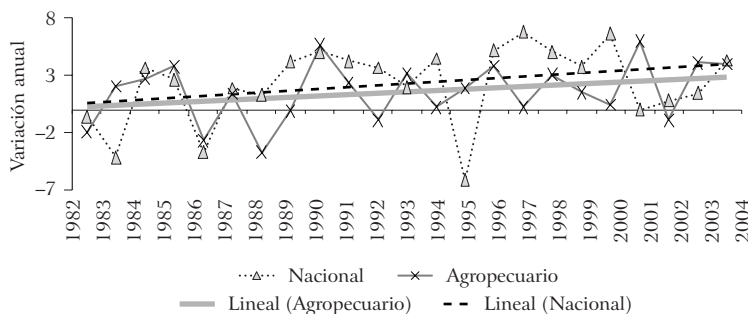
luación genera un formidable sesgo antiexportador al afectar la competitividad internacional de sectores transables como el agrícola, causando su virtual estancamiento y dando origen a déficit recurrentes en la balanza de pagos, además de estimular el consumo suntuuario (Timmer, 1994). La eliminación de la revaluación del tipo de cambio constituye, entonces, un elemento central de las políticas de ajuste, para mejorar los términos de intercambio de los sectores transables y estimular mayor eficiencia y crecimiento del conjunto del sector agrícola (Krueger *et al.*, 1992).

Para el caso de la agricultura, una generalización muy común es que todos los bienes agrícolas son transables y que todo el sector reacciona como lo hacen los transables. Sin embargo, ignora el hecho que la devaluación, al aumentar el precio relativo de las importaciones, eleva los costos de producción y reduce la inversión de aquellas actividades que utilizan insumos y bienes de capital importados. Este elemento ha sido reconocido por los enfoques estructuralistas. Hace poco, la teoría neoclásica convencional ha empezado a considerar el efecto negativo de la devaluación sobre la demanda de bienes de capital (Serven, 1994). Por otra parte, no tiene en cuenta las complejas interrelaciones entre transables y no transables ya que unos pueden actuar de insumos para los otros, ser complementarios en las áreas de cultivo; o proveer los ingresos para gastar en los otros. En estas condiciones, la revaluación del tipo de cambio puede dar lugar a la adopción prematura de tecnologías intensivas en capital e insumos importados y acelerar el desplazamiento de la mano de obra. Puede inducir presiones inflacionarias que contribuyen aún más a deteriorar la distribución del ingreso (Ilker *et al.*, 1992; Lipton, 1991; Taylor, 1993). Si bien las exportaciones reaccionan a las variaciones en el tipo de cambio, el efecto sobre el producto agregado puede ser nulo o incluso negativo, dependiendo del peso relativo de las actividades transables *versus* las no transables y de la estructura de insumos. Así, para países con un amplio sector transable como Argentina, una devaluación puede tener un efecto favorable sobre el producto agropecuario total. Para los países de África, los efec-

tos pueden ser negativos (Binswanger, 1989; Ilker, 2001). En México, la agricultura es altamente transable y la revaluación puede afectar positivamente un segmento muy amplio de su producto. Pero dada la dualidad del sector, la brecha en productividad externa e interna y el peso de las políticas agropecuarias en Estados Unidos y en el resto de países de la OCDE, los efectos de la apreciación cambiaria pueden ser negativos.

Los cambios de las últimas dos décadas buscan restaurar la rentabilidad de la producción y se basan en la idea de que el mercado es el mecanismo para la ubicación de los factores productivos y el que determina la competitividad interna y externa de la producción. Se mencionan algunos factores que afectan la rentabilidad de la agricultura, específicamente la falta de infraestructura e investigación tecnológica. Si se enuncia la necesidad de proteger la tasa de cambio, no se hace una formulación explícita de cómo hacerlo y la flotación espuria, para contener la inflación, es la norma prevalente. Las herramientas de política sectorial del gobierno son ante todo una respuesta a las prácticas comerciales de los países exportadores, se limitan al manejo de los acuerdos comerciales y no constituyen un instrumento de desarrollo sectorial.

GRÁFICA 4
VARIACIONES DEL PIB NACIONAL
Y DEL VALOR AGREGADO AGROPECUARIO,
1982-2004



Fuente: Cálculos propios basados en INEGI, *Estadísticas históricas de México*, www.inegi.gob.mx

LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR EN EL NUEVO MODELO

ENTRE 1981 y 2004, casi totalmente abierto a la competencia, el crecimiento agropecuario ha sido más alto que durante la ISI, aunque menor que el PIB, inestable e insuficiente para reducir la pobreza rural y la migración, o revertir su caída en PIB total (véase gráfica 4).

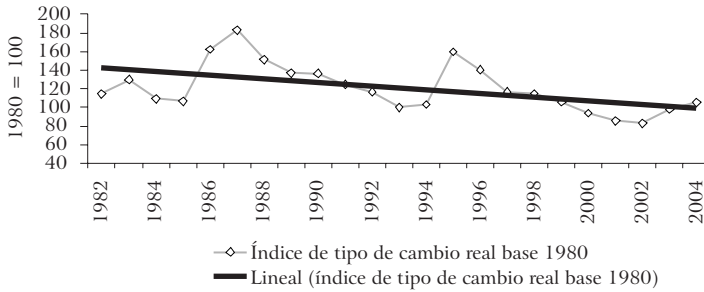
La participación del sector al PIB continuó cayendo al igual que el ingreso y el empleo agrícolas, es decir no se frenó el retroceso prematuro del sector agropecuario en el PIB. A pesar de las reformas y los cambios en los precios relativos, el trabajo se traslada menos que lo esperable del retroceso en la generación del PIB. Por el lento crecimiento sectorial y la rezagada productividad, y a pesar de la migración, el ingreso rural representa tan sólo una fracción de los sueldos promedio dentro de la industria. En 2002, el ingreso rural representaba sólo el 30 por ciento del ingreso urbano en México. Las retribuciones al trabajo, como porcentaje del PIB se contraen y esta tendencia es más acentuada en la agricultura (Puyana y Romero, 2005a). Esto se relaciona con la baja productividad laboral y el crecimiento más lento de la productividad agrícola.

EL TIPO DE CAMBIO REAL DESDE LAS REFORMAS A NUESTROS DÍAS

DURANTE la administración de Salinas de Gortari (1988-1994), el manejo macroeconómico indujo la apreciación real del peso. Luego de la crisis de 1995, un importante flujo de capitales externos, precios favorables del petróleo y el aumento de las remesas contribuyeron a repetir el proceso de revaluación del peso mexicano (véase gráfica 5).

Es evidente que desde 1988 existe una tendencia a la apreciación real del peso, interrumpida por la crisis cambiaria de 1994-1995 y por los recientes ajustes del tipo de cambio nominal. A la crisis asiática de 1997-1998 se respondió frenando la revaluación durante un año, para luego reiniciarla hasta bien avanzado

GRÁFICA 5
 ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL EN MÉXICO,
 1982-2004



Fuente: Cálculos propios basados en INEGI; *Base de Información Económica*, INEGI, www.inegi.gob.mx

el 2002. La apreciación real del peso a finales de 2003, después del ajuste nominal realizado durante ese año, continúa mayor a la que existía en 1994 y en 1980, durante el auge petrolero. Esta es una razón suficiente para esperar efectos negativos sobre la competitividad y rentabilidad de los sectores comerciables mexicanos, lo cual a su vez desestimula la inversión y el crecimiento de la productividad y el empleo.

SOBRE EL ESTABLECIMIENTO
 DE LOS PRECIOS EXTERNOS AGRÍCOLAS
 Y LA EVOLUCIÓN DE LOS INTERNOS

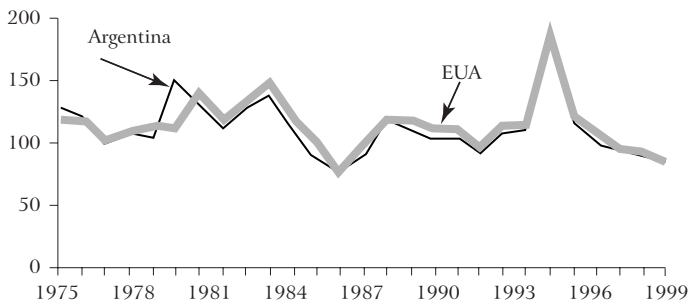
LOS PROGRAMAS de ajuste, la política de apertura y el TLCAN deberían inducir mejoras de los términos de intercambio internos y externos de la agricultura e incrementar los ingresos rurales, mediante el ajuste gradual de los precios domésticos a su referencias internacionales especialmente en el caso de granos y oleaginosas, para los cuales se esperaba, en el mercado externo, ajustes al alza, que no cristalizaron.

Por el contrario, los precios internacionales muestran una tendencia al descenso que, de acuerdo con la ley de precio único y en razón de la gran apertura del sector, han arrastrado los precios

internos (Puyana y Romero, 2005a). Es muy factible que la revaluación cambiaria haya magnificado la apertura. Los precios internacionales están influidos, entre otros, por las políticas de apoyo y de fomento de Estados Unidos, Japón y la Unión Europea, como se detalla en Puyana y Romero (2005a). El acelerado y prolongado crecimiento económico de China, cuya demanda de granos ha amortiguado la caída de los precios y en sentido contrario actúa la incorporación de Ucrania y Vietnam con cereales y café.

Desde mediados de los setenta, el mercado agrícola internacional registraba aumentos de población, escasez de alimentos y precios al alza, lo que atrajo inversiones en apertura de la frontera agrícola y en desarrollo científico y tecnológico. Luego de caer en la primera mitad de los ochenta, hasta el máximo de 1997, se inició una ligera recuperación que continúa hoy. Sin embargo, en dólares de 1990, los niveles de 1970-1980 no se han reestablecido, por el acelerado crecimiento de la oferta. Este ambiente de precios bajos fue el que predominó durante las negociaciones de la Ronda Uruguay del GATT y la causa de que se pactaran aranceles vinculatorios y apoyos al productor tan elevados (Ingco, 1995). Durante las negociaciones del TLCAN, 1989-1993, los precios de los cereales representaban cerca del 55 por ciento del nivel de 1980 (Puyana y Romero, 2005b).

GRÁFICA 6
PRECIO MAÍZ: EUA Y ARGENTINA



Fuente: Daryll E. Ray *et al.* (2003).

Para México, es definitiva la política de precios y apoyos a las exportaciones agropecuarias de Estados Unidos, por ser su exclusivo socio comercial y el país que determina los precios internacionales de granos, oleaginosas entre otros. En la gráfica 6 se ilustra la estrecha correspondencia entre los precios del maíz estadounidense y argentino, países que controlan totalmente el mercado mundial del maíz. Según la FAO, en 1996 los precios de los principales cereales en Estados Unidos se redujeron seguidos por los precios mundiales.

En la Ley Agrícola 1996-2002 se sustituyeron los precios objetivo por pagos directos, se elevaron los subsidios e incrementó la producción al eliminar los requisitos de *set-aside*, lo que incentiva la producción de granos. Con costos de producción, por bushel de trigo de 5.50 dólares, los subsidios permiten ponerlo en el mercado internacional a 1.70 dólares por bush, es decir el subsidio cubre el 69 por ciento del costo (Daryll *et al.*, 2003). Las compras que México hace de los granos estadounidenses subsidiados han deprimido los precios y deteriorado el ingreso de los agricultores pobres, quienes no han sido adecuadamente compensados por su gobierno según Audley (2003).

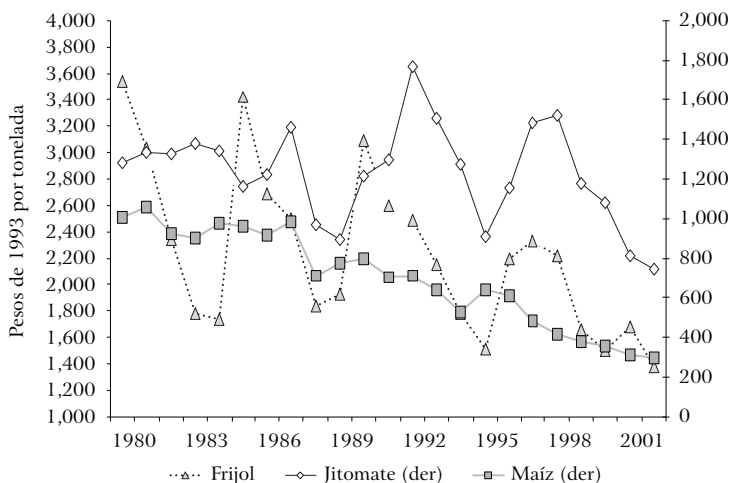
En las negociaciones del TLCAN se “abandonó cualquier intento de definir reglas comunes sobre las medidas antidumping y compensatorias, como se hizo en el Área de Libre Comercio de Estados Unidos y Canadá” (Smith, 1993). De esta forma, México aceptó que Estados Unidos y Canadá mantuvieran sus políticas y sometió a sus agricultores a esa competencia, cuando México no puede emular a estas naciones en monto de apoyos o subsidios. En efecto, como proporción del PIB nacional, México da apoyos similares a los de sus socios del TLCAN. Otro cuadro emerge para hacer un análisis más detallado.

De acuerdo con la OCDE en 2003, “la agricultura mexicana se caracteriza por políticas de fomento menores, por importantes cambios en los apoyos al precio de mercado y por la liberalización del comercio agrícola en el contexto del TLCAN. Los niveles de apoyo han fluctuado ampliamente por la inestabilidad cambiaria y la imperfecta transmisión de precios externos al mercado doméstico”.

En 2002, México otorgó a cada productor apoyos (un PSE), de un dólar, contra 16 dólares en los Estados Unidos, 11 en Canadá o 45 en Noruega. Situación similar se presenta al calcular este apoyo por hectárea cultivada. La brecha crece en el Equivalente de Subsidio a los Servicios Generales (EGSSE), centrales al desarrollo y productividad del sector. Mientras México ha destinado, en promedio, alrededor de 700 millones de dólares al año en los últimos 15 años, en Estados Unidos esa ayuda llegó a 26.6 miles de millones en el 2002. En resumen, el subsidio total al agricultor de México es 10 veces menor al que da Estados Unidos (Puyana y Romero, 2005b).

Prácticamente los precios internos de todos los productos agrícolas mexicanos han caído durante todo el periodo entre 1980-2002. Es notable el descenso de las cotizaciones internas del maíz, el jitomate y el frijol, productos importables, además de los precios de frutas y de hortalizas, bienes importables. En todos, los precios al final del periodo eran inferiores a los de 1990. Por otra parte, sorprende el descenso en los precios de los productos de exportación mexicanos. Era de esperar que la apertura los elevara, al ampliar su oferta en los mercados externos y porque son bienes en los cuales México es competitivo y sus precios menores a los mundiales, y en jitomate y otras frutas, es participante preponderante en las compras externas totales de Estados Unidos. El que los precios internos de los productos de exportación mexicanos hayan descendido luego de la entrada en vigencia del TLCAN, puede sugerir, por una parte, que las cantidades exportadas o no se expandieron o crecieron y estimularon una expansión de la producción local superior que estableciera un nuevo equilibrio anterior del mercado interno a menores precios. Por otra parte, indica una pérdida del valor retorno de las ventas externas y menores ingresos a los productores, indica, además, ganancias en bienestar para los consumidores. Esta creciente vinculación de las cotizaciones internas y las externas, generó, en la fase de reducción de precios, el deterioro en el precio nacional del maíz y afectó a los productores. La gráfica 7 muestra la trayectoria de los precios internos de varios

GRÁFICA 7

PRECIOS DE JITOMATE, FRIJOL Y MAÍZ, ENTRE 1980 Y 2002
(Pesos constantes de 1993 por tonelada)

Fuente: Cálculos propios a partir de información de Sagarpa y Banco de México.

productos estratégicos para la economía nacional. En los últimos 22 años la vinculación entre los precios domésticos y externos ha existido e intensificado durante la vigencia del TLCAN.

La caída de los precios no logró ser neutralizada por los aumentos en volumen y en rendimientos con que respondieron los productores. Esta respuesta es particularmente interesante en el maíz de temporal, que explica en mayor medida que es de riesgo el incremento de la producción nacional y pone en tela de juicio los argumentos sobre la ineficiencia de la producción campesina e invita a revisar muchos de los principios que dieron sustento a las reformas, tal como lo analizan en detalle Puyana y Romero (2005b).

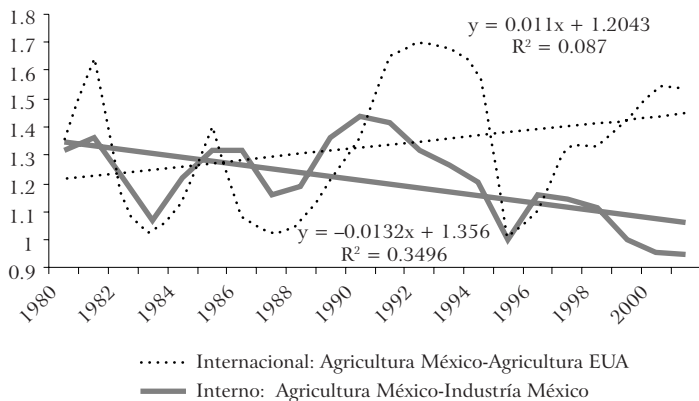
LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

LAS REFORMAS buscaban mejorar los términos de intercambio internos y externos de la agricultura nacional para atraer inversiones

y empleo hacia las actividades de alta productividad. En general, los términos de intercambio del sector agrícola mexicano y estadounidense, en el periodo 1980-2002 muestran una tendencia al alza, mientras los internos, entre la agricultura y la industria decrecen (véase gráfica 8). La primera relación, que parecería desfavorecer a Estados Unidos, puede resultar de los grandes incrementos en productividad registrados en ese país que ha implicado la ampliación de la brecha en productividad que separa las dos agriculturas. En este caso no habría pérdida para Estados Unidos, y sugeriría que parte de las ganancias en productividad se traslada a los precios externos.

La línea punteada sugiere también ciclos muy definidos en los cuales la tendencia ha sido desfavorable a la agricultura mexicana, como entre 1982-1988, año en el cual se inicia la recuperación que culmina con el nivel récord de 1992, para después descender hasta 1998 y recuperarse luego hasta 2004. Los favorecidos con esta evolución de los intercambios son los consumidores urbanos de los bienes importados, siempre que el efecto se traslade al precio

GRÁFICA 8
MÉXICO, TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
DE LA AGRICULTURA, 1980-2000
(En dólares constantes de 1995)



Fuente: Cálculos propios basados en Banco Mundial, *World Development Indicators*, 2004.

al consumidor. No es claro el efecto sobre los pequeños y productores pobres rurales de los productos importables cuyos precios han caído.

Un argumento fuerte en la negociación del TLCAN fue que las caídas de precios de los alimentos por la liberalización, inducirían efectos positivos para los consumidores urbanos y para los pobres rurales, compradores netos de alimentos. Este raciocinio no es sólido, se respalda en análisis de equilibrio parcial y estático que no considera los efectos que se obtienen cuando “otros precios, relevantes en términos de bienestar y las cantidades, responden a los cambios en los precios de los alimentos”. Al estimular la producción de alimentos y la demanda por mano de obra agrícola, los precios superiores de los alimentos pueden beneficiar a la población rural pobre, incluso a la población pobre compradora neta de alimentos. Este efecto se realiza a través de la respuesta de los salarios. Para establecer plenamente el efecto de los cambios en los precios de los alimentos se precisa un análisis detallado de las múltiples cotizaciones que afectan el ingreso de los hogares rurales, de la elasticidad de la demanda de mano de obra y de los salarios, respecto a los precios de los alimentos. Es razonable esperar que precios más altos de los alimentos y mayor empleo rural, incrementen la demanda rural de servicios, comercio al detall, infraestructura. A la luz de estos estudios y razonamientos resulta, más que dudoso, incorrecto sostener que la caída de los precios de los granos básicos, más allá de los que daría la dotación de factores y sin los subsidios internacionales, beneficie indiscutiblemente a los productores rurales pequeños, pobres, compradores netos de alimentos.

La segunda curva con línea continua de la gráfica 8, muestra los términos de intercambio internos, entre la agricultura y la industria mexicanas. En este caso, la línea es descendente, negativa para los productores agropecuarios, pues resultan de la mayor subida de los índices de precios de las manufacturas y de un relativamente superior, aunque muy leve, crecimiento de la productividad agrícola que de toda la economía. Podría evaluarse si esta evolución negativa de los términos de intercambio internos refleja la per-

manencia del sesgo urbano del modelo sustitutivo, especialmente las relacionadas con las inversiones públicas totales y sectoriales (Puyana, 2002). Refleja también, la falta de crédito total y de fomento y la debilidad de Procampo y Alianza para el Campo.

LAS INVERSIONES PÚBLICAS Y LOS PRECIOS DEL SECTOR AGROPECUARIO

LAS INVERSIONES públicas en transporte, energía y en infraestructura agrícola elevan la rentabilidad del sector transable y la tasa de retorno de las inversiones privadas al rebajar los costos de operación, reducir el riesgo y elevar la demanda, estimulan las privadas y son un complemento de las políticas de ajuste. La respuesta de los agricultores a los cambios en los precios relativos está minada por “la inadecuada irrigación, inimaginativos e ineficientes servicios de investigación y extensión, o pobre infraestructura de transporte; la mejoría de estos bienes y servicios hace más por la agricultura que una política de precios altos” (Chhibber, 1989). En México esto implica un necesario avance en las inversiones totales públicas y privadas, y eliminación del evidente rezago de México en infraestructura carretera, portuaria, ferroviaria, de comunicaciones, que separa a México de sus principales socios comerciales, como se presenta en Puyana y Romero (2005d).

La tasa interna de retorno de proyectos en los sectores transables es sensible al entorno macroeconómico. Así, la disminución de la revaluación cambiaria eleva la tasa de retorno al contraer el déficit fiscal y reducir la presión sobre el costo del dinero. Pero más importante es la sensibilidad a las inversiones públicas. Cuando éstas ascienden del 5 al 10 por ciento del PIB, y la formación bruta de capital fijo (FBCF) cubre entre el 25 o el 27 por ciento, la tasa de retorno de las inversiones privadas crece en por lo menos un 5 por ciento y si las públicas cubren una proporción no inferior al 45 por ciento de las totales, el incremento en la tasa de retorno puede ser del 14 al 20 por ciento (Ishan y Kaufman, 1995). La eliminación de las distorsiones macroeconómicas es necesaria pero insuficiente para lograr altas tasas de retorno en proyectos dirigidos al

sector transable, debe ser complementada por un programa apropiado de inversiones públicas.

En México la FBCF total no supera el 23 por ciento del PIB ni la pública el 3 por ciento. La inversión en agricultura es más deficitaria aún. Se considera como neutra, ni de fomento ni freno al crecimiento sectorial, una participación de la inversión pública en agricultura en la inversión pública total igual al peso sectorial en el PIB total. Es decir la razón de las dos igual a uno (Schiiff y Montenegro, 1995). En México el déficit de inversión pública en el sector agrícola se ha mantenido relativamente constante, cercano al 80 por ciento de la norma antes señalada e implica que el gobierno debería podría elevar las inversiones en el sector, multiplicándolas por arriba de cinco veces, si desea estimular su crecimiento y lograr las respuestas esperadas de la oferta agregada (Puyana y Romero, 2005b). Este déficit sugiere que las rigideces de la producción agropecuaria a los cambios en los precios se derivan de la falta de inversión rural. También es claro que un cambio tan radical en la asignación de la pública no es fácil, por razones políticas, aunque el raciocinio económico lo justifique.

Las consideraciones anteriores sobre el efecto de las inversiones públicas sobre la rentabilidad de las inversiones privadas sugieren la necesidad de revisar las conclusiones más generalizadas sobre la respuesta de la oferta agregada del sector, tanto a los precios relativos, como a la inversión. Esto es más urgente, al considerar las reformas de la economía nacional y en el mercado internacional. Varios estudios que han aplicado modelos dinámicos de equilibrio general han detectado que la capacidad de respuesta de la demanda agregada agrícola es mucho mayor que la que resulta de modelos que emplean series de tiempo, las cuales pierden utilidad cuando los cambios son radicales y afectan todas las condiciones en las que los agentes económicos toman sus decisiones. En este nuevo ambiente, el pasado no es buena base para predecir el futuro. Es probable que nuevos estudios basados en modelos dinámicos de equilibrio general, muestren que en el caso mexicano, los trabajos para calcular los efectos de “poner los precios *right*” hayan sobreestimado las rigideces de la oferta agrícola,

como se deduce de nuestros cálculos y de estudios de varios autores (Polasky, 2003; Lederman *et al.*, 2003 y De Gorter *et al.*, 2004).

De 1940 a 1982 la inversión pública por trabajador, de toda la economía, creció a una tasa promedio de 4.7 por ciento anual, marcando su pico máximo en 1980, mismo que no se ha recuperado aún. En contraste con este dinamismo, durante el periodo 1983-2000 la inversión pública por trabajador decreció a una tasa promedio anual de 6.2 por ciento. La inversión pública por trabajador agropecuario ha ascendido a partir de 1997, pero es muy baja, desde todo punto de vista: menos de 430 pesos de 1993, en el año 2001. Como se mencionó anteriormente, la inversión pública era indispensable para compensar la caída de la demanda de trabajo y de salarios que acarrearía la apertura comercial en el sector, pero además era un elemento central para lograr aumentos sostenidos en productividad y competitividad.

Para los productores agropecuarios uno de los mayores problemas es el financiamiento. Por encima de los costos nominales y reales del capital, tasas de interés y la disponibilidad de crédito, los costos más importantes son los de transacción (disponibilidad de sucursales bancarias, tiempos del productor para realizar los trámites, identificación, conservación y disposición de colaterales, entre otras). Estos costos son mayores para la financiación de las actividades rurales que las urbanas, en razón del riesgo característico, las distancias y el tipo de garantías y debido al incipiente desarrollo de los mercados de futuros. La dispersión de los propietarios rurales, el riesgo, la inestabilidad, el monto de sus ingresos, el reducido tamaño y el gran número de los préstamos hace que los costos de transacción sean mucho mayores. Las políticas de crédito aplicadas por las agencias gubernamentales, para reducir las anteriores deficiencias, tienen resultados que en ocasiones contradicen sus objetivos. Establecer tasas de interés subsidiadas para el crédito de fomento agrícola, o en favor de los pequeños o medianos propietarios, genera un exceso de demanda y lleva a sustituir las tasas de interés con racionamientos (elevar los colaterales, mayores trámites, costo de asesorías, etcétera), de forma tal que el costo total del crédito por unidad monetaria, concedido a

los clientes se eleva y no llega a los que mejor uso pueden hacer de él. En consecuencia, los agricultores, especialmente los pequeños y medianos, acuden al crédito informal, extra bancario y pagan mayores tasas de interés a cambio de reducir los costos de transacción. En los años ochenta y noventa, sólo el 8 por ciento de los agricultores ubicados en los dos quintiles de menores ingresos recibieron crédito (Schiiff y Valdés, 1998).

De acuerdo con un estudio sobre los mercados financieros rurales, elaborado por el Banco Mundial, alrededor del 13 por ciento de las transacciones de crédito en el sector rural se llevan a cabo a través del sector formal (banca privada, de desarrollo, e instituciones financieras reguladas y no reguladas), y concentran el 59 por ciento de la cantidad total de crédito otorgado. El sector informal atiende el 87 por ciento de las operaciones de crédito, siendo el crédito comercial de proveedores (55 por ciento) la principal fuente de operaciones de este tipo, seguida de los préstamos de amigos y familiares (13 por ciento) y prestamistas (10 por ciento) (Valdés y Weins, 1996).

TASA DE CAMBIO Y PENETRACIÓN DE MERCADOS

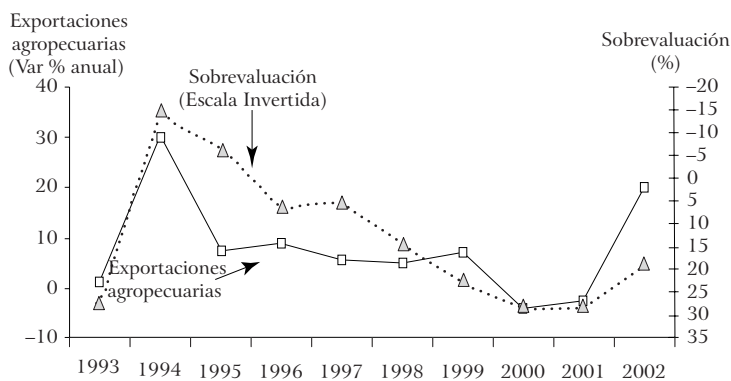
EL IMPACTO de la devaluación de 1994-1995 sobre el balance comercial agropecuario mexicano sugiere la estrecha relación entre la tasa de cambio y la penetración de los mercados.

La devaluación de 1994-1995 dio un impulso a todas las exportaciones mexicanas ya que, como consecuencia de la devaluación, el dólar compró más de dos veces bienes mexicanos. La devaluación del peso de 1994-1995 tuvo mayores impactos en el crecimiento de las exportaciones mexicanas de bienes a Estados Unidos que todas las reducciones combinadas relacionadas con el TLCAN (USITC, 2003).

Este análisis concuerda con los de de Janvry, y con los nuestros (Puyana y Romero, 2005b). El estudio agrega que la depreciación del peso elevó la participación de México en las importacio-

nes totales de Estados Unidos en alrededor de 23 por ciento. Por otra parte, y en relación con el impacto de la liberación comercial (aumento en las preferencias arancelarias y de las reducciones en el nivel de los aranceles), el estudio sugiere que la liberación en favor de México entre 1990 y 2001 indujo a un incremento en su participación en las importaciones estadounidenses de 21 por ciento. De manera similar, la liberación comercial que México aplicó entre 1991 a 1999 elevó la participación de Estados Unidos en las importaciones totales mexicanas en 13.7 por ciento y la devaluación del peso en 230 por ciento que ocurrió en 1994, redujo esa participación al 11.5 por ciento. Estos resultados sugieren que los efectos de la liberación comercial se ven ampliamente afectados por la política cambiaria. Si esto es cierto para las manufacturas, también lo es para la agricultura. En efecto, si la apreciación real coincide con reducciones de las barreras arancelarias y no arancelarias y con caídas en los precios internacionales de los productos agrícolas, tal como ocurrió en los últimos 15 años, el impacto sobre los sectores comerciables se magnifica.² La gráfica 9

GRÁFICA 9
MÉXICO, TASA DE CAMBIO
Y EXPORTACIONES AGROPECUARIAS



Fuente: Tomado de Puyana y Romero (2005a).

² Puyana y Thorp (2001).

muestra la correspondencia entre las exportaciones agropecuarias mexicanas y la tasa cambiaria.

Esta relación entre la tasa cambiaria y la penetración de los mercados internos, señalada por el estudio de la U.S. International Trade Commission (USITC), puede ayudar a explicar el avance de la satisfacción por importaciones del consumo aparente nacional de muchos productos básicos, también la relación positiva entre estas dos variables encontrada en Puyana y Romero (2005b). A pesar del crecimiento de la producción de granos entre 1994-2003, en relación con el periodo 1990-1994 (pero se mantiene por debajo del nivel registrado hasta 1990). El crecimiento del consumo ha sido satisfecho, en buena medida, por las crecientes importaciones, las cuales han registrado incrementos mayores que el volumen de la producción. El abastecimiento por importaciones del consumo aparente marca también el grado de *dependencia alimentaria*, el cual se puede tornar crítico cuando los flujos externos se interrumpen, los precios externos suben por problemas climáticos, por ejemplo, o por cambios en las políticas de apoyos a la producción en los países exportadores o por devaluaciones masivas de la tasa de la moneda nacional. En México se ha incrementado el valor de este indicador, lo cual enfatiza la importancia de los vínculos externos para la satisfacción agregada de la demanda alimentaria. La participación de las importaciones en el consumo aparente supera el 40 por ciento en ajonjolí, algodón, arroz, trigo y en soya llega al 95 por ciento. En carnes es menor, pero sustancial el incremento en porcino (Puyana y Romero, 2005b).

LA PENETRACIÓN DE LOS MERCADOS EXTERNOS

SE ESPERABA que los cambios en los precios relativos de las reformas y de las ventajas arancelarias a favor de México establecidas en el TLCAN estimularían las actividades agropecuarias en las cuales México tiene ventajas comparativas y “reveladas” y consolidarían la posición de México en los mercados internacionales. Las nuevas señales de precios podrían estimular la diversificación

de la oferta exportable y de los mercados de destino de las exportaciones. México, con anterioridad a las reformas y al TLCAN, se había consagrado como exportador en frutas y hortalizas, en muchos de los cuales copaba fracciones importantes de las importaciones estadounidenses mundiales. Se esperaba que estos productos jalaran el crecimiento de todo el sector y atraerían inversiones y empleo. Esto no ha ocurrido, o no en la escala necesaria para que las derramas se evidenciaran.

Usualmente las evaluaciones de las políticas de reforma estructural y del TLCAN, concentran el análisis en el crecimiento de las exportaciones o en el descenso de los precios internos de insumos, con lo cual la producción nacional ganaría en eficiencia. Curiosamente se omite evaluar el desempeño de las exportaciones en los mercados de destino. Esta consideración es importante por varias razones. En primer lugar, México es el mayor proveedor del mercado de los Estados Unidos al concentrar más del 30 por ciento de las importaciones totales agropecuarias. En segundo lugar, la oferta mexicana de exportaciones está concentrada en un grupo reducido de productos, y su evolución afecta el comportamiento de todo el sector.

En este apartado se explora si México ha logrado elevar su presencia en el mercado estadounidense, desplazando competidores externos. Se aplica el concepto de B. Ballassa (1967) y Puyana y Romero (2005c) de *Ventaja comparativa revelada*, o *Índice de especialización*. Productos calificados como ejemplos de éxito exportador, registraron en el año 2002 índices de especialización menores, en comparación con los niveles de 1990. Por ejemplo, el jitomate perdió el 60 por ciento del valor de su índice de especialización, lo que significa que otros exportadores están ganando terreno en ese producto en el mercado estadounidense. Lo mismo, aunque en menor grado, sucede con otras frutas, como los melones, las uvas y en general con todas las hortalizas. En contraposición, los productos que ganaron son el aguacate, el mango y la guayaba. Estos son productos nuevos en la oferta exportable mexicana y están expandiendo sus ventas, a partir de fracciones de mercado muy pequeñas. La pérdida de presencia mexicana en al-

gunos de los productos exportables ya consolidados en el mercado estadounidense, indica que las ventas externas mexicanas de esos productos crecieron menos que las importaciones totales que Estados Unidos hizo del resto del mundo, es decir que otros países aprovecharon más que México la expansión de la demanda estadounidense y que lo lograron, sin contar con las preferencias del TLCAN, aunque contaron con preferencias similares o mayores por virtud de esquemas preferenciales otorgados unilateralmente por Estados Unidos y Canadá a países con menor grado de desarrollo. Las preferencias que México recibió son pequeñas y pueden ser anuladas o reducidas por efecto de la apreciación, o por los costos de transacción más elevados derivados de la falta de infraestructura adecuada o de servicios de información o financieros o por ganancias en productividad en los países competidores mayores que las mexicanas (Puyana y Romero, 2005b).

El que productos ya instalados en el mercado y que participan con una proporción mayoritaria de las compras externas estadounidenses no puedan hacer mayores avances, puede estar indicando las dificultades que implica en ganar terreno o mantenerlo cuando se es el exportador mayoritario. Puede ser que los compradores busquen diversificar proveedores, por cuestiones de gusto, novedad o diferenciación de productos. Los productos principales, que comprenden el 90 por ciento del total de exportaciones agropecuarias mexicanas,³ perdieron peso en las importaciones totales estadounidenses, ya que en 2002 concentraron el 43.8 por ciento de las importaciones totales estadounidenses, cuando entre 1990-1994 tenían el 45.9. Este hecho refuerza los llamados a diversificar mercados.

CONCLUSIONES

EL SECTOR agropecuario mexicano ha estado sometido, durante por lo menos medio siglo a políticas discriminatorias que han retar-

³La información estadística que respaldan estas conclusiones se puede ver en el Módulo: "Evaluación de la Política de Comercio Exterior Bajo el TLCAN", cuadro núm. 2, de este proyecto.

dado su crecimiento y limitado avances sostenidos en la productividad sectorial. El manejo de los precios relativos buscaba inducir cambios en la ubicación de factores que acelerara el crecimiento de la manufacturas, como el sector líder de la economía. Estas políticas ejercieron su plena acción al instaurarse el modelo de crecimiento basado en la sustitución de importaciones. Se marcó así el inicio del sostenido retroceso como fuente generadora del PIB y la consolidación del modelo dual de desarrollo agropecuario. En este modelo la tasa de cambio fue uno de los elementos más poderosos para alterar los precios relativos de los bienes, el capital, el trabajo, el dinero y las divisas. También se manipuló la tasa de cambio para estimular las exportaciones de bienes industriales. Las importaciones de alimentos se manejaron para mantener los precios de los alimentos por debajo de los costos de producción y se otorgaron estímulos a la producción de insumos agrícolas para las manufacturas.

Con las reformas estructurales, los programas de ajuste y la apertura, la cual incluye el ingreso al GATT y el TLCAN se eliminarían los elementos discriminatorios anteriores. El modelo guiado por las exportaciones buscaba, en teoría, ubicar los factores productivos de acuerdo con las ventajas comparativas mexicanas. En este sentido, la agricultura debía dinamizarse y ampliar su papel en el crecimiento de la economía.

Las reformas se basaron en estimular nuevas relaciones de precios a los cuales respondería el sector agropecuario. El manejo cambiario sería nuevamente un mecanismo central. Se debía procurar mantener una tasa real de cambio competitiva. No obstante, desde 1982 a la fecha, la tasa de cambios muestra una revaluación real tan aguda como en el periodo anterior que culminara con la crisis de la deuda y la devaluación masiva.

Los elementos que moldean la respuesta de la agricultura afectan la formación de los precios y debilitan el efecto de éstos sobre el crecimiento sectorial. En primer lugar, los precios externos tienen un alto elemento político y frecuentemente sus movimientos no responden a cambios en la productividad.

Por otra parte, en el sector actúan varias relaciones de precios y al modificarlos en una se pueden inducir cambios en las otras de sentido contrario al esperado. Adicionalmente, los movimientos de los factores no son tan fluidos como se supone. La tierra y el clima son factores específicos a ciertos productos y su transferencia a otros más rentables no siempre es posible o sólo lo es con inversiones que elevan los costos productivos. El movimiento del trabajo tiene costos y es difícil. La inexistencia de mercados internos es otro elemento no considerado al diseñar las reformas y explica en buena parte el estancamiento del sector así como los limitados avances en productividad y en cambios en la estructura productiva o en la dedicación de la tierra. Pero uno de los elementos que en mayor grado afecta la tasa de intercambio es la falta de inversiones públicas y privadas en la agricultura. Eleva los costos de transacción y reduce la competitividad y para los productos transables actúa como una revaluación. Se ha sugerido que este factor es más importante que el manejo cambiario.

Quizás el centrar las reformas y las expectativas de crecimiento del sector agropecuario en las señales de precios es una de las razones del evidente rezago del sector y de la falta de crecimiento. El presupuesto de que su respuesta es fluida y sin costos.

De igual forma el considerar sólo el manejo cambiario al estudiar la evolución de los precios agrícolas, hace abstracción de los múltiples factores que actúan en la formación de los precios externos e internos y en los que limitan su transferencia a los productores o a los consumidores.

La revaluación cambiaria intensa y sostenida durante largos periodos, a lo largo del modelo sustitutivo y en lo que lleva de vigencia el liderado por las exportaciones, ha producido efectos negativos sobre el sector agropecuario, en términos de su capacidad de aportar el PIB, generar empleo e ingresos y constituir un factor dinámico en la demanda interna. Los bajos ingresos acumulados durante tantos años han inducido los grandes flujos migratorios internos y hacia el exterior y las crecientes remesas, factor que puede estar contribuyendo a la revaluación cambiaria.

BIBLIOGRAFÍA

- ABEL, C y Colin Lewis (eds.), *Exclusión and Engagement. Social policy in Latin America*, Londres, Institute of Latin American Studies, 2002.
- ANDERSON, D. *et al.*, "Cattle/Beef subsector's Structure and Competition Under Free Trade", en Loyns, R.M.A. *et al.*, *Structural Change as a Source of Trade Disputes under Nafta, Proceedings of the seventh Agricultural and Food Policy System Information Workshop*, febrero de 2002.
- ANTLE, J.M., *Infrastructure and Aggregate Agricultural Productivity: International Evidence*, Economic Development and Cultural Change, 1983.
- AUTY, Richard M., *Sustaining Development in Mineral Economies: The Resource Curse Thesis*, Londres, Routledge, 1993.
- BALLASA, B., *Trade Liberalization and Revealed Comparative Advantage*, The Manchester School of Economic and Social Studies, 1967.
- BANCO MUNDIAL, *World Development Report*, 1996.
- BERRY, A. y W. Cline, *Agrarian Structure and Productivity in Developing Countries*, Johns Hopkins University Press, 1979.
- BISINWANGER, H.P. y Yang Mundlack M. y A. Bowers, "On The Determinants of Cross-Country Aggregate Agriculture Supply", *Journal of Econometrics*, vol. 36, 1985.
- , S. Khandker y M. Rosenzweig, *How Infrastructure and Financial Institutions Affect Agricultural Output and Investment in India*, World Bank Research Working Paper ním. 163, 1989.
- y Klaus Deininger, *Expalining Agricultural and Agrarian Policies in Developing Countries*, World Bank, Working Paper ním. 1765, 1997.
- BRIZZI, A., "Mexico: Sustainable future a policy". *A note for México's new administration*, Washington, The World Bank, 2000.
- CEPAL, *Anuario estadístico de América Latina*, 1994 y 2002.
- CHENERY, H. y Syrquin Moshe, *Industrialization and Growth: A Comparative Study*, Oxford University Press, 1986
- CHIBBER, A., *The Aggregate Supply Response*, en S. Commander (ed.), *op. cit.*, 1989.
- COLCLOUGH, C. y J. Manor, *States or Markets? Neo-Liberalism and the development Policy Debate*, Oxford University Press LDS-DSS, 1991.
- DARYLL, E. Ray, Daniel G. de la Torre Ugarte y Kelly J. Tiller, *Reconsiderando la política agrícola de los Estados Unidos: Cambio de Rumbo para Asegurar el Sustento de los Agricultores a Nivel Mundial*, Agricultural Policy Center, The University of Tennessee Analysis, 2002, www.agpolicy.org

- DE GORTER, H.D., M. Inco y C. Short, "The Distributional Effects of Agricultural Reforms", en D. Ingco y J.D. Nash (eds.), 2002, *Agriculture and the WTO. Creating a Trading System for Development*, Washington, World Bank, 2004.
- DEHN, J., *The Effects on Growth of Commodity Price Uncertainty and Shocks*, World Bank, w.p. núm. 67, 2000.
- D INGCO, M., *Agricultural Trade Liberalization in the Uruguay Round. One Step Forward, One Step Back?*, Banco Mundial, Working Paper núm. 1500, agosto de 1995, p. 2.
- DE JANVRY, A. y E. Sadoulte, "Path dependent Policy Reforms: From Land Reform to Rural Development in Colombia", en K. Off *et al.*, *The Economies of rural Organisation*, Oxford University Press, for the World Bank.
- DEININGER K. y P. Olinto, "Asset Distribution, Inequality and Growth", Banco Mundial, Working Paper núm. 2375, 2000.
- EASTERLY, W., "The Lost Decades: Developing Countries' Stagnation in Spite of Policy Reform 1980-1998", World Bank, 2001.
- GELB, A. *et al.*, *Oil Windfalls. Blessing or Curse?*, Nueva York, Oxford University Press, for the World Bank.
- GORDILLO, G., A. de Janvry y E. Sadoulet, *La segunda reforma agraria de México: respuestas de familias y comunidades*, FCE-Colmex, 1999.
- HOFF, Ket *et al.*, *The Economies of Rural Organisation*, Oxford University Press, for the World Bank, 1993.
- ILKER DOMAC, I., K. Peters y Y. Yuzefovich, "Does the Exchange Rate Regime Affects Macroeconomic Performance? Evidence from transition Economies", World Bank, Working Paper núm. 2642, 2001.
- ISHAN, J y D. Kaufman, *The Forgotten Rationale for Policy Reform: The Productivity of Investment Projects*, World Bank, Working Paper núm. 1550, 1995.
- KRUEGER, A., M. Schiff y A. Valdés, *The Political Economy of Agricultural Pricing Policy*, The Johns Hopkins University Press, World Bank, 1992.
- LEDERMAN, D. W.W. Maloney y L. Servén, *Lessons from NAFTA for Latin American and Caribbean (LAC) Countries: A Summary of Research Findings*, World Bank, 2003.
- LIPTON, M., "Market Relaxation and Agricultural Development", en C. Colclough y J. Manor, *States or Markets? neo-Liberalism and the Development Policy Debate*, Oxford University Press LDS-DSS, 1991.

- y J. van Der Gaag, *Including the Poor*. Proceedings of a Seminar Organized by the World Bank and the International Food Policy Research Institute, Washington, 1994.
- LÓPEZ, R., “Adjustment and Poverty in Mexican Agriculture: How farmers’ wealth affects supply responds”, World Bank, Working Paper núm. 1494, 1995.
- SERVER, L., “Capital Goods Imports, The Real Exchange Rate and the Current Account”, Banco Mundial, Working Paper núm. 1298, 1994.
- POLASKI, S. “Jobs, Wages, and Households Income”, en John Audley *et al.*, *NSFTA’s Promise and Reality*, Carnegie Endowment for International Peace, 2003.
- PUYANA, A., “Rural Poverty and Policy”, en C. Abel y Lewis Colin (eds.), 2002.
- y R. Thorp, *Colombia: la economía política de las bonanzas petroleras*, Bogotá, Flacso-IEPRI, 2002.
- y Romero, *Diez años con el TLCAN. Las experiencias del sector agropecuario mexicano*, México, Flacso-COLMEX, 2005a.
- y Romero, *La inserción de América Latina y el Caribe en la economía mundial*, capítulo para la Historia General de América Latina, París, UNESCO, 2005b (en prensa).
- , “Reflexiones sobre una unión monetaria de México con Estados Unidos de Norteamérica”, ponencia presentada en el seminario sobre..., México, UNAM, 2005c.
- SERVEN, L., “Capital Goods Imports, The Real Exchange Rate and the Current Account”, Banco Mundial, Working Paper núm. 1298, 1994.
- SCHIFF, M y C. Montenegro, *Aggregate Agricultural Supply Response in Developing Countries. A Survey of Selecte Issues*, Banco Mundial, PRWP, núm. 1485, 1995.
- y A. Valdés, “Agricultura and the Macroeconomy”, Banco Mundial, Working Paper núm 1967, 1998.
- SMITH, M., “The North American Free Trade Agreement”, en K. Anderson y R. Blackhurst (comps.), *Regional Integration in the Global Trading System*, Londres, Harvester Wheatsheaf, 1993.
- TAYLOR, L., *The Rocky Road to Reform: Adjustment, Income Distribution and Growth in the Developing World*, MIT University Press, 1993.
- TEICHMAN, J., *Policymaking in Mexico: From Boom to Crisis*, Boston, Allen and Unwin, 1988.
- TIMMER, P., “Política Agrícola”, en *Planeación y desarrollo*, vol. xxv, 1994.

- TOMICH, T. *et al.*, *Transforming Agrarian Economies. Opportunities Seized, Opportunities Missed*, Cornell University Press, 1995.
- U.S. INTERNATIONAL TRADE COMMISSION (USITC), *The Impact of Trade Agreements: Effect of the Tokyo Round, U.S.-Israel FTA, U.S.-Canada FTA, Nafta, and the Uruguay Round on the U.S. Economy*, publicación núm. 3621, 2003.
- ZABLUDOVSKY, J., “Los retos de la integración hemisférica”, conferencia presentada en el 40 aniversario del Parlamento latinoamericano, México, *Oil Windfalls. Blessing or Curse?*, Nueva York, Oxford University Press, for the World Bank, 2005.

Segunda parte

*Políticas monetaria y fiscal
para países en desarrollo
con tipos de cambio flexibles
y dinero endógeno*

*La estabilidad nominal cambiaria
como freno a la dinámica económica*

INTRODUCCIÓN

EL RÉGIMEN de tipo de cambio con que se trabaja es fundamental en el desempeño económico, dado que determina el nivel de precios en que es colocada la producción nacional en el exterior, como frente a las importaciones. Asimismo, incide sobre el costo de las transacciones financieras internacionales. De esta forma, la política cambiaria consecuente influencia la balanza de comercio exterior, como la dinámica de acumulación de las empresas que elaboran bienes comerciables, así como el mercado de capitales y el mercado de dinero internamente, y la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Nos dicen Domac y Martínez que la elección del régimen de tipo de cambio es “probablemente una de las más importantes decisiones de política económica, especialmente para países en desarrollo” (Domac y Martínez, 2000: 25).

La incidencia del régimen cambiario sobre el costo de las transacciones financieras externas, repercute sobre las finanzas del sector público y del sector privado, dados sus altos niveles de endeudamiento externo, así como por las operaciones financieras externas que realizan. Al afectar la competitividad de la producción nacional, restringe la dinámica de acumulación de las empresas, así como su nivel y ritmo de inversión y compromete el reembolso de su deuda, lo que termina frenando la disponibilidad crediticia.

Analizaremos cómo un régimen de tipo de cambio estable (por más que sea llamado flexible), actúa a favor de los flujos de capital financiero, lo que impacta positivamente sobre el mercado de dinero y de capitales y en la cuenta de capitales de la balanza de

pagos. Sin embargo, lo que actúa a favor del capital financiero, incide en detrimento del capital productivo y del crecimiento económico, pues la entrada de capitales aprecia el tipo de cambio, lo que atenta sobre las condiciones de competitividad y acumulación de la producción nacional, como en detrimento de la balanza de comercio exterior.

LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA
OBLIGA A TRABAJAR
CON UN TIPO DE CAMBIO ESTABLE

LA LIBERALIZACIÓN financiera, al permitir la libre movilidad de capitales, coloca a las economías en una posición de alto riesgo dada la vulnerabilidad que puede generarse de tal movilidad. La libre entrada y salida de capitales al mercado bursátil y de dinero, lleva a la moneda nacional a una situación de fragilidad, pues ante la rápida salida de dicho capital, se darían presiones tanto sobre el tipo de cambio, como sobre la bolsa de valores. Por lo tanto, en la perspectiva de generar condiciones de confianza y estabilidad para atraer capitales, para que permanezcan en el país y para tener acceso a los mercados internacionales, las economías de los países en desarrollo privilegian políticas encaminadas a disminuir la inflación y a estabilizar el tipo de cambio nominal, para lo cual tienen que privilegiar políticas monetarias y fiscales restrictivas, lo que les impide generar condiciones endógenas de crecimiento.

Mientras exista el libre movimiento de capitales, la política económica tiene que subordinarse a las exigencias de estabilidad y rentabilidad deseadas por dicho capital, de lo contrario, éste actúa en forma especulativa en contra del país. Así, si en dicho contexto se trabaja con un tipo de cambio flexible, si se reduce la tasa de interés y se incrementa el gasto público, el capital financiero (ante expectativas inflacionarias y devaluatorias) saldrá del país y provocará devaluación, caída del mercado de capitales y crisis financiera.

Entre los argumentos a favor del tipo de cambio fijo, se señala que “el objetivo de mantener un tipo de cambio como ancla,

desestimula la propensión hacia políticas erráticas y minimiza la ocurrencia de *shocks* internos que lleven a crisis bancarias” (Domac y Martínez, 2000: 5). Es decir, con ello se quiere disciplinar la política monetaria y fiscal a favor de la estabilidad cambiaria. Sin embargo, hemos visto que tales políticas más que evitar crisis bancarias, las propician (Huerta, 1997).

El tipo de cambio nominal tiene que ser estable a fin de garantizar condiciones de rentabilidad al capital internacional en su propia moneda, así como para evitar prácticas especulativas que puedan propiciarse del libre movimiento de capitales cuando la economía no ofrece expectativas de crecimiento.

Ante la incapacidad de la economía nacional de asegurar la estabilidad del tipo de cambio a través del superávit de comercio exterior en condiciones de crecimiento, el gobierno, para promover entrada de capitales e incrementar la reserva internacional aumenta la tasa de interés, disminuye el gasto público y vende empresas, para así asegurar la estabilidad cambiaria, garantizar la convertibilidad de la moneda al tipo de cambio vigente y evitar prácticas especulativas. De tal forma, la estabilidad cambiaria queda sujeta a la entrada de capitales, pues es ésta la que la sustenta.

Las políticas monetaria, cambiaria y fiscal no pueden ser independientes de los intereses del capital financiero, sino que tienen que circunscribirse a los objetivos de estabilidad deseados por éste. Es por ello que la economía al no ofrecer condiciones atractivas de inversión, está obligada a mantener alta la tasa de interés, a contraer el gasto público y la actividad económica a fin de evitar presiones sobre los precios, las finanzas públicas, el sector externo y el tipo de cambio que pudiesen propiciar salida de capitales e inestabilidad en los mercados financieros. Es decir, las autoridades tienen que instrumentar ajustes recesivos para evitar presiones sobre la moneda y los mercados financieros. Prefieren condiciones de estabilidad, no obstante que la economía no crezca.

El libre movimiento de capitales dificulta tener un tipo de cambio que sea independiente de las condiciones de confianza, estabilidad y rentabilidad deseada por el capital financiero. De ahí que estamos circunscritos a mantener políticas que frenan la

actividad económica, las cuales evitan transitoriamente crisis financieras, a costa de afectar la esfera productiva, de aumentar el desempleo y de llevar a la economía a depender en forma creciente de la entrada de capitales, lo que nos coloca en un contexto de alta vulnerabilidad.

A PESAR DE QUE LAS AUTORIDADES MONETARIAS
DEFINEN EL TIPO DE CAMBIO COMO FLEXIBLE,
HACEN TODO PARA QUE PERMANEZCA ESTABLE
EN TÉRMINOS NOMINALES

A RAÍZ de la crisis de diciembre de 1994, las autoridades monetarias y hacendarias decidieron trabajar con un tipo de cambio flexible, en vez del tipo de cambio nominal fijo que venía operando desde finales de 1987 con la política del Pacto de Estabilidad. Ello se hizo con el fin de que la economía pudiese ajustarse rápidamente a cualquier vulnerabilidad externa y evitar la pérdida de reservas internacionales.

A pesar que las autoridades monetarias y hacendarias señalan que se trabaja con este régimen cambiario, ello no acontece, dado que intervienen en el mercado de divisas, tanto en forma directa colocando dólares de las reservas internacionales para evitar presiones sobre el tipo de cambio, como manteniendo políticas monetaria y fiscal restrictivas, e impulsando la privatización y extranjerización de empresas y activos. Esto para promover la entrada de capitales y para que el tipo de cambio no se devalúe, dado que ello afectaría la rentabilidad del capital financiero internacional ubicado en el país.

Las políticas encaminadas a alcanzar la estabilidad del tipo de cambio, terminan apreciando la moneda nacional. El aumento de la tasa de interés atrae al capital financiero, lo que aumenta la oferta de divisas. Por otra parte, encarece el crédito, disminuye la inversión y la demanda, y con ello las presiones sobre los precios, sobre las importaciones y sobre el tipo de cambio. Por su parte, la disminución del gasto público atrae capitales, debido a que la disciplina fiscal aleja expectativas inflacionarias y devaluatorias,

además de que amplía la frontera de influencia del país a la inversión extranjera directa (en aquellos sectores donde deja de invertir el sector público). Tales políticas restrictivas contraen la actividad económica, disminuyen la demanda de importaciones y divisas, y logran que la oferta de divisas crezca en mayor medida que la demanda de éstas. Esto hace que la flexibilidad del tipo de cambio se dé a favor de la apreciación de la moneda nacional, por lo que se abarata el dólar y las importaciones, lo que propicia un proceso de competencia que obliga a los productores nacionales a bajar su precio, alcanzándose así la reducción de la inflación.

Nos dice Thirlwall que el tipo de cambio ha pasado a ser determinado por la oferta y la demanda de moneda, y no por la balanza de pagos (Thirlwall, 2003: 125). De ahí la preocupación de las autoridades monetarias y hacendarias para que la moneda nacional sea aceptada y demandada tanto a través de ofrecer tasas de interés atractivas y/o venta de activos y empresas rentables, como manteniendo restringida la actividad económica y el crecimiento de la oferta monetaria, para reducir la demanda de divisas y mantener estable el tipo de cambio nominal.

Para que el tipo de cambio flexible no origine alta vulnerabilidad en torno al flujo de capitales (y considerando que son éstos los que determinan el tipo de cambio y evitar que ante una esperada devaluación pueda propiciarse la salida de capitales), se procede a promover la entrada de capitales e incrementar las reservas internacionales, para impedir que la flexibilización se dé en torno al diferencial de precios internos *versus* externos, así como una alta vulnerabilidad en torno al movimiento de capitales.

La preocupación del gobierno es evitar que sea la variación de precios lo que incida en las fluctuaciones del tipo de cambio, dado que ello desvalorizaría al capital financiero internacional ubicado en el país y propiciaría la salida de capitales. De ahí que se procede a promover entrada de capitales y a evitar presiones sobre precios, no obstante que se caiga en un tipo de cambio apreciado.

Por más que se dice que se tiene un tipo de cambio flexible para encarar los *shocks* externos, ello no da margen para disminuir la tasa de interés, ni flexibilizar la política fiscal para impulsar el

crecimiento, sino por el contrario; se mantienen relativas altas tasas de interés y políticas de disciplina fiscal, lo que lleva a que la flexibilización del tipo de cambio en torno al diferencial de precios no se dé, sino que se mantenga estable en términos nominales y apreciado en términos reales. Tal paridad cambiaria es indispensable para la reducción de la inflación, pero ello se alcanza a costa de que las importaciones desplacen a la producción nacional, lo que incrementa el déficit del comercio exterior y afecta las ganancias en la esfera productiva, así como la inversión y el empleo en dicho sector.

CONDICIONES PARA QUE SEA VIABLE TRABAJAR CON UN TIPO DE CAMBIO NOMINAL ESTABLE

PARA QUE un país pueda trabajar con un tipo de cambio nominal estable, debe tener niveles de productividad y de competitividad similares a los de su principal socio comercial, a fin de que dicha paridad cambiaria no afecte su posición competitiva, y no genere secuelas negativas sobre la esfera productiva, el sector externo y el sector bancario. Se exigen condiciones productivas y macroeconómicas sólidas y aceptación de la moneda nacional para que los *shocks* externos no desestabilicen tal paridad cambiaria. Sin embargo, tal situación no acontece en nuestro país, por lo que ha resultado muy caro mantener un tipo de cambio estable, el cual ha resultado apreciado y ha disminuido la competitividad de la producción nacional.

Al trabajar con un tipo de cambio nominal estable (o con deslizamientos por debajo del diferencial de precios internos *versus* externos) en un contexto de grandes diferencias de productividad entre países, termina descapitalizando la esfera productiva, aumentando sus problemas financieros y del sector externo, lo que nos coloca en un contexto de alta vulnerabilidad, sujetos al desempeño de las exportaciones y de la entrada de capitales. Los mismos problemas de productividad y competitividad, limitan el crecimiento de las exportaciones y su diversidad, descansando la economía en sus exportaciones de bienes primarios (petróleo), de

aquellas realizadas por empresas transnacionales, así como del proceso de privatización y extranjerización para atraer capitales, siendo este último proceso limitado al número de empresas susceptibles de ser vendidas, lo que compromete dicha estabilidad cambiaria. Asimismo, las presiones sobre el sector externo obligan al gobierno a priorizar políticas monetarias y fiscales restrictivas a fin de evitar presiones de demanda sobre el sector externo que puedan debilitar la estabilidad del tipo de cambio.

ENFOQUE MONETARISTA DE LA BALANZA DE PAGOS

EN EL enfoque monetarista de la balanza de pagos, el comportamiento de ésta es resultado del cambio de la demanda por dinero y de la oferta monetaria real, y esto dependerá de lo que acontezca con el ingreso y los precios (véase Thirlwall, 2003: 65). Es decir, un incremento en el ingreso nacional, aumenta la demanda de dinero y de las importaciones, lo que aumenta el déficit del comercio exterior. En dicha concepción teórica, un aumento de la oferta monetaria, incrementa los precios, lo que disminuye la competitividad y aumenta el déficit del comercio exterior. De ahí que para disminuir las presiones sobre el sector externo, se recomienden políticas monetarias y fiscales restrictivas para reducir la demanda y las presiones sobre precios para no perder competitividad que pueda afectar a la balanza de comercio exterior.

En la escuela convencional si no hay desequilibrio en el mercado monetario y en las finanzas públicas, no hay déficit externo. De ahí su preocupación porque no haya presiones sobre la oferta monetaria y el porqué privilegian políticas restrictivas. Sin embargo, como vimos anteriormente, la realidad es diferente, ya que la política monetaria y fiscal restrictiva aprecia el tipo de cambio y por otro lado, atenta sobre la esfera productiva, lo que hace menos competitiva a la producción nacional y aumenta los rezagos productivos, lo cual contribuye al déficit del comercio exterior y a debilitar la paridad cambiaria.

EL TIPO DE CAMBIO HA DEJADO DE SER
INSTRUMENTO DE AJUSTE DE LA BALANZA
DE COMERCIO EXTERIOR

EL TIPO de cambio ha dejado de ser utilizado como herramienta de ajuste de la balanza de comercio exterior, dado que ello implicaría trabajar con un tipo de cambio flexible en torno al diferencial de precios para mejorar la competitividad. Es decir, un tipo de cambio en esta perspectiva, requiere trabajar bajo el principio de la “paridad del poder de compra”, que requiere ajustar la paridad cambiaria en torno al diferencial de precios internos *versus* externos (estos últimos referidos a los de su principal socio comercial). El gobierno no sigue tal política debido a que afectaría al capital financiero ubicado en el país (esto implicaría su devaluación) y frenaría la entrada de capitales financieros. Se evidencia así que en un contexto de libre movilidad de capitales no hay posibilidad de trabajar con un tipo de cambio flexible en torno a precios, necesario para mejorar la competitividad, la producción y el empleo y disminuir el déficit del comercio exterior, dado que afectaría los niveles de rentabilidad deseados por el capital financiero.

En vez de ajustar el déficit comercial por la vía de flexibilizar el tipo de cambio, se opta por promover la entrada de capitales para así financiar el déficit externo y mantener la estabilidad cambiaria.

Al trabajar las autoridades económicas con relativas altas tasas de interés, así como con una política fiscal restrictiva y venta permanente de empresas públicas, se impide que la flexibilización del tipo de cambio se dé en función del diferencial de precios.

Si el gobierno quisiera un tipo de cambio flexible, como para hacer frente a los *shocks* externos (en el sentido de que si hubiese salidas de capital, el tipo de cambio pudiese desvalorizarse ante tal movimiento), no tendría que colocar objetivos de inflación de 3 por ciento anual, ni instrumentar la política monetaria de los llamados “cortos”, que restringen el crecimiento de la liquidez e incrementan la tasa de interés. Actúa así, justo para evitar que la flexibilización origine presiones devaluatorias sobre el tipo de cam-

bio. Prefiere aumentar la tasa de interés y asumir los efectos de ésta sobre mayores costos del servicio de la deuda interna, así como configurar contextos de restricción de la actividad económica con déficit en el comercio exterior, antes que permitir una flexibilidad del tipo de cambio en torno al diferencial de precios y salida de capitales que implique una devaluación y afectación al capital financiero ubicado en el país.

El tipo de cambio deja de ser instrumento de ajuste de la balanza de comercio exterior para ser herramienta a favor de la reducción de la inflación y de la valorización del capital financiero. Tal política cambiaria, además, aumenta la rentabilidad del capital financiero, pues al salir del país, el dólar le sale más barato de cuando ingresó al país.

LA ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO Y LA PÉRDIDA DE MANEJO DE LA POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL

AL PRIVILEGIAR un tipo de cambio nominal estable, el gobierno pierde el manejo soberano sobre la política monetaria y fiscal dado que ambas pasan a ser restrictivas para evitar presiones sobre dicha paridad cambiaria. El banco central no puede trabajar con bajas tasas de interés a fin de evitar que el crecimiento económico pueda presionar sobre los precios, como sobre la balanza de comercio exterior que pueda comprometer la estabilidad del tipo de cambio. Por lo tanto, el argumento de que la estabilidad de la moneda reducirá la tasa de interés, no se cumple, pues al sustentarse dicha estabilidad en un tipo de cambio apreciado, se incrementa el déficit del comercio exterior y los requerimientos de entrada de capitales que obligan a mantener una tasa de interés alta para atraerlos.

En la concepción convencional, el gobierno no aumenta el gasto público a fin de que ello no se traduzca en déficit fiscal, mayor deuda pública y una carga tributaria para las próximas generaciones. El gobierno pasa a privilegiar la disciplina fiscal, dado que ha perdido el control de la política monetaria, lo que le obliga a contraer el gasto público. El gobierno ha tomado la decisión

política de dejar de tener el control sobre la oferta monetaria a fin de crear condiciones de confianza y estabilidad a favor del capital financiero. Al tener éste fuertes inversiones en el mercado de capitales y de dinero, requiere que la moneda sea estable a fin de valorizar su capital, por lo que el gobierno ha dejado de tener una política monetaria y fiscal a favor del crecimiento para no desestabilizar la moneda y afectar los intereses del capital financiero.

Con la finalidad de evitar presiones sobre los precios y sobre la oferta monetaria, a la estabilidad del tipo de cambio y a la baja inflación le acompañan, no sólo la alta tasa de interés, la disminución del gasto público y de la disponibilidad crediticia, sino también los bajos salarios reales.

De esta manera, la política económica queda subordinada a configurar rentabilidad a favor del capital financiero para asegurar su flujo al país, el financiamiento del déficit externo y la estabilidad del tipo de cambio.

LA POLÍTICA MONETARIA ES RESTRICTIVA INDEPENDIEMENTE DEL RÉGIMEN CAMBIARIO

LA POLÍTICA monetaria en México se sigue comportando igual, tanto cuando predominó el llamado tipo de cambio nominal fijo (período 1988-1994), como cuando pasó a predominar el tipo de cambio flexible a partir de 1995.

Lo importante no es tanto que el tipo de cambio sea fijo o flexible, sino la política económica que acompañe al régimen cambiario. Hemos visto que desde que se instrumentó la política del tipo de cambio fijo en México, la constante ha sido el proceso de privatización y extranjerización, así como la disciplina fiscal y la política monetaria restrictiva, lo cual aleja presiones de demanda sobre precios, y actúa a favor de la estabilidad del tipo de cambio y de su apreciación. Tales políticas se mantuvieron al establecerse el tipo de cambio flexible en 1995, por lo que los resultados han sido los mismos. Después de la crisis y la devaluación de 1995, el tipo de cambio pasó a apreciarse nuevamente a partir de 1996 dada la política económica antes señalada (véase cuadro 1).

CUADRO 1
TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL
Y APRECIACIÓN CAMBIARIA
(1996 = 100)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ^a
TCN*	7.88	8.14	9.91	9.42	9.44	9.15	9.75	10.8	11.3	10.92
TCR**	7.88	9.23	10.5	12	12.9	13.2	13.5	13.9	14.3	14.39
Apreciación cambiaria en porcentaje	0	13.4	5.5	27.4	36.2	44.6	38.7	28.2	26.1	31.8

*Tipo de cambio nominal de diciembre de cada año.

**Tipo de cambio real = Tipo de cambio nominal \times INPC México/índice de precios de Estados Unidos.

^a31 de mayo.

Fuente: Elaborado con base en datos del Banco de México, Indicadores Económicos y del Departamento del Trabajo, Bureau of Labor Statistics de Estados Unidos.

CUADRO 2
TASA DE INTERÉS NOMINAL MÉXICO
Y ESTADOS UNIDOS E INFLACIÓN Y RIESGO-PAÍS
EN MÉXICO, 1999-2005

	<i>Tasa de interés en México*</i>	<i>Tasa de interés en Estados Unidos**</i>	<i>Inflación en México</i>	<i>Riesgo-país</i>
1999	23.7	5.2	11.6	443
2000	16.9	6.3	7.7	349
2001	12.8	3.6	5.7	360
2002	8.2	1.7	4.8	324
2003	6.9	1.1	4.5	262
2004	7.2	1.5	4.9	214
2005	9.6 ¹	2.8	4.5 ²	171

Notas:

*Cetes a 28 días, datos de fin de año.

**Valor del papel comercial a 28 días.

¹Promedio del mes de mayo.

²Inflación de junio de 2004 a mayo de 2005.

Fuente: INEGI, Banco de Información Económica; Banco de México, Indicadores Económicos; FMI y www.banamex.com.mx/esp/finanzas/historicos/economia_int/ei_riesgo_pais.jsp

El banco central aumenta la tasa de interés y el diferencial que ésta tiene con respecto a la de Estados Unidos, no obstante la disminución de la inflación y del bajo riesgo-país que se da del 2003 al 2005 (véase cuadro 2). Ello lo hace a fin de mantener estable el tipo de cambio y alcanzar su meta de baja inflación. Dicho diferencial de tasas de interés ha llevado a que en el 2004 y 2005 se diera una gran demanda por deuda pública por parte de inversionistas financieros internacionales. El capital financiero gana tanto por la apreciación del tipo de cambio, como por las altas tasas de interés.

LA POLÍTICA MONETARIA Y LOS FLUJOS DE CAPITAL

SI LA ECONOMÍA deja de ofrecer condiciones atractivas de inversión y si se ven comprometidos los objetivos de estabilidad buscados por el banco central, éste reacciona endureciendo su política monetaria, por lo que aumenta la tasa de interés, a fin de promover la entrada de capitales y evitar su salida, como para no propiciar presiones sobre la moneda y sobre los mercados financieros, de modo que no queda margen para implementar políticas de crecimiento.

La entrada de capitales contribuye al financiamiento del déficit externo y a mantener la estabilidad del tipo de cambio. No obstante, más que contribuir con ello al crecimiento económico, lo frena, dado que se mantiene apreciado el tipo de cambio, el cual actúa en detrimento de la dinámica de acumulación de la esfera productiva, aumenta los problemas de sobreendeudamiento y disminuye la inversión. Además, la entrada de capitales repercute en mayores obligaciones financieras externas que presionan sobre el déficit del sector externo.

Ante el alto endeudamiento externo de la economía, a ésta le conviene un tipo de cambio nominal fijo (apreciado), ya que ello reduce el costo de dicha deuda en términos de pesos. Sin embargo, tal paridad cambiaría actúa en detrimento de las relaciones comerciales con el exterior, dado el alto nivel de apertura comercial y baja productividad que tiene la economía nacional. La aprecia-

ción del tipo de cambio lleva a que las importaciones crezcan más que las exportaciones, lo que redundará en detrimento de la dinámica de acumulación internamente, llevando a la economía a depender en mayor medida de los flujos externos, para lo cual la estabilidad del tipo de cambio es funcional. Sin embargo, ello profundiza las presiones sobre el sector externo, la vulnerabilidad y la dependencia de la economía de la entrada de capitales.

Si la economía no asegura los flujos de capital suficientes para encarar el déficit externo, se tendría que realizar un fuerte ajuste recesivo y devaluatorio, tal como aconteció en 1982 y en diciembre de 1994. El ajuste devaluatorio va acompañado de un alza de la tasa de interés y de una fuerte contracción del gasto público para frenar la actividad económica y así alcanzar el ajuste del sector externo. Nos dice Thirlwall que hay casos en que “no fue el cambio de precios relativos lo que operó para alcanzar el balance de pagos, sino los cambios de gasto y de la producción con diferencial de las tasas de interés” (Thirlwall, 2003: 45).

LA POLÍTICA MONETARIA RESTRICTIVA Y LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO A FAVOR DEL CAPITAL FINANCIERO

LA POLÍTICA económica responde cada vez más a las exigencias y condiciones de confianza y rentabilidad deseadas por el capital financiero, tanto para promover su entrada al país, como para evitar prácticas especulativas que deriven en inestabilidad financiera.

Al aumentar el poder del capital financiero y al tener el banco central el control de la determinación de la tasa de interés, ésta pasa a depender cada vez más de los intereses del primero, por lo que son desatendidas las demandas y requerimientos exigidos por el sector productivo, por el gobierno, por los trabajadores y los que buscan empleo, y se configura un contexto de menor inversión y de bajo o nulo crecimiento del ingreso nacional.

La tasa de interés desempeña un papel importante, no sólo en la dinámica económica, sino también en torno al reparto del excedente y por consecuencia en la distribución del ingreso. De

ahí la validez del planteamiento de Smithin en el sentido que “la tasa de interés del dinero llega a ser esencialmente una variable determinada políticamente (en la estructura institucional contemporánea es una variable manipulada por el banco central), en vez que por la reflexión de fuerzas puramente económicas” (Smithin, 2005). En lugar de que la política monetaria (tasa de interés) responda a las demandas de crecimiento económico y pleno empleo, se determina en torno a las exigencias de rentabilidad y estabilidad deseadas por aquellos que controlan la moneda, es decir, por el capital financiero. Este sector es el que tiene el poder económico-político para determinar los rumbos del acontecer nacional, sin importarle el carácter excluyente y concertador del mismo. De esta forma, la alta tasa de interés provoca la redistribución del ingreso, dado el efecto riqueza que genera a favor del capital financiero.

Mientras predomine el capital financiero y éste determine la política económica a favor de sus intereses y de su mayor participación en el reparto del ingreso, no habrá condiciones para el crecimiento de la esfera productiva y del empleo. Smithin y Atesoglu nos dicen que “la distribución del ingreso es importante para interpretar y predecir el desarrollo de la macroeconomía” (Smithin, y Atesoglu, 2005). En tal contexto, la economía pasa a tener menor crecimiento económico dadas las menores ganancias en la esfera productiva, por lo que pasa a estar sujeta a los vaivenes de los factores externos, es decir, de las exportaciones y de la entrada de capitales.

LAS POLÍTICAS DE ESTABILIZACIÓN, LOS PROBLEMAS DE LIQUIDEZ Y DE REALIZACIÓN

LA POLÍTICA monetaria y fiscal, al priorizar la disminución de la inflación y la estabilidad nominal del tipo de cambio, dejan de generar la demanda y la liquidez necesarias que requiere la dinámica económica para realizar la producción y la ganancia inherente a ésta.

A través de la política monetaria de los “cortos” y de la política de disciplina fiscal, se logra la estabilidad monetaria a costa de sacrificar el crecimiento de la economía.

Las autoridades monetarias no siguen una política acomodaticia en torno a las necesidades de liquidez de la economía, sino que la oferta monetaria se queda “corta” en torno a la demanda que enfrenta. Prefieren mantener restringida la liquidez a fin de contraer la demanda y la actividad económica y así asegurar la estabilidad nominal del tipo de cambio.

Se actúa a favor del capital financiero a costa de afectar la esfera productiva y el empleo. Se prefiere el bajo crecimiento económico con baja inflación, en lugar de favorecer las demandas nacionales de crecimiento y empleo, pues según la escuela convencional que orienta dicha política económica, esto puede generar inflación.

El predominio de las políticas de estabilidad cambiaria, impiden la liquidez y los gastos necesarios para realizar la producción y las ganancias presentes en el proceso productivo, por lo que no se aseguran los ingresos que permitan cubrir el reembolso del financiamiento con que se inició la inversión, generando problemas de insolvencia que frenan la inversión y la actividad económica. De esta forma, las políticas de estabilización dificultan tanto emprender el proceso productivo, como la realización de la producción. Nos dice Smithin que “el dinero juega dos roles, fija el término del contrato original y es el medio por el que el pago es efectuado” (Smithin y Lau, 2002 [2004]). Al no haber dinero, ni se inicia el proceso, ni hay recursos para comprar y realizar la producción.

LA POLÍTICA MONETARIA RESTRICTIVA Y SUS IMPACTOS SOBRE EL SECTOR EXTERNO Y LAS FINANZAS DEL SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO Y SOBRE LAS DECISIONES DE INVERSIÓN

EL ALZA de la tasa de interés va dirigida, entre otras cosas, a contraer la actividad económica y las presiones de la demanda sobre precios y sobre la balanza de comercio exterior. Sin embargo, la contracción de la actividad económica atenta contra la productividad y aumenta los rezagos productivos y las presiones de oferta sobre la balanza de comercio exterior.

La entrada de capitales está dirigida a financiar el déficit externo y a mantener estable el tipo de cambio. Ello tiene efectos transitorios dadas las consecuencias que se derivan de la propia entrada del capital financiero, tanto en lo referente a la apreciación del tipo de cambio (y la consecuente pérdida de competitividad y aumento del déficit del comercio exterior), como por las obligaciones financieras que hay que cubrir. Por lo tanto, se configura un contexto de menor crecimiento económico, con presiones sobre el sector externo y requerimientos crecientes de entrada de capitales para asegurar la estabilidad cambiaria. De tal forma que la política monetaria aumenta las presiones sobre el sector externo, frena la actividad económica y la hace más vulnerable en torno al comportamiento de la entrada de capitales. Ello lleva a aumentar el diferencial de las tasas de interés –para atraer capitales– lo que tiene un límite, pues al insistir en ello se refleja que la economía enfrenta problemas de incapacidad de pagos, lo que atenta sobre el riesgo-país y tiende a frenar la entrada de capitales y a propiciar su salida, ante el riesgo cambiario que se configura. Ello disminuye las reservas internacionales y presiona sobre el tipo de cambio. Ante esta situación, o a fin de evitarla, el gobierno procede a ampliar la esfera de influencia del capital internacional en la economía nacional para que fluya al país.

La política monetaria restrictiva del banco central, incrementa el costo de la deuda interna pública y privada, lo que presiona sobre las finanzas de ambos sectores e incrementa los montos de endeudamiento. Ello hace vulnerable el desempeño de la economía, ya que atenta contra la esfera productiva y restringe la disponibilidad crediticia hacia el sector privado, debido a que están presentes problemas de insolvencia en tal sector.

Una tasa de interés alta, lleva a los sectores altamente endeudados (sector público y sector privado) a distribuir parte creciente de sus ingresos y ganancias a favor del capital financiero (su acreedor), restándole capacidad de inversión productiva, ya que se canalizan mayores recursos hacia la esfera financiera-especulativa. Asimismo, el aumento de la tasa de interés reduce el valor presente de los ingresos esperados, lo que junto con la menor dispo-

nibilidad de recursos que genera el mayor costo del servicio de la deuda interna, restringen las decisiones de inversión. Cabe recordar que las decisiones de inversión y la producción dependen de las expectativas de ingresos futuros, como de la relación de éstos con el costo del financiamiento (tasa de interés), así como de la disponibilidad crediticia, todo lo cual es afectado por una política monetaria restrictiva.

EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE Y LOS PROBLEMAS DEL SECTOR BANCARIO

LA CRISIS bancaria se presentó a raíz de la alta relación de endeudamiento que configuraron las menores ganancias derivadas de la política de estabilidad del tipo de cambio, y no con la devaluación de la moneda, como menciona el enfoque convencional. De hecho, a pesar de la devaluación verificada de 1982 a 1987 y su impacto sobre las finanzas públicas y el sector endeudado en dólares, no hubo crisis bancaria, debido a que se dio el crecimiento de liquidez suficiente para evitar grandes problemas de insolvencia que pudiesen desestabilizar al sector bancario. La crisis de diciembre de 1994 se manifestó como resultado de los efectos desatados sobre el sector externo de tantos años de apreciación cambiaria (1988-1994), y de la incapacidad de seguirla financiando, lo que trajo por consecuencia la devaluación y las altas tasas de interés, y al encontrarse la economía con altos niveles de endeudamiento interno y externo, trajo por resultado la crisis bancaria.

El régimen de tipo de cambio fijo llevó a la crisis bancaria e incrementó el costo del rescate bancario, no sólo por los recursos públicos transferidos a dicho sector, sino también porque se prosigue con un régimen cambiario que impide la flexibilización de la política monetaria y fiscal necesarias para el crecimiento y la generación de liquidez para evitar problemas de insolvencia. Al retomarse la estabilidad cambiaria en 1996 (y su apreciación), prosiguieron las consecuencias de restricción de la capacidad de pago por parte de las empresas del sector productivo, dando por resul-

tado la posterior restricción crediticia que ha operado desde 1994 hasta la fecha.

La restricción crediticia si bien es funcional para mantener baja inflación y estabilidad cambiaria, actúa en detrimento de la dinámica de acumulación, lo que mantiene latentes y crecientes los problemas de insolvencia y de inestabilidad bancaria.

Asimismo, la alta relación de endeudamiento que presentan el sector privado y el sector público, frena la actividad económica, ya que se tienen que disminuir el consumo y la inversión para cubrir las obligaciones financieras.

LA POLÍTICA DE ESTABILIDAD, LA RESTRICCIÓN CREDITICIA Y EL EFECTO “EXCLUSIÓN”

LAS POLÍTICAS monetaria y fiscal restrictivas contraen el crecimiento del mercado interno, así como el ingreso de las empresas productivas. Esto se ve acentuado por la pérdida de competitividad frente a las importaciones que origina la apreciación del tipo de cambio, lo que afecta el crecimiento de la inversión, la producción y el empleo, viéndose además obligadas tales empresas a depender del crédito para mantener su capital de trabajo.

Tales políticas hacen que el costo de la deuda crezca en mayor medida que los ingresos de las empresas, por lo que su capacidad de pago se ve comprometida, haciendo que el sector bancario restrinja la disponibilidad crediticia, y se le dificulte más a las empresas incrementar su inversión para mejorar el proceso productivo y aumentar la productividad para encarar el proceso de competencia que exige la apertura comercial. De esta forma, la restricción crediticia al sector productivo está asociada al predominio de políticas de estabilización, donde destacan las altas tasas de interés, la restricción del gasto público y la apreciación del tipo de cambio. Las altas tasas de interés dificultan la viabilidad de que la banca flexibilice la disponibilidad crediticia, ya que tal política mantiene latente el problema de insolvencia, lo que hace que se mantenga la restricción crediticia al sector productivo privado.

Mientras prosiga la estabilidad del tipo de cambio, continuarán las altas tasas de interés, la política de disciplina fiscal, los bajos ingresos de las empresas y los problemas de reembolso de los créditos, y con ello la restricción de la disponibilidad crediticia, ocasionando que ello no genere condiciones endógenas de crecimiento.

Son por lo tanto las políticas monetaria restrictiva y la disciplina fiscal, las causantes de exclusión (*crowding out*) al sector privado productivo de la economía, a diferencia de lo planteado por el gobierno y la teoría ortodoxa que informa a la política económica actual, de culpar al déficit público de tal situación.

La baja disponibilidad crediticia afecta las condiciones financieras para el crecimiento. Al restringirse la actividad económica y la liquidez, se compromete la realización de la producción y de las ganancias inherentes al proceso productivo, lo que lleva a la economía a depender de factores externos para su crecimiento, haciendo más vulnerable el comportamiento de dichos factores.

Para que haya disponibilidad crediticia, la política económica tiene que generar expectativas de ganancia en la esfera productiva, cosa que no se configura con la política de estabilización predominante, ya que ésta reduce la competitividad y el crecimiento del mercado interno, lo que contrae los ingresos de las empresas y les impide ser sujetas de crédito e incrementar su inversión.

Bajo dicho régimen cambiario, no hay actuación de prestamista de última instancia por parte del banco central. Es decir, éste no puede desempeñar la función de financiar el desarrollo, dado el temor que tienen de que el exceso de liquidez pueda desestabilizar el tipo de cambio.

LA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y LAS PRESIONES SOBRE LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS

LAS AUTORIDADES económicas pretenden controlar las variables macroeconómicas a fin de evitar presiones sobre el tipo de cambio; sin embargo, dicha estabilidad cambiaria incide negativa-

mente sobre el sector externo (dada la pérdida de competitividad que origina), así como sobre las finanzas públicas. Estas últimas se ven presionadas por el hecho de que la apreciación del tipo de cambio –al disminuir los ingresos de las empresas productivas–, ocasiona problemas de insolvencia que desembocaron en la crisis bancaria (1995) y que obligó al rescate bancario, lo que se tradujo en la transferencia de recursos públicos a dicho sector, incrementándose así el monto de la deuda pública, con la carga que ello representa. Asimismo, las altas tasas de interés que acompañan a la apreciación cambiaria, incrementan el costo del servicio de la deuda pública y por lo tanto las presiones sobre las finanzas públicas.

Al actuar la estabilidad del tipo de cambio en detrimento de la balanza de comercio exterior y de las finanzas públicas, no genera condiciones macroeconómicas a favor del crecimiento económico y de la propia estabilidad cambiaria, sino que impide la operatividad de la banca nacional para otorgar créditos al sector privado para impulsar la dinámica económica. De ahí la disfuncionalidad del tipo de cambio nominal fijo y del tipo de cambio flexible que permiten la apreciación cambiaria.

LA ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO Y EL MENOR CRECIMIENTO ECONÓMICO

LA POLÍTICA de estabilidad sustentada en la apreciación del tipo de cambio, en una alta tasa de interés y en la contracción del gasto público, no configura condiciones de rentabilidad en la esfera productiva, lo que impide condiciones endógenas de acumulación y crecimiento, por lo que el comportamiento de la economía y su estabilidad, pasan a depender de factores exógenos.

El crecimiento económico requiere de una tasa de inversión alta y una dinámica de acumulación de capital, situación que no se produce con la política de reducción de la inflación y de estabilidad cambiaria.

La baja inflación alcanzada por el banco central no es condición para impulsar el crecimiento económico, dadas las conse-

cuencias que se derivan de las políticas en que se sustenta dicho objetivo. Estas políticas afectan la competitividad de las empresas nacionales, las cuales son desplazadas por importaciones, lo que incrementa el déficit de comercio exterior y disminuye los ingresos y ganancias de dicho sector, por lo que caen en niveles de sobreendeudamiento y disminuyen su inversión y la actividad económica.

Al mantener una moneda apreciada, la economía pasa a tener menor capacidad de gasto, debido a que tienen que predominar políticas monetarias y fiscales restrictivas para viabilizar dicho régimen cambiario.

Las altas tasas de interés que acompañan a tal régimen cambiario, al aumentar la carga del servicio de la deuda, restringen la capacidad de gasto de los deudores, por lo que se contraen el consumo, la inversión y con ello el crecimiento de la economía. A esto se suma la disminución del mercado interno y la dinámica de acumulación, derivado de la política de disciplina fiscal.

Por lo tanto, la estabilidad nominal del tipo de cambio, contribuye a reducir la inflación a costa de sacrificar el crecimiento económico y el pleno empleo, y lleva a la economía a depender en forma creciente de la entrada de capitales para financiar el déficit externo y mantener estable el tipo de cambio.

Situación diferente acontece cuando se trabaja con un tipo de cambio flexible en torno al movimiento de precios, ya que tal régimen cambiario permite flexibilizar la política monetaria y fiscal a favor de la capacidad de gasto y del crecimiento económico. Además, tal paridad cambiaria mejora la competitividad y los ingresos de empresas y trabajadores, lo que impacta favorablemente sobre la demanda y sobre el sector externo. El análisis de este régimen cambiario, se encontrará en otro capítulo del autor.

LA ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO Y LA INFLEXIBILIDAD DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

AL OBLIGARSE el gobierno a priorizar la estabilidad nominal del tipo de cambio, deja de tener una política monetaria y fiscal para

el crecimiento, ante el temor de que éstas puedan propiciar inflación y desestabilizar el tipo de cambio, por lo que tales políticas pasan a asumir un carácter restrictivo para asegurar dicha estabilidad. El banco central al privilegiar el objetivo de baja inflación, está obligado a mantener una rígida política monetaria a fin de reducir el crecimiento de la demanda para que ésta no origine presiones sobre los precios y sobre el tipo de cambio.

Sin embargo, la estabilidad monetaria y su convertibilidad, no permiten flexibilizar las políticas monetaria y fiscal, debido a que la economía no tiene condiciones endógenas que sustenten dicha estabilidad, sino que ésta descansa en la entrada de capitales, por lo que la política económica tiene que responder a las condiciones de confianza y rentabilidad exigidas por éstos.

El hecho que el riesgo-país determine en gran medida el comportamiento de los flujos de capitales, su evolución pone nerviosas a las autoridades monetarias, por lo que reaccionan con alzas en la tasa de interés cuando dicho indicador aumenta. De hecho, aunque tal riesgo-país ha disminuido, la tasa de interés ha estado al alza. Dicha política aumenta el costo del servicio de la deuda pública interna y las presiones sobre las finanzas públicas y frena la actividad económica, por lo que más que dar señales de confianza al capital financiero internacional, a la larga actúa en contra de ello.

La situación de bajo crecimiento económico y de alto desempleo es resultado de la política monetaria de estabilización, que nos ha llevado a la pérdida soberana en el manejo de la política monetaria y fiscal para el crecimiento.

LA ESTABILIDAD NOMINAL CAMBIARIA Y LOS REQUERIMIENTOS CRECIENTES DE ENTRADA DE CAPITALES

LA APRECIACIÓN del tipo de cambio aumenta el déficit del comercio exterior y para que esto no atente sobre el tipo de cambio, las autoridades monetarias proceden a aumentar la tasa de interés para mandar señales de que se prefiere disminuir la actividad econó-

mica y las presiones sobre el sector externo para preservar la estabilidad monetaria, a fin de seguir atrayendo capitales y evitar su salida. El problema es que ello mantiene apreciado el tipo de cambio y el déficit del sector externo, lo que frena la dinámica de acumulación, aumenta los requerimientos de entrada de capitales y hace a la economía más vulnerable al comportamiento de éstos.

Al no poder ajustar el tipo de cambio para mejorar la competitividad y disminuir las presiones sobre el déficit del comercio exterior, la economía está obligada a atraer capital financiero para encarar dicho déficit y mantener estable el tipo de cambio. Se cae en un círculo vicioso, ya que la política económica dirigida a atraer capitales genera más déficit externo, lo que lleva a depender más de la entrada de capitales. Ello se complica porque la economía no tiene condiciones para asegurar flujos de capital crecientes y permanentes, dado el contexto de bajo crecimiento económico configurado, el cual no ofrece los atractivos de inversión deseados por ellos. Además, el proceso de privatización y extranjerización seguido para atraer capitales no es infinito. A su vez, el alza de la tasa de interés y la disminución de los salarios reales (la primera política instrumentada para atraer capital financiero; y la segunda, para incentivar la entrada de capital productivo para exportar), terminan contrayendo la actividad económica, pues tales políticas restringen la demanda y el mercado interno e incrementan el déficit de cuenta corriente, pues el alza de la tasa de interés, al estimular la entrada de capitales, aprecia la moneda y aumenta las presiones sobre el sector externo, tanto por el déficit comercial, como por la mayor carga del servicio que se deriva de la mayor entrada de capitales. Es decir, la entrada de capitales, más que ser funcional al crecimiento económico, actúa en detrimento de éste.

Al depender en forma creciente de la entrada de capitales para mantener la estabilidad cambiaria, se hace más difícil retomar el manejo flexible de la política económica (monetaria, fiscal y cambiaria), ya que dicho capital vería expectativas devaluatorias, saldría de la economía y no vendría, lo que comprometería el financiamiento del sector externo. En consecuencia, se opta por mantener la política de estabilización a favor del capital interna-

cional, para seguir cumpliendo con el servicio de la deuda externa, no obstante que sea a costa de sacrificar el crecimiento económico, de acentuar la extranjerización de la economía y de seguir reproduciendo y ampliando dicho esquema de comportamiento.

EL ALTO COSTO DE LA ESTABILIDAD CAMBIARIA Y LA CONVERTIBILIDAD DE LA MONEDA

SI BIEN la política de estabilización reduce la inflación, tal efecto es sólo de corto plazo, pues ésta se logra tanto por la reducción de la demanda, como por la entrada de capitales, los cuales aprecian el tipo de cambio y abaratan las importaciones. La gran entrada de importaciones recrudece los problemas productivos y las presiones de la oferta sobre la balanza de comercio exterior, lo que hace más dependiente a la economía de la entrada de capitales. Una vez que deje de entrar capital suficiente para financiar los desequilibrios productivos y del sector externo, se manifestarán las presiones sobre el tipo de cambio y los precios, así como la crisis.

Por más que el banco central se esfuerza en estabilizar la moneda y asegurar su convertibilidad a un tipo de cambio nominal estable (o semiestable), ello no se ha traducido en que la moneda nacional sea usada como reserva de valor en el plano internacional, o como activo de reserva de otros países, o que el país pueda emitir deuda en pesos en grandes cantidades en los mercados internacionales, lo que evidencia que no obstante su estabilidad, existe desconfianza en ésta, ya que descansa en factores externos y no en factores internos. Si actualmente el gobierno ha logrado colocar deuda en pesos en los mercados internacionales, ha sido debido a las altas tasas de interés ofrecidas, lo que junto a la apreciación que la moneda nacional ha acumulado en los últimos años, aumenta la rentabilidad ofrecida por dichos títulos, haciéndolos muy atractivos. Ello se logra a costa de no tener políticas a favor del crecimiento y de realizar grandes transferencias de recursos a los acreedores internacionales.

La economía paga un alto costo por tratar de mantener la estabilidad monetaria y su convertibilidad, dado que lo logra a través

de altas tasas de interés, de la disciplina fiscal, de aumentar la esfera de influencia al capital internacional en la economía, además de perder manejo soberano de la política monetaria y fiscal para encarar las demandas nacionales de crecimiento, empleo y bienestar.

NO HAY SUSTENTABILIDAD ECONÓMICA
PARA MANTENER LA ESTABILIDAD
DEL TIPO DE CAMBIO

NO HAY razón económica que explique las relativas altas tasas de interés, así como la apreciación del tipo de cambio, la disminución del gasto público y el afán de trabajar con disciplina fiscal y baja inflación. Ello es una razón política decidida por el gobierno, de actuar a favor del capital financiero dado el control de activos financieros en poder de éste, lo que no se traduce ni en un mayor crecimiento económico, ni en más empleo.

La estabilidad nominal cambiaria aumenta las presiones sobre el sector externo, reduce la dinámica de acumulación y aumenta los requerimientos de entrada de capitales. En contraparte, el tipo de cambio que se ajuste en torno al diferencial de precios internos *versus* externos, mejora la posición de competencia y disminuye las presiones sobre el déficit de comercio exterior y los requerimientos de entrada de capitales. No obstante ello, se opta por un tipo de cambio que se aprecia para favorecer a los dueños del dinero, evidenciando el poder de éstos para determinar políticas económicas a su favor, sin que ningún gobierno ni partido político cuestione tal situación.

Al estar muy distante el tipo de cambio vigente del principio de la paridad del poder de compra (que ajusta el tipo de cambio en función del diferencial de precios internos *versus* externos), mantiene latente el riesgo de devaluación para ajustar dicha paridad, que ha sido contrarrestado por los flujos de capital recibidos por la inversión extranjera, como por las remesas recibidas del exterior. De frenarse tal entrada de capitales, aumentará el riesgo cambia-

rio, lo que propiciará la salida de capitales y presiones sobre la paridad cambiaria.

En un contexto de bajo crecimiento económico, de menos activos atractivos que ofrecer al capital internacional y de presiones crecientes sobre el sector externo, más grande pasa a ser la dificultad de asegurar mayores flujos de capital para encarar el déficit externo y mantener la estabilidad nominal cambiaria.

BIBLIOGRAFÍA

- DOMAC, I. y M.S. Martínez, "Banking Crises and Exchange Rate Regimes. It Here a Link?", en World Bank, Working Paper núm. 1247, Policy Research Working Paper, 30 de noviembre de 2000.
- HUERTA, A., *Cartera vencida, inestabilidad financiera, propuesta de solución*, Diana, 1997.
- SMITHIN, J., "The Theory of Interest Rate", borrador presentado en el seminario El Dinero en la Economía, realizado en el posgrado de la Facultad de Economía, UNAM el 14 y 15 de marzo de 2005.
- _____ y H.S. Atesoglu, "A Simple Macroeconomic Model", borrador presentado en el seminario El Dinero en la Economía, realizado en el posgrado de la Facultad de Economía UNAM el 14 y 15 de marzo de 2005.
- _____ y J.Y.F. Lau, "The Role of Money in Capitalism", en *International Journal of Political Economy* 32, 3, otoño de 2002 (2004), pp. 5-22.
- THIRLWALL, A.P., *Trade, the Balance of Payment and Exchange Rate Policy in Developing Countries*, Edward Edgar, Cheltenham, Reino Unido y Northampton, MA, EUA, 2003.

Entendiendo la política económica en un régimen cambiario de libre flotación

INTRODUCCIÓN

EN ESTE CAPÍTULO examinaremos la política apropiada para una economía abierta que opera con un tipo de cambio flotante, sea la economía en cuestión la de un país grande que emite moneda que se usa como activo de reserva (como Estados Unidos), o la economía de un país más pequeño que *utilice* la moneda de reserva internacional (como México). Lo que es importante es que el país use su propia moneda *internamente* (sea dólar o peso) y que no prometa convertir su moneda en reservas internacionales (como oro, o la moneda de otro país) a un tipo de cambio fijo. Finalmente, se reconoce que los tipos de cambio no flotan “libremente” porque la intervención “oficial” de los gobiernos es común, y muchos países reaccionan cuando sus monedas se mueven fuera de un rango deseado. Esto se trata como una política discrecional (similar a como los bancos centrales reaccionan frente a la inflación) que restringe la política interna, aunque, como es discrecional, el banco central puede perseguir políticas alternativas si así lo desea. Primero examinaremos cómo opera la política monetaria en un sistema así, y luego veremos las implicaciones para la política fiscal.

*Algunas partes de la primera mitad de este capítulo se basan en el trabajo “International aspects of current monetary policy”, publicado en *Center for Full Employment and Price Stability Working Paper* núm. 31, en marzo de 2004; la sección final se basa en el trabajo “The employer of last resort approach to full employment”, publicado en *Center for Full Employment and Price Stability Working Paper* núm. 9, en julio de 2000. El autor agradece comentarios recibidos de Guadalupe Mántey de Anguiano, Arturo Huerta, Alicia Girón y Warren Mosler. Muchos de los argumentos fueron presentados en seminarios organizados por la UNAM en los últimos años, y el autor agradece a los participantes la discusión de estos tópicos. Traducción de Guadalupe Mántey de Anguiano.

Se argumentará que un país que emite una moneda soberana en un régimen cambiario de flotación puede aspirar al pleno empleo con estabilidad de precios.

Resumamos primero el argumento. En pocas palabras, el banco central establece la meta para la tasa de interés nocturna y entonces ofrece o sustrae reservas para asegurar que los bancos tienen la cantidad deseada y/o requerida. El banco central puede siempre “bombear” reservas excedentes al sistema, pero esto resultará simplemente en una situación de cero pujas en el mercado interbancario nocturno, que causaría la caída de la tasa nocturna a cero (o a la tasa de soporte si el banco central paga interés sobre las reservas). Hay algo así como una asimetría: el banco central no puede dejar a los bancos faltos de reservas, ya que es de pensarse que la tasa nocturna se elevaría sin límites, de modo que nunca veremos a los bancos centrales rehusándose a proveer reservas; por otro lado, si el banco central deja reservas excedentes en el sistema, la tasa nocturna cae a cero (algo que el Banco de Japón ha estado queriendo hacer durante la mayor parte de la década pasada). Seguidamente, argumentamos que cuando el Ministerio de Hacienda gasta las cuentas bancarias se abonan, y cuando recauda impuestos se cargan (los déficit significan simplemente que hay un saldo neto acreedor en las cuentas bancarias), y por tanto que las reservas aumentaron. Si esto crea un exceso de reservas, el banco central o el Ministerio de Hacienda deben vender bonos para evitar que la tasa de interés nocturna caiga. Por el contrario, un superávit presupuestal drena reservas (ya que los impuestos superan al gasto), haciendo que la tasa nocturna suba, lo que induce al banco central a realizar una operación de compra en el mercado abierto, o al Ministerio de Hacienda a redimir la deuda gubernamental.

Estas operaciones del banco central son siempre defensivas, y si los pagos internacionales hacen que las reservas domésticas observadas se desvíen de los niveles deseados o requeridos, el banco central no tiene otro remedio que “esterilizarlas” (acomodarse) ofreciendo o retirando reservas para lograr su meta de la tasa de interés nocturna. Mientras que se supone que los déficit presu-

puestales elevan las tasas de interés y pueden causar una apreciación de la moneda (y de ahí causar un déficit comercial “doble”), en realidad los déficit presupuestales crean posiciones de reservas excedentes que reducirían las tasas de interés nocturnas si no se emprendieran ventas de bonos. Así, cualquier correlación entre los déficit presupuestales y los déficit comerciales es más probable que aparezca por el efecto estimulante de los déficit presupuestales sobre el gasto del sector no gubernamental que por presión sobre las tasas de interés. En verdad, todo lo demás igual, el déficit presupuestal presionaría las tasas de interés *a la baja*, si no fuera por las operaciones compensatorias que hacen el banco central y/o el Ministerio de Hacienda.

Por último, comúnmente se cree que el gobierno debería actuar para influir en los tipos de cambio y manipular la balanza comercial a fin de alcanzar un superávit. Argumentaremos que esto resulta principalmente de un malentendido respecto a los costos y beneficios del comercio y el proceso de “financiar” déficit comercial. Nuestro análisis apoyará los tipos de cambio flotantes y ofrecerá una visión alternativa del proceso financiero. Más aún, se verá que en tanto las exportaciones significan un costo mientras que las importaciones son un beneficio, un déficit de comercio implica que el país puede disfrutar beneficios netos.¹ Así pues, no se debería temer a los déficit de comercio (a menos que la política económica sea incompatible con ellos), por ejemplo cuando promueve medidas de austeridad. Concluiremos que la combinación de un poder soberano para emitir la moneda doméstica, más la voluntad de que esa moneda flote en los mercados de cambios, proporciona a los hacedores de la política interna los instrumentos necesarios para lograr la estabilidad de precios con pleno empleo.

A lo largo de la exposición que sigue, será necesario recordar que todos los argumentos parten del supuesto de que el país que se está analizando tiene una moneda soberana y un régimen de tipo de cambio flotante, es decir, un país como el Reino Unido, Japón, México, Canadá, o Estados Unidos. Algunos argumentos ten-

¹ El autor hace esta afirmación para el caso en el que un país puede pagar el desbalance externo con su propia moneda (N. del T.).

drían que revisarse para el caso de una nación europea perteneciente a la zona euro (ya que desde la perspectiva individual de un Estado miembro esa es en cierta forma una moneda “extranjera”); las modificaciones tendrían que ser aún mayores para una nación que operara con un tipo de cambio fijo o con un consejo monetario basado en la moneda de otro país (como Argentina antes de su crisis). No nos ocuparemos aquí de esos casos.

ESTABLECIMIENTO DE METAS DE TASAS DE INTERÉS POR EL BANCO CENTRAL

HACE ALGUNOS años, los libros de texto tradicionalmente presentaban a la política monetaria como una elección entre el establecimiento de metas sobre la cantidad de dinero o sobre la tasa de interés. Supuestamente, el banco central podía controlar la oferta monetaria a través del control sobre la cantidad de reservas, con un determinado “multiplicador monetario” relativamente estable (Brunner, 1968; Balbach, 1981). Esto inclusive condujo a algunos intentos de lograr metas de crecimiento monetario en el mundo real (particularmente en Estados Unidos y Gran Bretaña a principios de los ochenta). Sin embargo, casi todos los economistas han llegado a la conclusión de que al menos en la práctica, no es posible acertar a metas monetarias (Friedman, 1988). Estos resultados del mundo real parecen haber validado los argumentos de quienes como Goodhart (1989) en el Reino Unido y Moore (1988) en Estados Unidos, han afirmado que los bancos centrales no tienen otro remedio que establecer una meta para la tasa de interés y luego acomodarse a la demanda de reservas a esa meta (véase también Wray, 1990 y 1998). Esta posición se ha denominado “horizontalismo” en el sentido de que la oferta de reservas es “horizontal” (no discrecional) a la tasa de interés objetivo. Así pues, si el banco central puede en efecto alcanzar una meta de reservas, lo hace sólo a través de su decisión de subir o bajar la tasa de interés a fin de subir o bajar la demanda de reservas. No obstante, esto es muy improbable (es decir, acertar a las metas de reservas sería resultado de una coincidencia) porque la demanda de

reservas es muy inelástica (por razones que se discutirán enseguida). Consecuentemente, la oferta de reservas puede concebirse mejor como enteramente acomodaticia a la demanda, pero a la tasa de interés objetivo del banco central.

¿Por qué el banco central necesariamente se acomoda a la demanda de reservas? Hay por lo menos tres razones diferentes. En algunos países, como Estados Unidos, a los bancos se les exige tener reservas en proporción a sus depósitos, de acuerdo con cálculos algo complejos que dan por resultado un requisito de reservas con base en lo que ya pasó: las reservas que deben tenerse hoy dependen de los depósitos que se tuvieron hace seis semanas. Aun cuando se conceda un pequeño periodo para cumplir con los requisitos de reservas, el ajuste necesario en el portafolio puede ser demasiado grande (especialmente cuando uno considera que muchos activos bancarios no son líquidos). Así pues, en la práctica, el banco central automáticamente proporciona un sobregiro (la única interrogante es con relación al “precio”, es decir, la tasa de descuento que se cobra por las reservas). En muchas naciones, como Canadá y Australia, la promesa de un sobregiro está dada explícitamente, y por lo tanto no puede haber duda acerca de que el banco central se acomoda, porque los bancos pueden pedir prestadas reservas cuando quieran, a la tasa objetivo del banco central. Una segunda explicación es que el banco central se acomoda a la demanda de reservas a fin de asegurar un sistema de pagos ordenado. Las liquidaciones entre bancos, y aún más importante, la liquidación con el gobierno, hace necesario que los bancos tengan acceso a reservas para compensación (nótese que el seguro de depósitos finalmente hace al gobierno responsable de la liquidación de cheques, en cualquier eventualidad). El argumento final es que debido a que la demanda de reservas es muy inelástica, y el sector privado no puede fácilmente incrementar la oferta (atraeyendo depósitos de efectivo), la tasa de interés nocturna sería muy inestable si no fuera por el acomodamiento del banco central. Así pues, la relativa estabilidad de la tasa nocturna requiere el acomodamiento “horizontal” del banco central. En la práctica, la evidencia empírica de tasas nocturnas de interés relativamente

estables aun en periodos muy cortos apoya la creencia de que el banco central se *está* acomodando *horizontalmente*.

Hasta los economistas ortodoxos están hoy de acuerdo en que los bancos centrales operan con un objetivo de tasa de interés nocturna; en efecto, este es el fundamento de lo que se ha llamado nuevo consenso monetarista. Nosotros podemos concluir que la tasa nocturna actualmente es exógenamente administrada por el banco central (aun sin aceptar necesariamente que él *deba* operar de esa manera). La deuda gubernamental soberana de corto plazo es un activo sustituto muy bueno para el préstamo nocturno de reservas. Por lo tanto, su tasa de interés seguirá muy de cerca a la tasa interbancaria nocturna. Las tasas de deuda soberana a plazos mayores dependerán de las expectativas respecto a las futuras tasas de corto plazo, las cuales estarán determinadas mayormente por las expectativas sobre las metas futuras de la política monetaria. Así, podemos considerar que estas tasas son también potencialmente controlables por el banco central, en la medida en que éste puede anunciar metas al futuro y de esta manera afectar el espectro de tasas de interés sobre deuda soberana a distintos plazos de vencimiento. Aun así, el banco central no puede determinar todas las tasas de interés, las fuerzas del mercado jugarán algún papel en la determinación de todas las tasas a excepción de la tasa nocturna establecida por el banco central.

Japón representa un caso ligeramente diferente, porque opera con un objetivo de tasa nocturna cero. Ésta se mantiene conservando algunas reservas excedentes en el sistema bancario. El Banco de Japón siempre puede agregar un poco más de reservas excedentes al sistema comprando bonos gubernamentales, puesto que esto se consigue con una tasa cero. Sin embargo, para los bancos lo único que significa es que tienen más reservas sin interés, y menos títulos gubernamentales que devengan un bajo interés. En un país como Canadá, que tiene un objetivo de reserva cero, los bancos ganan interés sobre sus tenencias positivas de reservas, y pagan intereses sobre las reservas prestadas necesarias para alcanzar la posición neta de reservas igual a cero. En este caso, la tasa de interés pagada sobre reservas excedentes o cargada sobre re-

servas prestadas (en la práctica hay un pequeño diferencial entre estas dos tasas de interés) es la tasa de interés administrada por el banco central. Esto elimina la necesidad de embarcarse en compras o ventas de valores gubernamentales en el mercado abierto. En realidad, ello elimina por completo la necesidad de que el gobierno emita deuda (letras o bonos), porque el gasto deficitario del gobierno federal genera créditos netos en las reservas del sistema bancario, y los bancos ganan la tasa nocturna de interés sobre sus tenencias positivas de reservas, lo que para fines prácticos es equivalente a comprar un título gubernamental y ganar intereses con él. En ambos casos, la función de pagar intereses sobre las tenencias de reservas, o pagar interés sobre títulos gubernamentales, es mantener una tasa de interés nocturna positiva (como veremos en el siguiente apartado).

FINANCIANDO EL GASTO GUBERNAMENTAL

NORMALMENTE se cree que el gobierno enfrenta una restricción presupuestal por la cual su gasto debe ser “financiado” con impuestos, préstamos (ventas de bonos), o “creación de dinero”. Dado que muchos países prohíben la creación directa de dinero por el Ministerio de Hacienda, se arguye que la “impresión de dinero” sólo es posible mediante la complicidad del banco central (el cual podría comprar los bonos gubernamentales al tiempo que emite reservas bancarias) efectivamente “imprimiendo dinero”. Tal práctica es casi universalmente rechazada como una mala política que con seguridad causaría inflación, y, de hecho, es ilegal en algunas naciones.

En realidad, bajo un régimen cambiario de flotación, el gobierno que emite la moneda gasta emitiendo cheques, o abonando directamente las cuentas bancarias. Los pagos de impuestos resultan en cargos a las cuentas bancarias. El gasto deficitario del gobierno conduce a abonos netos en las cuentas bancarias. En la práctica, los que reciben pagos del gobierno tienen pasivos del sistema bancario mientras sus bancos tienen reservas en forma de pasivos del banco central (podemos ignorar las filtraciones de

depósitos y *reservas* a través del efectivo que conserva el público no bancario, considerándolas como una simple complicación que no cambia nada sustancial. Estas son siempre acomodadas por el banco central, el cual provee a los bancos de las reservas para hacer frente a la filtración de efectivo). Resumiendo, el gasto gubernamental toma la forma de abonos netos a los bancos, que incrementan sus reservas.

Muchos economistas malinterpretan la naturaleza de los procedimientos contables que siguen el banco central y el Ministerio de Hacienda (procedimientos que varían de acuerdo con cada nación, pero que son autoimpuestos). Por ejemplo, en Estados Unidos, el Tesoro gasta girando contra una cuenta que mantiene en la FED, confiando en que la FED haga un cargo a su cuenta y abone las reservas de un banco. Sería más fácil entender el proceso si el Tesoro simplemente gastara abonando directamente la cuenta de un banco privado (pero esto es lo que el procedimiento efectivamente permite). De manera similar, los causantes de impuestos envían cheques al Tesoro, el cual los deposita en la FED, registrando un abono en la cuenta del Tesoro, y un cargo en las reservas del banco privado del causante. Nuevamente, esto sería igual a que el pago de impuestos se hubiera hecho mediante un cargo directo del Tesoro a las reservas bancarias. Las cosas son más complicadas porque el Tesoro tiene cuentas en los bancos privados, en las que depositan sus ingresos fiscales, y traslada los depósitos a la FED antes de gastar. Obviamente, en tanto los depósitos del Tesoro se mantengan en el sistema bancario, no hay un impacto en las reservas del sistema bancario, y por lo tanto, los depósitos del Tesoro en los bancos privados pueden ignorarse (porque el banco simplemente hace un cargo a la cuenta del contribuyente y un abono a la cuenta del Tesoro). Cuando el Tesoro pasa de su cuenta a la FED para gastar, el sistema bancario primero pierde reservas, pero éstas se recuperan cuando el Tesoro gasta.

No es necesario continuar con toda esta contabilidad en mayor detalle ya que ello ha sido examinado en Wray (1998), Bell (2000), y Bell y Wray (2003) para el caso de Estados Unidos (y otros países adoptan sus propios procedimientos idiosincrásicos). La

única lógica que es necesario comprender es que el gobierno “gasta” emitiendo su propio pasivo (principalmente bajo la forma de un abono a las reservas del sistema bancario). Un pago de impuestos tiene el efecto opuesto: el gobierno “recauda” reduciendo su propio pasivo (principalmente bajo la forma de un cargo a las reservas del sistema bancario). En realidad, el gobierno no puede verdaderamente “gastar” los ingresos tributarios que son simplemente reducciones en sus pasivos corrientes. Resumiendo, un gobierno soberano gasta abonando las cuentas bancarias y recauda impuestos cargándolas. Todo esto funciona sólo porque el Estado primero ha ejercido su soberanía imponiendo una obligación tributaria al sector privado, razón por la cual, finalmente, el sector no gubernamental aceptará los pasivos del gobierno en pago por los bienes y servicios que el gobierno compra.

Los procedimientos que se siguen para las emisiones de títulos gubernamentales de renta fija de corto y largo plazo agregan otra confusión. Los economistas han creído por mucho tiempo que el gobierno debe “imprimir dinero” o “pedir prestado” siempre que incurre en déficit. Sin embargo, los gobiernos soberanos como el de Estados Unidos o el de México siempre gastan abonando reservas al sistema bancario. Los impuestos drenan esas reservas; pero un déficit gubernamental significa que parte de las reservas que se crearon no han sido drenadas. Algunas de estas reservas netas se absorben a medida que las familias reducen sus depósitos (retirando efectivo), equilibrando el sistema bancario. Los bancos, por su parte, usan las reservas para saldar cuentas unos con otros y con el gobierno. El sistema bancario normalmente mantiene una pequeña posición neta de reservas a fin de atender las previsibles salidas de efectivo (del público, de otros bancos y del gobierno). En sistemas como el de Estados Unidos, donde las reservas no ganan interés, la conducta maximizadora de utilidades de los bancos lleva a la minimización de las tenencias netas de reservas. Cuando un banco individual tiene más reservas de las deseadas, presta las reservas excedentes en el mercado interbancario (el mercado de fondos federales en Estados Unidos). Por esta razón, el exceso de reservas por encima de lo que se requiere legalmente o lo que

desean los bancos hace que las tasas de interés nocturnas caigan; mientras que un monto insuficiente de reservas hace que las tasas nocturnas suban (en ambos casos), el banco central actúa para contrarrestar el efecto de modo que pueda lograr su objetivo de tasa de interés.

No obstante, las intervenciones del banco central son limitadas. Continuas intervenciones en el mercado abierto para drenar reservas harían que al banco central se le agotaran los valores gubernamentales para vender. Reglas informales de operación también limitan las compras de valores del banco central, aunque no hay un límite teórico para su capacidad de realizarlas, ya que el banco central compra activos abonando reservas a los bancos. De cualquier modo, hay una división de responsabilidades tal que al banco central le corresponde drenar-agregar reservas diariamente (a lo que frecuentemente se llama compensar factores operacionales), en tanto que al Ministerio de Hacienda le corresponde drenar-agregar reservas en el largo plazo. Esto lo hace vendiendo-retirando deuda soberana.

Siempre que incurra en un déficit sostenido, el Ministerio de Hacienda estará inyectando reservas al sistema, lo que puede generar reservas excedentes. Las ventas de nueva deuda soberana drenan el exceso (en Estados Unidos, se siguen procedimientos complicados, que frecuentemente involucran a bancos privados especialmente designados, pero esto no cambia nada sustancialmente (véase Bell, 2000)). Los bancos prefieren valores gubernamentales que devengan intereses a reservas excedentes (no deseadas o no requeridas) que no reciben interés, así que no hay problema para vender deuda gubernamental. Nótese también que si los bancos no prefirieran comprar bonos gubernamentales, el Ministerio de Hacienda (y el banco central) simplemente evitarían venderlos, y de hecho no *necesitarían* vender deuda, ya que los bancos preferirían conservar las reservas que no pagan interés. En otras palabras, lejos de que el Ministerio de Hacienda tenga que “pedir prestado” colocando nuevas emisiones, los déficit gubernamentales sólo requieren que el banco central y el Ministerio de Hacienda drenen las reservas excedentes para evitar presiones a la

baja sobre las tasas de interés nocturnas. Esto significa que el difundido temor de que los “mercados” podrían decidir no comprar deuda gubernamental si los déficit presupuestales fueran considerados demasiado grandes, es erróneo: los bonos no se venden para “pedir prestado” sino más bien para drenar reservas.

Si los “mercados” prefieren reservas excedentes, entonces no se necesitará vender los bonos (y no será necesario), porque no habrá presiones en la tasa de interés nocturna que se tengan que atenuar.

Por otra parte, los superávit presupuestales continuos drenan reservas y pueden, finalmente, causar posiciones de reservas bancarias por debajo de lo que se desea y/o se requiere. En el corto plazo, el banco central proporciona las reservas necesarias a través de operaciones de mercado abierto; en un plazo más largo, el Ministerio de Hacienda corrige el drenaje de reservas retirando deuda en circulación. De hecho, el público sacrifica su tenencia de deuda soberana que genera intereses a fin de pagar los impuestos “excesivos” que resultan de superávit presupuestales, y que de otra manera drenarían las reservas deseadas y/o requeridas del sistema bancario. La deuda gubernamental puede ser eliminada enteramente si el banco central paga interés sobre las reservas (como en Canadá), o si adoptara una meta de cero para su tasa de interés nocturna (como en Japón). En cualquiera de los dos casos, el banco central podría lograr su meta independientemente del tamaño del déficit fiscal, y por tanto, no habría necesidad de vender deuda gubernamental (véanse Bell, 2000; Bell y Wray 2003; Wray, 2003: 4).

Las ventas (o compras) de bonos por el Ministerio de Hacienda y por el banco central son, por consiguiente, promovidas en último término por desviaciones en la posición de reservas deseadas (o requeridas) por el sistema bancario, lo que hace que la tasa de interés nocturna se aleje de la meta (si la meta es superior a cero). Las ventas de bonos por el banco central o por el Ministerio de Hacienda son propiamente vistas como parte de la política monetaria ideada para permitir al banco central lograr su meta. Esta meta es “administrada” exógenamente por el banco central. Obviamente, el banco central establece su meta como resultado de su

opinión acerca del impacto que esta tasa tendrá sobre un conjunto de variables económicas que están contenidas en sus objetivos de política. En otras palabras, el establecimiento de esta tasa “exógenamente” no implica que el banco central se desentienda de las restricciones económicas y políticas que considera imperantes (si estas restricciones y relaciones realmente existen es un asunto diferente).

En conclusión, la noción de una “restricción presupuestal gubernamental” sólo rige *ex post*, como expresión de una identidad más que como una restricción económica. Cuando todo ha pasado, es desde luego cierto que cualquier aumento en el gasto público tiene que ser compensado con un aumento de impuestos, un aumento de dinero de alto poder (reservas y efectivo), y/o un aumento en la colocación de deuda soberana. Pero esto no significa que los impuestos o los bonos realmente “financien” el gasto gubernamental. El gobierno puede decretar disposiciones que establezcan relaciones entre cambios en el gasto y cambios en los ingresos tributarios (legislar un presupuesto equilibrado, por ejemplo); puede obligar a que los bonos se emitan antes de que el gasto deficitario realmente tenga lugar; puede requerir que el Ministerio de Hacienda tenga depósitos en el banco central antes de que haga un cheque; etcétera. Estas disposiciones pueden restringir la capacidad del gobierno para gastar al nivel deseado. La creencia de que estas disposiciones son “correctas”, “justas”, y aun “necesarias” puede hacerla políticamente populares. Sin embargo, el análisis económico muestra que son autoimpuestas (es decir, discrecionales), y no económicamente necesarias (aunque bien pueden ser políticamente necesarias). Finalmente, se adoptan complejos procedimientos que aseguran que el Ministerio de Hacienda pueda gastar girando cheques; que los cheques de la tesorería nunca “reboten”; que el gasto público deficitario genere abonos netos en las reservas del sistema bancario; y que las reservas excedentes se drenen a través de nuevas emisiones de valores gubernamentales y las operaciones de mercado abierto del banco central. Que todo esto funciona de manera terriblemente suave lo atestigua la estabilidad de la tasa interbancaria nocturna (aun

con bruscas fluctuaciones en el balance fiscal). Si hubiera tropiezos significativos en estas operaciones, la tasa nocturna sería inestable.

FLUJOS INTERNACIONALES Y TIPOS DE CAMBIO

HAY BASTANTE confusión en torno a los flujos internacionales de moneda, las reservas y el financiamiento, que resulta de una equivocación para distinguir entre un tipo de cambio fijo y uno flotante. Por ejemplo, frecuentemente se dice que Estados Unidos o México necesitan “ahorros externos” para “financiar” su persistente déficit de comercio. Tal afirmación no tiene sentido para una nación soberana que opera con un tipo de cambio flexible. Para un país así, cuando se le ve desde la perspectiva de la economía en su conjunto, un déficit de comercio surge cuando el resto del mundo desea tener ahorros netos en forma de activos denominados en la moneda doméstica (dólares o pesos). Las exportaciones del resto del mundo al país reflejan en “costo” impuesto a los ciudadanos del resto del mundo (dígase, las exportaciones que ellos mandan a Estados Unidos o México) para obtener el “beneficio” que se percibe en acumular activos denominados en dólares o pesos. Desde la perspectiva del importador, el “beneficio neto” del déficit de comercio consiste en las importaciones netas que se están disfrutando. En contraste con la visión convencional, es preferible pensar que el déficit de comercio de Estados Unidos o México “financia” el ahorro neto en dólares o pesos del resto del mundo (incluyendo otros bancos centrales), en lugar de pensar que el resto del mundo está “financiando” el déficit de comercio de Estados Unidos o México. En cuanto el resto del mundo (incluyendo a los bancos centrales) decida que tiene un acervo suficiente de activos denominados en dólares o pesos, el déficit de comercio de Estados Unidos o de México desaparecerá (por definición).

Frecuentemente se cree que un déficit gubernamental causa un déficit de comercio (el argumento del “déficit gemelo”). El mecanismo de transmisión del déficit fiscal al déficit comercial se supone que opera a través de las tasas de interés y la apreciación de la moneda. Primeramente, los préstamos al gobierno supuestamente

elevan las tasas de interés, ya que el presupuesto público “absorbe” el ahorro doméstico. Las tasas de interés más altas aumentan la demanda externa por la moneda, causando su apreciación, y generando así el déficit comercial. Más aún, se afirma que el mantenimiento de altas tasas de interés es necesario para sostener el “flujo de capital” requerido para financiar el déficit de comercio y el déficit fiscal, deprimiendo el crecimiento económico de largo plazo. Se dice que el país es “prisionero de los mercados financieros internacionales” (que “fuerzan” al país a tener altas tasas de interés y bajo crecimiento). Sin embargo, el razonamiento desarrollado más arriba nos permite examinar críticamente estos alegatos.

Para empezar, los déficit fiscales no “absorben” ahorro privado y no ejercen presión alcista sobre las tasas de interés (desplazando así al gasto privado). En realidad, si no hubiera intervención del banco central (para drenar reservas excedentes) un déficit presupuestal ejercería presión a la baja sobre las tasas de interés nocturnas, porque genera un abono neto a las reservas del sistema bancario. Como se acaba de exponer, un gobierno soberano bajo un régimen de tipo de cambio flotante realmente no “pide prestado”, por lo tanto, no puede absorber ahorro privado cuando incurre en gasto deficitario. Más bien, el déficit fiscal permite el ahorro neto del sector no gubernamental en valores gubernamentales denominados en la moneda local. Inicialmente, esto sucede en forma de abonos netos a las reservas del sistema bancario, pero luego se venderá deuda pública para drenar reservas (a través de operaciones de mercado abierto por el banco central, o en el mercado primario de títulos, por el Ministerio de Hacienda). Si un déficit fiscal se asocia con aumentos en las tasas de interés nocturnas, esto es sólo porque el banco central ha decidido aumentar su meta de tasa de interés nocturna (en México, la tasa interbancaria de equilibrio), una reacción nada extraña, pero discrecional, ante un déficit fiscal. En lugar de eso, el banco central podría optar por una meta de tasa de interés más baja, sin importar qué tan grande fuera el déficit fiscal.

En segundo lugar, el efecto del déficit público en el tipo de cambio de la moneda local es ambiguo. Si el déficit presupuestal permite a la economía doméstica crecer más rápido que el resto del

mundo, es posible que haya un déficit comercial y éste podría devaluar el tipo de cambio. Sin embargo, eso depende de la demanda externa relativa por activos denominados en la moneda local. A su vez, esto depende de las expectativas: si se cree que el déficit comercial inducirá al banco central a elevar las tasas de interés, entonces la moneda podría apreciarse en previsión de la acción futura del banco central –aunque la evidencia sobre este efecto de ninguna manera es concluyente.

El mecanismo de transmisión más probable del déficit presupuestal al déficit comercial opera a través del impacto positivo que el estímulo fiscal tiene en el crecimiento económico. Así, aun cuando uno creyera que un déficit de comercio es “malo”, esto no necesariamente indica que se debe renunciar a un déficit presupuestal y al crecimiento económico para evitar un déficit comercial. Más aún, si uno ve un déficit comercial como un beneficio neto para la economía doméstica (en el sentido de que los residentes van a disfrutar de importaciones netas), es aún más difícil argumentar que la política debería dirigirse a evitar el déficit comercial.² Finalmente, si se comprende que un déficit de comercio es resultado de que el resto del mundo desea acumular ahorros netos en forma de activos denominados en la moneda del importador neto, uno tiene una visión diferente del “financiamiento” del déficit comercial. En este caso, no es necesario evitar déficit presupuestales, o mantener altas tasas de interés domésticas, o apreciar el tipo de cambio, todo a fin de atraer el “financiamiento externo” del déficit comercial. Más bien, un déficit comercial debería ser visto como el mecanismo que “financia” el deseo que tiene el resto del mundo de ahorrar en activos denominados en la moneda del importador neto.

Hay cierta simetría en los “déficit gemelos”, aunque no es la conexión que usualmente se hace entre el déficit presupuestal y el comercial. Un déficit público ocurre cuando el sector no gubernamental desea tener un ahorro neto en forma de deuda soberana (gruesamente definida para incluir tanto los títulos de renta fija,

² Nuevamente, el autor hace esta afirmación para el caso en el que un país puede pagar el desbalance externo con su propia moneda (N. del T.).

como el efectivo y las reservas que no pagan interés). Un déficit en cuenta corriente ocurre cuando el resto del mundo quiere tener un ahorro neto en activos denominados en la moneda del importador neto, incluyendo los pasivos del gobierno soberano de esa nación. La visión común de que este ahorro neto del sector no gubernamental y del resto del mundo, “financia” respectivamente el déficit fiscal y el déficit comercial, ha confundido una identidad con una relación de causalidad.

POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL PARA ECONOMÍAS PEQUEÑAS Y ABIERTAS

EL ARGUMENTO, hasta ahora, puede no ser demasiado controversial para muchos economistas si es aplicado a Estados Unidos. El dólar norteamericano es visto como un “caso especial”, junto con otro puñado de monedas duras en situación similar. Tal vez estas naciones con moneda de reserva no necesitan preocuparse acerca de “financiar” déficit presupuestales y comerciales, pero, ¿qué pasa con las otras monedas de mundo que flotan? Las pequeñas economías abiertas como Australia, México y Canadá, ¿no deben con seguridad manejar su déficit fiscal y comercial a modo de sostener el valor de sus monedas? He llegado a escuchar economistas mexicanos que afirman que el análisis apuntado arriba no es aplicable a México, porque no hay una demanda externa para tener ahorro neto en activos denominados en pesos (e incluso, argumentan que los residentes mexicanos prefieren tener activos denominados en dólares en lugar de pesos). Consecuentemente, la objeción es que México verdaderamente debe pedir prestado en dólares a fin de importar. También se alega que la deuda gubernamental denominada en pesos no sería adquirida si no pagara altas tasas de interés; lo que constituye una justificación para pedir prestado en dólares, pues de esa manera los costos financieros del gobierno mexicano pueden reducirse.

Simétricamente, se argumenta que el tipo de cambio del peso debe mantenerse alto³ (principalmente a través de políticas mo-

³En sentido de apreciado (N. del T.).

netaria y fiscal restrictivas) para sostener una demanda externa por activos denominados en pesos. Por esta razón, resulta “imposible” lograr el pleno empleo a través de estímulos a la demanda interna. México está atado de manos por la necesidad de mantener inlfujos de “capital”, que son necesarios para “financiar” el gasto público (incluyendo el servicio de la deuda) y las importaciones netas.

Primeramente, deberíamos admitir que probablemente es cierto que el déficit comercial y presupuestal tienen impacto en el valor de las monedas; menos seguro es que las metas de tasa de interés de la autoridad monetaria tengan algún efecto predecible sobre los tipos de cambio. Suponiendo que el déficit fiscal y comercial, conducen a la devaluación de una moneda, la primera pregunta es si la política debería tratar de evitar la devaluación monetaria. La segunda pregunta es si un país como México puede perseguir una política de pleno empleo sin preocuparse acerca del “financiamiento” (considerando que el ejercicio de la política *pudiera* impactar el tipo de cambio).

Desde luego, admito que no soy un experto en los acuerdos institucionales y políticos de México. En lo que sigue, únicamente presentaré el esbozo de un enfoque alternativo para estos asuntos, de acuerdo con las consideraciones teóricas expuestas arriba. Los economistas mexicanos, más familiarizados con las condiciones específicas de su país tendrán que adaptar estos argumentos teóricos. Debe tenerse en cuenta también que el análisis siguiente asume un tipo de cambio flotante con una moneda convertible (una moneda que puede ser negociada en los mercados internacionales de cambios), aunque sea a una tasa que puede fluctuar.

De lo expuesto, recuérdese que un déficit de comercio significa que el resto del mundo desea tener un ahorro neto en activos denominados en la moneda doméstica, y que el costo nacional real de disfrutar importaciones consiste en las exportaciones que deben ser entregadas. Un déficit de comercio entonces significa que el país disfruta beneficios reales netos porque los beneficios (las importaciones) exceden a los costos (las exportaciones). A medida que el déficit de comercio aumenta, el costo unitario real

de las importaciones declina, en el sentido de que el resto del mundo ha demandado relativamente menos exportaciones por unidad de importaciones. El punto de vista ortodoxo es que un déficit de comercio causará entonces la depreciación de la moneda. Sin embargo, aun si el déficit comercial es acompañado por la devaluación de la moneda, los beneficios reales netos se incrementan. Sólo en la medida en que la depreciación monetaria reduzca las importaciones, el beneficio neto real disminuirá. No obstante, debido a que se ha supuesto que la devaluación fue resultado del déficit de comercio, ella no puede eliminar completamente el déficit; por lo que se concluye que un déficit comercial, sin lugar a dudas, genera beneficios reales netos.⁴

Esto no significa negar que la depreciación de la moneda pueda imponer costos reales y financieros sobre algunos individuos y sectores de la economía. La política interna puede y probablemente debería ser usada para aligerar esos costos individuales y sectoriales. Sin embargo, usar la política para evitar (o minimizar) déficit comerciales a fin de impedir la depreciación monetaria significa renunciar a los beneficios reales netos. La reacción ortodoxa a un déficit comercial es recomendar austeridad (una política fiscal y monetaria restrictiva) que reduzca el crecimiento económico y eleve el desempleo. Esto impide que la nación⁵ disfrute los beneficios de un déficit comercial. Una política más sensata sería reaccionar a un déficit de comercio estimulando la economía (poner a la gente a trabajar), especialmente a aquellos trabajadores que hubieran perdido sus empleos por la competencia de importaciones. Además de eso, el gobierno podría necesitar compensar los efectos distributivos indeseables que surgen de mayores importaciones y una devaluación monetaria. Empero, tratar de impedir un déficit comercial en primer lugar, meramente significa que el país pierde la posibilidad de realizar los beneficios reales netos que resultan de los déficit de comercio.

⁴ Se reitera que el autor hace estas afirmaciones bajo el supuesto de que el país deficitario cubre su desbalance externo en su propia moneda (N. del T.).

⁵ Entiéndase el país con moneda soberana, aceptable en el comercio internacional, y bajo un régimen cambiario de flotación (N. del T.).

Pongámonos en el peor de los casos (una economía pequeña y abierta sujeta a las restricciones de la Ley de Thirlwall y donde la condición Marshall-Lerner no se cumple). En otras palabras, la elasticidad-precio de la demanda de importaciones de este país es muy baja, de modo que al sumarle la elasticidad-precio de la demanda del resto del mundo por sus exportaciones, el resultado es menor a la unidad (Davidson, 1994). Adicionalmente, asumimos que la elasticidad-ingreso de la demanda de importaciones de este país es alta, de modo que a menos que crezca sustancialmente menos que el resto del mundo, tendrá un déficit de comercio. Más aún, como se trata de una nación pequeña, es tomadora de precios en los mercados internacionales, y su escala de producción y demanda es tan baja que no ejerce impacto en los precios internacionales. Finalmente, asumamos que un déficit de comercio hace que su moneda se deprecie pero las elasticidades-precio son tales que, la devaluación no elimina el déficit. A consecuencia de esto, la depreciación puede tener un efecto de traspaso a los precios en la moneda local. Todas estas condiciones pueden muy bien aproximarse a la situación de México.

Cuando el país empieza a crecer, aparece un desequilibrio comercial. Antes de que su moneda se devalúe, el país claramente disfruta una mejora en sus términos reales de intercambio⁶ (ya que sus exportaciones no han cambiado pero sus importaciones han aumentado). A partir de que su moneda se deprecia, los precios de las importaciones en términos de su moneda suben (esto tendrá un impacto adicional en el déficit comercial denominado en la moneda nacional, lo que supuestamente puede causar una depreciación adicional). A mayor abundamiento, y suponiendo mercados competitivos, los precios en moneda nacional de sus exportaciones también aumentan. Los precios en moneda extranjera de los bienes importados y exportados, sin embargo, no se ven afectados. Con base en los supuestos adoptados, el aumento de los precios de las importaciones en la moneda nacional no afecta las compras al exterior, y las exportaciones no se modifican porque

⁶El autor hace esta afirmación, con base en el supuesto de que el país paga su desequilibrio de comercio en su propia moneda (N. del T.).

los precios en moneda extranjera no cambian. Así, la devaluación no afecta directamente la mejoría en los términos reales de intercambio. Si el aumento en los precios de los bienes que el país exporta reduce las compras internas, una mayor parte de ellos estará disponible para exportarse (lo que podría reducir el déficit comercial y deteriorar un poco los términos reales de intercambio). Aun así, la devaluación de la moneda no puede revertir la mejoría en los términos reales de intercambio pues si así fuera no habría aumentado el déficit comercial (lo que se presumió que causó la devaluación). Concluimos, por tanto, que aun cuando la moneda se deprecie, y aun si esto causa que los precios en la moneda local aumenten, el país se beneficia con mejores términos reales de intercambio.

Como se mencionó antes, un peso que se deprecia aumentará el precio de las importaciones, con un efecto de traspaso sobre otros precios. De hecho, algunos estiman que en México (al igual que en Brasil y Argentina) la elasticidad de la inflación respecto al tipo de cambio es mayor a la unidad, aun cuando la participación de las importaciones en el PIB es menor a un tercio. Este efecto magnificado del tipo de cambio sobre la inflación se ha denominado “inflación estructural” (véase Pinto, 1973). A pesar de los argumentos presentados anteriormente respecto a las ventajas de la mejoría en los términos de intercambio real, muchos arguyen que los costos de la inflación exceden a esos beneficios.

En respuesta, deberíamos primero reconocer que el efecto “directo” de una devaluación monetaria es elevar el precio relativo de la producción cuyo contenido importado es superior al promedio. No hay razón para una política que combata ese aumento en el precio relativo. De la misma manera como un aumento en los precios de la energía afecta los precios relativos, y ejerce presión sobre los consumidores y productores para cambiar a mercancías y procesos productivos con mayor eficiencia energética, una moneda que se devalúa favorecerá la producción con alto contenido interno. Si así fuera, un aumento de precio debido a este efecto directo no debería llamarse “inflación” (por la misma razón que no llamaríamos “inflación” de precios al consumidor a un

cambio en las preferencias de los consumidores hacia bienes de “lujo” más caros). El efecto directo es un efecto de precios relativos, no es inflación.

De mayor relevancia, para el caso de México y otros países de América Latina, parece ser el exagerado impacto generalizado en precios y salarios, posterior a una devaluación. La causa de esto es controvertida, y aparentemente sólo entendida en forma parcial. No podemos hacer una declaración definitiva sobre ello, pero haremos tres observaciones que merecen consideración más profunda. Primera, este exagerado “traspaso” o inflación “estructural” ha disminuido casi con seguridad en los últimos años, a medida que estas economías se han vuelto más abiertas y sujetas a la competencia internacional. De manera muy importante, el tremendo crecimiento de la economía china ha puesto ya presión a la baja en los salarios y precios, y continuará haciéndolo crecientemente en todo el mundo.

Segunda, la inflación estructural parece ser resultado principalmente de procesos de indización, al menos en algunos países latinoamericanos. Cuando la devaluación monetaria eleva el precio de los bienes con alto contenido importado, la indización de salarios, precios y pensiones, multiplica el efecto. Este es especialmente el caso del gasto público (sueldos y salarios pagados a empleados públicos, pensiones a jubilados, y precios que el gobierno paga por sus compras los cuales no están sujetos a las presiones competitivas de los mercados internacionales). Aun así, una economía abierta como la de México puede experimentar inflación estructural en la medida en que el gobierno indexe sus gastos. Esto genera entonces efectos secundarios muy indeseables: el sistema de precios relativos no trabajará bien para desviar la demanda de importaciones; y el sector privado interno tendrá que competir con los mayores salarios y precios pagados por el gobierno (volviéndose menos competitivo frente a los productores foráneos) o simplemente recortará su producción.

Tercera, la solución ortodoxa a la inflación estructural (la austeridad) solamente agrava las cosas, deprimiendo el empleo y la demanda por producción interna. Una alternativa sería directa-

mente actuar sobre las causas subyacentes de la inflación estructural (como la indización) mientras se eleva el empleo y la demanda. En el apartado final de este capítulo, exploraremos esta política alternativa. Esta estrategia no sólo podría permitir a México moverse hacia el pleno empleo con mayor estabilidad de precios, sino que le permitiría también disfrutar los beneficios reales de los déficit de comercio. Sólo que el país estuviera operando por encima de la plena capacidad de su fuerza de trabajo y otros recursos, tendría sentido oponerse a un déficit comercial, a una devaluación monetaria, y a la inflación estructural, imponiendo austeridad. Obviamente, México nunca opera su economía ni remotamente cerca de la “verdadera barrera inflacionaria” del pleno empleo de los recursos.

Consecuentemente, retornamos al temor a que el crecimiento económico incremente el déficit comercial y posiblemente conduzca a la devaluación de la moneda, con precios de importaciones crecientes, y tal vez hasta inflación estructural. Sin embargo, después de que todo sucede, el país habrá experimentado crecimiento económico y una mejoría real en los términos de intercambio (de lo contrario, no habría habido la devaluación monetaria).⁷ El “costo” del déficit comercial, el crecimiento económico y la mejoría en los términos reales de intercambio, será tal vez la inflación, así como alguna redistribución. Si este intercambio vale la pena, eso depende de consideraciones políticas (un economista no puede responder esta pregunta), aunque parece improbable que la población en su conjunto querría renunciar al crecimiento económico y a mejores términos reales de intercambio a fin de evitar algunos aumentos de precios y los efectos distributivos. En todo caso, como hemos sugerido, se pueden utilizar otras políticas para tratar estos efectos indeseables.

Por supuesto, muchos también señalarían los costos “financieros” del propio déficit comercial, y la “carga” de una creciente deuda externa (un argumento apuntado anteriormente), al que ahora regresamos. Primero, en la medida en que un déficit comer-

⁷El autor se refiere al déficit de comercio que causa la devaluación, y que supone habrá sido cubierto en la moneda local (N. del T.).

cial coincide con un aumento en las tenencias foráneas de activos financieros denominados en pesos, se cree que esto crea una carga deudora que compromete a México a entregar producción futura a los extranjeros. Así, los beneficios netos de un déficit de comercio son sólo temporales –la nación está obligada a tener un superávit comercial en el futuro, y aun repagar con interés. En la realidad, un déficit comercial resulta en que los extranjeros tienen activos denominados en pesos, que deben ser remunerados en pesos. Es cierto que una forma de pagar y retirar deuda es vendiendo producción en los mercados internacionales. Sin embargo, recuérdese que el déficit comercial de México resulta de que el resto del mundo desea tener activos reales y financieros que prometen rendimientos en pesos (no surge por un deseo de consumir la producción mexicana de bienes y servicios). De hecho, resulta improbable que una parte significativa de la deuda externa de México pueda alguna vez ser servida o retirada por medio de las exportaciones mexicanas de bienes y servicios (ni esto es algo que los tenedores externos de esa deuda desearían). En la medida en que las exportaciones futuras sean usadas para servir o liquidar la deuda, es correcto que ésta representa una carga real (las exportaciones son un costo), que en cierto grado compensa la ventaja de tener un déficit de comercio hoy. Pero, repito, esto es sólo una forma de servir o liquidar deuda.

Uno de los argumentos principales en contra de incurrir en “déficit gemelos” es la creencia de que ponen una carga a la nación aumentando el endeudamiento. En gran medida, esta creencia resulta de la confusión de un sistema de tipo de cambio fijo con un régimen de tipo flotante. Si México fuera a operar con un patrón oro o un patrón dólar, un déficit fiscal obligaría al gobierno mexicano a entregar oro (verdaderamente una “carga de deuda”). Sin embargo, con un tipo flotante de dinero “fiduciario”, el gobierno sólo promete servir sus deudas en pesos mediante la entrega de su propio dinero “fiduciario”. Esto no quiere decir que un déficit gubernamental nunca pueda ser demasiado grande (inflacionario), pero sí significa que los déficit no representan una carga para el gobierno, en el sentido convencional con que se usa el término. Ni

tampoco significan los déficit una carga sobre los futuros contribuyentes; sino que, los déficit permiten al sector no gubernamental (incluyendo a los extranjeros) tener un ahorro neto en activos denominados en la moneda del país (en el caso de México), en pesos. Si un gobierno soberano elige importar un automóvil Toyota de Japón, verdaderamente puede “obtener algo por nada” (emitiendo reservas en la moneda doméstica que finalmente encontrarán su camino al Banco de Japón). ¿Se limita esto al gobierno de Estados Unidos, que emite obligaciones en dólares que el resto del mundo demanda debido a la “hegemonía del dólar”? No. Cualquier gobierno soberano que emite su propia moneda obtiene “algo por nada”, imponiendo un impuesto y luego emitiendo moneda, para que quienes tienen que pagarlo cumplan con su obligación. La única diferencia en nuestro ejemplo es que el gobierno ha obtenido un producto fabricado fuera del país, por quienes no están sujetos de su poder soberano, en otras palabras, por otros que no están obligados a pagar sus impuestos. ¿Puede el gobierno nacional de México disfrutar de tal “señoreaje”? Ciertamente, él no puede gravar a los residentes de Japón, consecuentemente, ¿por qué habría alguna demanda de pesos fuera de México?

Aun en el interior de una nación puede haber individuos que evitan y evaden pagar los impuestos establecidos por el poder soberano, pero que a pesar de ello quieren ofrecer su producción para obtener la moneda soberana. ¿Por qué? Porque aquellos otros que no pueden evitar y evadir los impuestos necesitan la moneda, y por lo tanto ofrecen su propia producción para obtenerla. El dólar norteamericano tiene valor fuera de Estados Unidos porque los contribuyentes norteamericanos necesitan la moneda. Con esto no quiero decir que la moneda norteamericana sólo se use para pagar impuestos, o que quienes tienen moneda de Estados Unidos o depósitos de reserva en la FED hagan eso porque saben que los contribuyentes de Estados Unidos quieren dinero de alto poder para pagar impuestos. Sin embargo, analíticamente, es el poder impositivo del gobierno de Estados Unidos el que le permite

emitir moneda y reservas que son demandadas internamente y en el exterior.

De manera similar, el peso mexicano es demandado por residentes de México que necesitan pesos para pagar impuestos. Por extrapolación, aun aquellos que no necesitan pagar impuestos en pesos (sean residentes o no) aceptarán pesos porque otros los necesitan para pagar impuestos. Nuevamente, no quiero decir con esto que quien acepte pesos estará pensando en la obligación fiscal (pero la obligación tributaria en pesos es el fundamento que sostiene al sistema monetario fiduciario del peso y asegura que siempre habrá alguna demanda por el peso). En una economía monetaria como la que existe en México, la mayor parte de las transacciones denominadas en pesos se llevan a cabo con obligaciones privadas tales como pasivos bancarios que no tienen nada que ver con los impuestos. Aun así, el gobierno mexicano puede tener ventaja de su capacidad soberana para establecer impuestos en pesos, a fin de asegurar que los pesos sean demandados, y entonces poder comprar productos del sector privado (o contratar mano de obra) emitiendo sus obligaciones en pesos. Algunos de estos pasivos en pesos (tanto de los emitidos por el gobierno como de los emitidos por el sector privado) serán conservados por extranjeros. Quienes argumentan que no hay una demanda del resto del mundo por activos denominados en pesos están equivocados, pues un déficit en cuenta corriente es prueba de que hay un superávit compensatorio en la cuenta de capital (que toma la forma de tenencias extranjeras de activos reales y financieros valuados en pesos). Si bien los tenedores extranjeros no piensan en los impuestos que gravan a los residentes de México, estos impuestos verdaderamente sustentan la demanda por las emisiones de moneda y reservas bancarias en pesos que hace el gobierno federal.

Es posible que la demanda del resto del mundo por activos denominados en pesos se vea afectada por la tasa interbancaria de México. Tal vez la demanda sea mayor cuando las tasas de interés son más altas. Similarmente, es posible que un tipo de cambio alto fortalezca la demanda por pesos del resto del mundo (también uno podría elaborar el contraargumento de que un tipo de cambio

bajo estimularía compras de activos mexicanos). Además de eso, hay muchos ejemplos de que altas tasas de interés (¡hasta superiores al 100 por ciento!), fracasaron en evitar una devaluación. Sin embargo, esto no necesariamente justifica que las tasas de interés y el tipo de cambio sean altos en México. Típicamente, la política monetaria y la política fiscal se endurecen para levantar las tasas de interés y debilitar la demanda interna, en un intento para equilibrar el presupuesto público y la balanza comercial. El impacto en el empleo interno es demasiado conocido: el desempleo y el subempleo alcanzan tal vez hasta el 50 por ciento de la fuerza de trabajo. El crecimiento de México permanece bajo, lo que tiene un impacto negativo en la inversión y la productividad, y por tanto en el desarrollo en los términos más generales. Los “costos” de tratar de mantener el tipo de cambio del peso son, nuevamente, alto desempleo y bajo crecimiento.

Si bien es cierto que un déficit de comercio genera beneficios reales para una nación desarrollada como Estados Unidos, muchos de los beneficios del déficit comercial no pueden ser realizados en países en desarrollo que deprimen la demanda interna para mantener tipos de cambio apreciados. Aunque las importaciones sean baratas en términos de la sobrevaluada moneda doméstica, esto no sirve de mucho consuelo a las familias que no pueden encontrar trabajo continuo en el sector formal. Además, a las empresas domésticas les resulta difícil competir, de modo que ni promueven la inversión ni pueden pagarla, porque la demanda interna es demasiado baja. Por último, los trabajadores desplazados por las importaciones se quedan simplemente desempleados (no se liberan para hacer otro trabajo porque la demanda es demasiado reducida para crear empleos alternativos para ellos). En otras palabras, si un país mantiene tipos de cambio sobrevaluados a través de políticas fiscales y monetarias restrictivas, muchos de los beneficios netos potenciales de un déficit en cuenta corriente es probable que no se realicen.

La creencia de que México *necesita* “flujos de capital” para financiar sus déficit fiscal y comercial es responsable en gran medida del lento crecimiento y el alto desempleo. En verdad, un país

con una moneda soberana en régimen cambiario de flotación tiene otras opciones. Su gobierno puede gastar abonando cuentas bancarias, comprando cualquier cosa que esté a la venta en pesos. Si el gobierno quiere comprar algunos bienes y servicios que no se venden a cambio de pesos (por ejemplo, importaciones) entonces debe ofrecer pesos en los mercados internacionales de cambios. Si no hubiera demanda por pesos en esos mercados, entonces el gobierno no podría comprar tales bienes, lo que significaría que no habría déficit. Por supuesto, no hay problema para cambiar pesos por dólares o por prácticamente cualquier otra moneda. Es posible que si el gobierno ofrece pesos en los mercados internacionales de cambios ello pueda tener un impacto negativo en el tipo de cambio, pero la noción de que “no hay demanda” externa por pesos es incorrecta. Por lo tanto, el gobierno de México puede en efecto comprar tanto productos domésticos como del exterior mediante la emisión de pesos.

Si en lugar de eso, el gobierno mexicano emitiera deuda denominada en dólares evitaría cualquier posible impacto en el tipo de cambio. Sin embargo, esto pone al gobierno en la posición de prestatario obligado a hacer pagos en la moneda de otra nación. De hecho deja de ser soberano, y su deuda lleva ahora el riesgo de incumplimiento. Si los mercados internacionales llegan a dudar de la capacidad de México para servir su deuda denominada en dólares, esto puede causar una crisis cambiaria. Así pues, la creencia de que al emitir deuda en dólares México evita las presiones sobre el tipo de cambio que podrían resultar del gasto gubernamental en pesos, en el mejor de los casos es una visión miope. Las agencias calificadoras de bonos reconocen que los gobiernos soberanos no pueden verse forzados a un incumplimiento en las obligaciones denominadas en su propia moneda; por otra parte, los gobiernos pueden y en efecto incumplen los pasivos denominados en monedas extranjeras (un riesgo que se cotiza en el precio de esos instrumentos). Esta es la razón por la cual los países que emiten deuda en moneda extranjera generalmente no obtienen tasas de interés más bajas. Los mercados internacionales reconocen que cualquier reducción del riesgo cambiario es compensada

(o más que compensada) por el riesgo de incumplimiento, basado en la capacidad de obtener las divisas necesarias para servir la deuda. Si el resto del mundo realmente prefiere tener un ahorro neto en forma de activos denominados en dólares, ¿por qué tendrían que comprar pasivos denominados en dólares emitidos por mexicanos, a menos que se pagara una prima sobre el rendimiento que pagan los emisores norteamericanos de obligaciones denominadas en dólares?

Desde luego, México ya ha emitido un gran volumen de deuda denominada en dólares. En el caso de los emisores privados, ellos defraudarán si no pueden cubrir el servicio en dólares (y quedarán sujetos a las leyes de quiebra), al igual que los tenedores de su deuda. Para el caso del gobierno mexicano, no hay una simple analogía con la quiebra del sector privado. La deuda pública externa denominada en dólares constituye un asunto político complejo, aparte de los problemas económicos que genera. Es fácil para el analista académico postular que el gobierno mexicano no debería jamás haber emitido esa deuda; es mucho más difícil aportar una solución al problema actual. Mientras que la deuda pública denominada en pesos no puede representar una “carga” para México, la deuda gubernamental denominada en dólares es efectivamente una carga para el país, y continuará siéndolo hasta que México la repudie, o bien la liquide. Una forma de repudiarla que eliminaría la carga de México a la vez que permitiría a los tenedores de la deuda disminuir las pérdidas sería canjear la deuda en dólares por deuda (a un tipo de cambio negociado). Una propuesta novedosa podría ser convertir toda o parte de la deuda en derechos sobre la mano de obra de México, a un tipo de cambio y un salario (en pesos) negociados. Esto podría ayudar a resolver el problema del desempleo en México, al mismo tiempo que se resuelve el problema de la deuda en moneda extranjera. Los economistas asociados al Centro para el Pleno Empleo y Estabilidad de Precios (CFEPE) han propuesto un plan así para Argentina.

Finalmente, concluimos este apartado con un examen de la errónea creencia de que las tasas de interés de México deben ser suficientemente altas para que el gobierno pueda “financiar” su

déficit en moneda nacional, y para atraer flujos de capital que “financien” el déficit en cuenta corriente de México. Como hemos visto, la deuda soberana denominada en la moneda local se emite para drenar reservas, no para “financiar” el gasto público. En otras palabras, no es una operación de préstamo, sino más bien una medida que se toma para evitar que la tasa nocturna (o tasa interbancaria de equilibrio, TIE, en México) caiga por debajo de la meta. El banco central determina esa tasa (y puede ser establecida a cualquier nivel que el banco central elija). El Banco de México podría ubicar la TIE en 1 por ciento; y la tasa de Cetes, por el arbitraje, se colocaría entonces cerca del 1 por ciento. Cuando el gobierno gastara deficitariamente, crearía reservas excedentes que presionarían a la baja a la tasa TIE (haciendo que cayera por debajo de la meta de 1 por ciento), lo que se corregiría vendiendo bonos gubernamentales. Si el gobierno ofreciera bonos pero no encontrara una demanda para ellos a la tasa meta de 1 por ciento, esto simplemente indicaría que los banqueros están satisfechos con su posición de reservas. En ese caso, no hay razón para vender bonos, y ciertamente tampoco hay razón para *subir* la tasa de interés, a fin de que los mercados quieran comprar bonos. Con respecto al “financiamiento” del déficit comercial, hemos ya advertido que es más revelador pensar en éste como el que “financia” la demanda de activos denominados en pesos que hace el resto del mundo. Si esa demanda estuviera ya satisfecha, el déficit de comercio no se expandiría. No tiene sentido tratar de mantener tasas de interés altas para “atraer” flujos de capital, cuando el déficit de comercio crea los flujos en pesos que permiten al resto del mundo adquirir los activos denominados en pesos. Así, los argumentos convencionales para que las tasas de interés de México sean altas (a fin de financiar el déficit fiscal y comercial) son erróneos.

POLÍTICA ALTERNATIVA PARA UNA NACIÓN EN DESARROLLO

SUPONGAMOS que queremos construir un conjunto alternativo de políticas para una nación en desarrollo que emite su propia mone-

da soberana. El principal objetivo es alcanzar el pleno empleo con estabilidad de precios. Otros objetivos complementarios incluyen la reducción de la pobreza, el mejoramiento de la infraestructura pública, la promoción de la producción interna para el consumo; y la provisión de servicios públicos. En este último apartado, examinaremos lo que se ha llamado la política del “empleador de última instancia” (EUI) (y que podría servir de base a esta propuesta alternativa de política).

El primer componente de la propuesta es relativamente simple: el gobierno ofrece contratar a toda la mano de obra que no pueda encontrar un empleo formal en el sector privado (véase Wray, 1998 para una discusión más amplia, incluyendo sugerencias sobre los tipos de trabajo que podrían ser creados y desempeñados por los trabajadores del EUI). El gobierno simplemente anuncia el salario al cual contratará a cualquiera que necesite trabajar, y entonces reclutará a todos los que busquen empleo a ese salario. Un paquete de prestaciones podría incluir cuidado de la salud, guardería, pensión por enfermedad, vacaciones, y cuotas al seguro social de modo que los años que pasen en el EUI les cuenten para jubilación. Lo que se pague exactamente, y las prestaciones que se ofrezcan, dependerán del nivel de vida que cada país en cuestión pueda proporcionar. Al paso del tiempo, a medida que las capacidades productivas del país mejoren, se aumentará este paquete básico consistente en el salario base y las prestaciones.

Por supuesto, todavía quedarán muchos trabajos (empleos no EUI) en el sector público, que no forman parte del EUI y que podrían pagar sueldos y prestaciones por encima del salario EUI. Este esquema no pretende sustituir a los empleados públicos actuales. Habrá también quienes no quieran aceptar empleo en el EUI (por la razón que sea). Aun así, esta política por lógica elimina todo el desempleo, si éste se define como los trabajadores que están preparados, quieren y pueden trabajar por el salario básico, pero no han podido encontrar un empleo a pesar de haberlo buscado (puesto que éstos siempre aceptarán el trabajo del EUI). Nótese también que no hay duda respecto a que el gobierno tiene la capacidad de financiar tal programa (en la medida en que pague los

salarios con su propia moneda soberana bajo un régimen cambiario de flotación).

Una pregunta importante, sin embargo, se refiere al impacto de este programa en la demanda agregada: el pleno empleo que se genera, ¿aumentará la demanda agregada tanto que cause una aceleración de la inflación por presión de demanda? Esto es lo que creen muchos políticos: si el desempleo cae por debajo de la tasa que no causa una aceleración de la inflación (NAIRU, por sus siglas en inglés), habrá inflación. Sin embargo, el programa EUI está pensado para asegurar que el gasto bajo el programa aumente sólo hasta el punto en el que el desempleo involuntario se elimina; una vez que ya no haya trabajadores que quieran aceptar los empleos EUI al salario estipulado, el gasto no aumentará más. Así, el diseño del EUI garantiza que el gasto programático no resultará “excesivo”, y no incrementará la demanda agregada más allá del nivel de pleno empleo. Si el empleo EUI tiene un efecto “multiplicador” en el gasto privado y en la producción, los trabajadores se contratarán fuera del programa EUI (para trabajar en el sector privado) de manera que el gasto bajo el programa automáticamente se reduce. De esta manera, el EUI es un poderoso estabilizador automático. Con un EUI en operación, si la demanda agregada del sector privado no es suficiente para utilizar todos los recursos, el programa EUI entra en acción al nivel que es exactamente necesario para emplear a los trabajadores y levantar la demanda agregada. Una vez que se alcanza el pleno empleo, el EUI ya no aumenta más la demanda. Todo esto es resultado de una política automática y no tiene que depender de los mercados.

Lo anterior debería eliminar el temor de que una política de pleno empleo necesariamente genera inflación por presión de demanda. Desde luego, todavía puede objetarse que el pleno empleo y el salario EUI podrían generar inflación de costo, al ejercer presión sobre los salarios y de ahí sobre los costos y los precios. Ahora examinaremos la segunda parte de la propuesta: la determinación exógena del salario por el gobierno. El gobierno establece el monto del salario EUI, que viene a ser el salario base de la economía. De esta manera, mientras la magnitud del gasto gubernamental

en el programa EUI “flota”, el precio que paga por el trabajo es fijo. El gobierno fijará el precio (el salario EUI) y luego dejará que los mercados decidan cuántos trabajadores EUI se manifestarán (lo que determinará el total del gasto gubernamental en este programa, obviamente, habrá otros tipos de gasto público, que se consideran constantes para los propósitos de nuestro análisis). Este es el mecanismo que evita que el pleno empleo logrado a través del EUI inicie la inflación. Si el gobierno dijera que contratará 8 millones de trabajadores dentro del EUI y pagará el salario que se requiera para tener ese número de trabajadores, entonces bien podría resultar una inflación (a medida que el gobierno pagará salarios mayores para atraer trabajadores del sector privado). Por el contrario, en el programa EUI, el salario es fijo, pero la cantidad del empleo varía. En otras palabras, el gobierno ofrece un programa amortiguador, estando listo para “comprar” mano de obra al precio-salario anunciado.

¿Cuáles son las implicaciones más generales para los precios y salarios?

Con un precio fijo, el salario EUI del gobierno es perfectamente estable y establece una cuota para el precio del trabajo. Algunos empleos pueden todavía pagar un salario por debajo del salario EUI si son particularmente deseables (por ejemplo, porque el trabajo es agradable, o porque puede haber grandes aumentos de sueldo para algunos pocos que tengan suerte —como en los deportes o las artes). Sin embargo, muchos empleos de bajos salarios (formales e informales), que pagan por debajo del salario EUI antes de que el programa se instaure experimentarán un aumento único de salario (o simplemente desaparecerá). Los patrones se verán forzados a cubrir estos mayores costos mediante una combinación de mayores precios por sus productos, mayor productividad laboral, y menores ganancias realizadas. Así pues, algunos precios de productos también deberían experimentar un único salto cuando el programa EUI se implementara. En breve, en el extremo inferior de la escala salarial, el establecimiento de un programa EUI podría

causar que los salarios y los precios de los productos elaborados por estos trabajadores experimentaran un único aumento. Si el salario EUI se estableciera al nivel del salario mínimo legal, ni siquiera este salto ocurriría (a menos que hubiera mercados informales que pagaran por debajo del mínimo legal). Esta es la razón por la cual probablemente sea menos perjudicial ubicar el salario EUI al nivel del salario mínimo. Si se fija por encima del mínimo y además incluye prestaciones usualmente no ofrecidas por el sector privado, eso podría en un principio hacer que el conjunto de trabajadores EUI creciera por los trabajadores que perdería el sector privado. El sector privado tendría entonces que aumentar los sueldos y prestaciones, y probablemente se vería forzado a elevar los precios. Pero este único salto no es inflación, ni tampoco puede considerarse una aceleración de la inflación, de acuerdo a como los economistas normalmente definen estos términos.

Aun así, algunos argumentan que es probable que otros salarios también porque al alcanzar el pleno empleo la amenaza del desempleo se elimina, animando a los trabajadores a pedir mayores salarios (esencialmente éste es el viejo argumento marxista del “ejército de reserva de trabajadores”). Sin embargo, así como los trabajadores tienen la alternativa de los empleos EUI, también los patrones tienen la oportunidad de contratar del conjunto de los trabajadores EUI. Así pues, si las demandas salariales de los trabajadores en el sector privado exceden por un margen demasiado grande la productividad laboral que calculan los patrones, la alternativa es reclutar trabajadores del EUI con un *mark-up* sobre el salario EUI. Esto ayudará a compensar las presiones salariales ocasionadas por la eliminación del temor al desempleo. Debe recordarse que los trabajadores ocupados en los empleos EUI no se pierden como un ejército de reserva de empleados potenciales; sino que más bien siempre pueden reclutarse con un *mark-up* por encima del salario EUI. Si no hubiera el EUI, estos trabajadores podrían conseguirse mediante un *mark-up* sobre la pensión que obtienen cuando están desempleados (más sus ingresos en el mercado informal de trabajo); este *mark-up*, sin embargo, es probable que sea mayor que el

mark-up sobre el salario EUI, ya que debe ser suficiente para que el empleo en el sector formal sea preferible.

Uno podría decir que el programa EUI proporciona pleno empleo con mercados laborales relajados; esto es precisamente lo opuesto a la política tradicional keynesiana, que genera alto empleo sólo con mercados laborales tensos (por lo menos para los trabajadores calificados y semicalificados). Esta es la razón por la cual el EUI es consistente con la estabilidad de precios, en tanto que la política keynesiana tradicional no lo es. En tanto el gobierno mantenga fijo el salario EUI al nivel básico de remuneración, los patrones podrán siempre obtener trabajadores de este conjunto a ese precio. Esta es la alternativa del sector privado para contratar trabajadores de mayor calificación a “salarios de mercado”. Cuando el “salario de mercado” aumenta a un nivel que excede el valor del trabajo ajustado por la productividad, hay un incentivo para reemplazar trabajadores con los ocupados en el EUI. Por esta razón, el salario EUI continuará proporcionando un “ancla” a los salarios de mercado.

De cuando en cuando, habrá presión para revisar al alza el salario EUI. En la medida en que el nivel general de precios (probablemente) no se mantenga constante, y haya fuerzas sustanciales en las economías capitalistas modernas que generen incrementos tendenciales en el nivel de precios, el salario EUI “real” (ajustado por la inflación) caerá con el tiempo—generando la necesidad de un ajuste. Adicionalmente, habrá presiones de parte de la mano de obra para elevar el salario EUI (así como hay presiones para elevar el salario mínimo). Cuando el gobierno aumente el EUI, esto en efecto devalúa la moneda al redefinir la cantidad de servicios laborales que deben proporcionarse al gobierno para recibir el salario monetario EUI. En lugar de “causar inflación”, la devaluación simplemente tomará en cuenta la inflación que resulta de factores que tienen poco que ver con la política de EUI. Así, el EUI logrará lo que la mayoría de los economistas llaman desempleo cero (más allá de lo que llamarían pleno empleo) sin presiones inflacionarias. La política de EUI, casi con seguridad, produciría menor inflación de

la que ya existe, al mismo tiempo que generaría un mayor nivel de empleo.

Hay quienes argumentan que las naciones en desarrollo no pueden adoptar políticas EUI porque los “mercados internacionales” los castigarían. En verdad, el país en desarrollo que adopte un programa EUI tendrá tremendas ventajas que harán que otros le sigan pronto. Disfrutará de pleno empleo, lo que permitirá a sus trabajadores recibir entrenamiento en el trabajo, en lugar de permanecer desempleados (o subempleados en mercados informales). Los trabajadores EUI son una fuerza de trabajo visible, disponible para contratación por los inversionistas internacionales con un pequeño *mark-up* sobre el salario EUI. Además, el país puede tener la producción de los trabajadores EUI (cualquier cosa desde inversiones públicas en infraestructura hasta mayores servicios públicos). Nuevamente, esto hará que la economía sea más apetecible desde la perspectiva de los inversionistas potenciales. El programa EUI podría ser una poderosa fuerza para acelerar el desarrollo.

Otros argumentan que el EUI aumentará el déficit comercial al incrementar el ingreso, la demanda agregada, y por lo tanto la demanda de importaciones. Este es un posible resultado, aunque debe advertirse que el EUI puede implementarse sin elevar el ingreso nacional o la demanda agregada, si así se deseara (por ejemplo cuando la economía estuviera operando cerca de su capacidad). Esto se haría recortando otros gastos gubernamentales y/o elevando impuestos, dado que el EUI se aplica para mantener constante la demanda agregada. Sin embargo, es obvio que México no necesita aplicar esas medidas, ya que crónicamente opera con demanda insuficiente y muy alto desempleo. Asumamos que el programa EUI de México en efecto eleva la demanda agregada significativamente, y que ésta aumenta las importaciones mucho más que las exportaciones (dando por resultado un déficit comercial mayor). ¿Es éste un resultado que se deba temer? No, aun si resultara un déficit comercial, y éste devaluara el peso, habría beneficios netos y una mejoría en los términos reales de intercambio. En realidad, el EUI es la respuesta adecuada a un déficit comercial (pues asegura

que si los trabajadores domésticos pierden sus empleos por la competencia de importaciones, podrán todavía encontrar trabajo en el programa EUI). Sin la seguridad de que los trabajadores desplazados encuentren empleo en algún otro lugar, el país pierde las ventajas de un déficit comercial.

Nótese cómo estas conclusiones requieren el supuesto de una nación soberana, que emita su propia moneda, en un régimen cambiario de flotación. Un país en esta situación gasta abonando cuentas bancarias, de modo que su gasto no está limitado por los ingresos. Dado que su moneda flota, tiene un grado mayor de libertad: en tanto pueda preferir tener una moneda fuerte (o débil), no ha “hipotecado” sus políticas fiscal y monetaria por la promesa de mantener un tipo de cambio fijo. Puede “sacrificar” su tipo de cambio para conseguir un mayor nivel de empleo y mayor estabilidad de precios si así lo desea. Su banco central es libre para establecer su meta de tasas de interés, y nuevamente, los movimientos del tipo de cambio pueden entrar en la función de reacción, o pueden ser ignorados, si el banco central prefiere estimular un alto empleo y el crecimiento con estabilidad de precios.

Este análisis no sólo es aplicable al país emisor de la moneda internacional de reserva, sino que sirve a cualquier nación soberana que emite su propia moneda y la deja flotar. Aunque puede haber barreras políticas o institucionales para implantar un programa EUI que genere pleno empleo al tiempo que mejora la estabilidad de precios, no hay restricciones financieras que lo impidan. Cada nación individual tendrá que formular el programa EUI que se adapte a su situación institucional y política. Tanto Argentina como la India han instituido versiones de programas EUI que vale la pena considerar con cuidado a fin de crear un plan viable para México.

México tiene una opción. ¿Debe continuar adoptando la austeridad bajo la creencia errónea de que es necesario “financiar” sus déficit fiscal y comercial?, o bien, ¿debe adoptar una alternativa que le permita lograr el pleno empleo con mayor estabilidad de precios?

BIBLIOGRAFÍA

- BALBACH, Anatol B., "How Controllable is Money Growth?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 63, 5 de abril de 1981.
- BELL, Stephanie, "Do Taxes and Bonds Finance Government Spending?", *Journal of Economic Issues*, 34, septiembre de 2000, pp. 603-620.
- y L. Randall Wray, "Fiscal Impacts on Reserves and the Independence of the Fed", *Journal of Post Keynesian Economics*, 2003.
- BRUNNER, Karl, "The Role of Money and Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 50, 9 de julio de 1968.
- DAVIDSON, Paul, *Post Keynesian Macroeconomic Theory*, Aldershot, Edward Elgar, 1994.
- FRIEDMAN, Benjamin, "Lessons on Monetary Policy from the 1980s", *Journal of Economic Perspectives*, 2, 1988, pp. 51-72.
- FRIEDMAN, Milton, *The Optimal Quantity of Money and Other Essays*, Chicago, Aldine, 1969.
- GOODHART, Charles A.E., *Money, Information and Uncertainty*, Cambridge, Mass, MIT Press, 1989.
- , "Two Concepts Of Money: Implications For The Analysis Of Optimal Currency Areas", *European Journal of Political Economy*, 14, 1998, pp. 407-432.
- MOORE, Basil, *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge University Press, 1988.
- PINTO, Aníbal, *Inflación: raíces estructurales*, México, Fondo de Cultura Económica, Serie Lecturas, núm. 3, 1973.
- WRAY, L. Randall, *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Aldershot, Edward Elgar, 1990.
- , *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*, Cheltenham, Edward Elgar, 1998.
- , "Loanable Funds, Liquidity Preference, and Endogenous Money: Do Credit Cards Make a Difference?", *Journal of Post Keynesian Economics*, 2003-2004.

CAPÍTULO 8

MARKUS MÄRTERBAUER*

Y JOHN SMITHIN**

*Política monetaria y fiscal bajo regímenes alternativos de tipo de cambio con dinero endógeno****

INTRODUCCIÓN

POR MUCHOS años, el venerable modelo Mundell-Fleming, generado con base en los trabajos de Fleming (1962) y Mundell (1968), fue la postura ortodoxa del análisis sobre las predicciones de regímenes alternativos de tipos de cambio sobre la conducción de la política macroeconómica de las economías pequeñas y abiertas. Revisando la construcción de este planteamiento con la perspectiva del tiempo (más de cuarenta años) y, con base en el desarrollo de diversos enfoques heterodoxos en el planteamiento de políticas macroeconómicas, resaltan dos peculiaridades del modelo Mundell-Fleming. Primero, se desarrolló en una etapa, donde la teoría macroeconómica dominante aún permitía la posibilidad de que cambios en dichas políticas tuvieran efectos importantes sobre el producto, el empleo y el crecimiento. Esto difícilmente es el caso actual y, desde la visión generalizada presente sobre la “inefectividad de la política” el conjunto de la problemática se vuelve redundante. Una forma de salida, a nivel de libro de texto, es resaltar que el modelo Mundell-Fleming está construido sobre la base de corto plazo.¹

* Instituto Económico de Investigación, Vienna, Austria, Markus.Marterbauer@wifo.ac.at.

** Profesor del Departamento de Economía y de Schulich School of Business, Universidad de York, Toronto, Canadá, jsmithin@yorku.ca.

*** Traducción realizada por Noemí Levy y Cristian Domínguez, con apoyo de Adrián Tamassini. Los autores agradecen a las coordinadoras de este libro y los participantes del Seminario Internacional sobre Instituciones para el Desarrollo, realizado en la UNAM, ciudad de México, marzo de 2005, por los útiles comentarios y sugerencias que mejoraron este trabajo.

¹ Por ejemplo, véase el análisis de Barrows y Smithin (2006).

Segundo, sin excepción, todos los resultados del modelo Mundell-Fleming surgen de la adaptación del modelo estándar IS/LM a una economía abierta. El elemento más importante es la suposición de los efectos de la tasa de interés sobre los distintos cambios de política. En el modelo básico de la IS/LM, estos efectos ocurren simplemente por el supuesto de una oferta monetaria exógena o fija. Por tanto, los resultados del modelo Mundell-Fleming pueden ser poco confiables en el contexto, por ejemplo, de un modelo *poskeynesiano horizontalista*, donde la tasa de interés, por sí misma, es el instrumento de política y la oferta monetaria siempre se ajusta endógenamente (independiente de la naturaleza del régimen de tipo de cambio). Por este motivo, observaciones similares se pueden aplicar a los modelos contemporáneos neoclásicos del nuevo consenso, donde los instrumentos monetarios también son la tasa de interés, establecida de acuerdo con la “regla de Taylor” o, algo, similar.

Debe recordarse que las predicciones del modelo Mundell-Fleming son que bajo estructuras de tipos de cambio flexibles puede conducirse una política monetaria independiente sin poder desplegar políticas fiscales. Sin embargo, para fijar el tipo de cambio (y *fortiori* una unión monetaria) debe renunciarse a la política monetaria, aunque diversas herramientas de política fiscal aún estarían disponibles. En este artículo, se analiza cómo pueden investigarse estos resultados en términos empíricos en un ambiente donde domina la endogeneidad del dinero.

CONTABILIDAD SIMPLE DEL INGRESO NACIONAL PARA LA ECONOMÍA DOMÉSTICA Y EXTERNA

EL ANÁLISIS se inicia desarrollando, en el lado de la oferta, un modelo macroeconómico simple, similar al sugerido por Smithin (2001, 2003), construido con base en una función de producción:

$$Y(t) = A(t)N(t) \quad (1)$$

donde $Y(t)$ es el producto agregado, $A(t)$ es el producto promedio del trabajo, y $N(t)$ es el insumo agregado de trabajo. Asimismo, se

supone que el producto disponible para la venta en el periodo (t) es producido en ($t-1$). Ello busca ilustrar el hecho de que la producción, inevitablemente, toma tiempo y requiere financiamiento, características básicas de cualquier modelo de “producción monetaria”. El producto actual se produce con base en las expectativas de los ingresos futuros y el costo del financiamiento debe estar adecuadamente considerado en el cálculo de los costos totales. Bajo estos supuestos, la composición del ingreso del PIB corriente de la economía doméstica puede escribirse de la siguiente manera:

$$p(t)Y(t-1) = [1+k(t-1)][1+i(t-1)][W(t-1)N(t-1)][1+T(t-1)] \quad (2)$$

donde, $k(t-1)$ es la proporción agregada de las ganancias generada por la actividad económica del periodo anterior (que se realiza en la actualidad), $i(t-1)$ es la tasa de interés nominal que prevalece en el último periodo, y $W(t-1)$ es el salario nominal en dicho periodo. Todos los ingresos son netos de impuestos, y $T(t-1)$ es la tasa impositiva promedio. En este modelo se diferencian tres tipos de ingreso en la distribución funcional. Las ganancias son el ingreso de los empresarios; la tasa de interés el rendimiento del capital financiero; y los salarios de los trabajadores. Nótese que la tasa de interés es considerada como un concepto totalmente diferente de las ganancias (Smithin, 2001, 2003). El interés es el premio por prestar recursos financieros y, en un ambiente de dinero endógeno, está básicamente determinado por la autoridad monetaria. Las ganancias son el ingreso de los empresarios y el resultado de la actividad económica. La tasa de interés y las ganancias compiten entre sí por la distribución del ingreso. De utilizarse una versión futura de la ecuación (2), se aplican logaritmos y se utiliza la ecuación (1) se obtiene:

$$p(t+1) = k(t) + i(t) + T(t) + w(t) - a(t) \quad (3)$$

En esta expresión, las minúsculas se refieren a los logaritmos de las variables en mayúsculas (por ejemplo, $w = \ln W$ y $p(t+1)$ es el logaritmo del nivel de precios nominal esperado en el periodo

$(t+1)$. Una ecuación similar existe para la economía “externa” o “mundial”, donde el asterisco (*) representa la variable externa.

$$p^*(t+1) = k^*(t) + i^*(t) + T^*(t) + w^*(t) - a^*(t) \quad (4)$$

Las ecuaciones (3) y (4) contienen las dos principales variables de política macroeconómica, que son las tasas de interés nominales, i e i^* , y las tasas impositivas promedio, T y T^* . Restando la ecuación (4) de la (3), y reordenando los términos, se obtiene la siguiente expresión general, que ilustra la posibilidad de operar la política tributaria, la cual es la diferencia entre los impuestos domésticos y externos.

$$\begin{aligned} T(t) - T^*(t) &= [a(t) - a^*(t)] + [p(t+1) - p^*(t+1)] \\ &- [k(t) - k^*(t)] - [i(t) - i^*(t)] - [w(t) - w^*(t)] \end{aligned} \quad (5)$$

En general, pueden existir tasas impositivas relativamente mayores en la economía doméstica, si la productividad es mayor que la externa, si es mayor el nivel de precios esperado (porque se espera un mayor ingreso nominal) y, si son menores que la economía externa, las ganancias después de impuestos, las tasas de interés nominales y las tasas salariales, después de impuestos. La ecuación (5) es una definición verdadera, que gana mayor significado *teórico* cuando se comprende que la tendencia, al interior de la economía neoclásica, es apelar a los teoremas de “igualación de los precios de los factores productivos” que reducen o eliminan la mayor parte de los diferenciales en el lado derecho de la ecuación. En consecuencia, sólo en la medida que ello no suceda, habría espacio para una política tributaria-fiscal distinta. Desde esta perspectiva, los acuerdos políticos, tales como una zona de libre comercio, un régimen creíble de tipo de cambio fijo,² consejo o unión monetaria, pueden ser vistos en sí mismos como intentos de eliminar artificialmente estos diferenciales, y restringir el campo de acción de la política.

²Esto es, un régimen de tipo de cambio donde las paridades se espera que persistan de manera confiable.

DEMANDA EFECTIVA, PRODUCTO Y EMPLEO

EN ESTE MODELO, por el lado de la demanda, se considera inicialmente una visión *keynesiana*, tanto para los determinantes del producto, como del empleo en la economía doméstica y externa. Un incremento de la demanda efectiva aumenta el producto y el empleo y *viceversa*, para una caída en la demanda efectiva. En relación con la política fiscal, el multiplicador del gasto gubernamental, en principio, es positivo ($dY/dG > 0$) y el multiplicador del impuesto es negativo ($dY/dT < 0$), tanto en el corto como en el largo plazo.³ En el ambiente económico contemporáneo también es importante resaltar que es positivo el “multiplicador del presupuesto equilibrado” (Ackley, 1978: 195-197), como se explicará en el siguiente apartado. Si se invoca un multiplicador equilibrado del presupuesto, una mayor tasa tributaria podría ser una política expansiva (Paraskevopolous y Smithin, 2002 y Marterbauer y Smithin, 2003) en la medida que sea acompañada por un incremento equivalente de gasto de gobierno. En términos de la teoría endógena del dinero, debe notarse que el incremento de la demanda total generado por la expansión del presupuesto fiscal equilibrado será (como cualquier otro incremento en la demanda) financiado por la creación de crédito endógeno en vez de impuesto *per se*. No tiene lugar efecto de desplazamiento (*crowding out*) ya sea porque (en el caso de tipo de cambio flexible) el banco central mantiene estacionarias las tasas de interés, en vez de la paridad del tipo de cambio, o porque (bajo un tipo de cambio fijo) las tasas de interés dejan de fijarse al interior de la economía doméstica. Por definición y, de manera obvia, el incremento de la oferta monetaria acomodaticia no surge del déficit del sector público. Por tanto, el incremento del ingreso debe acomodarse de otra forma, por ejemplo por el endeudamiento del sector empresarial o de las familias, ante una expansión de la demanda.

³ Se asume el punto de vista que la composición de los métodos puramente mecánicos referentes al corto y largo plazos del crecimiento económico no son convincentes. Cfr. Kalecki (1968: 236): “de hecho la tendencia de largo plazo es sólo un componente de cambio lento de una cadena de situaciones de corto plazo; no tiene una entidad independiente”.

RESTRICCIÓN FISCAL Y SUS IMPLICACIONES
EN LOS NIVELES DE IMPUESTOS Y GASTOS

INDEPENDIEMENTE del impacto objetivo de los diferentes regímenes de tipo de cambio en el campo de acción de las iniciativas de política económica, es claro que en el clima de la economía contemporánea, frecuentemente, se aplican restricciones fiscales (autoimpuesto), de manera formal o informal. Tales restricciones –al menos en principio– no influyen directamente a las tasas promedio de impuestos, como las implementadas en nuestro modelo. Sin embargo, considérense los llamados Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea (UE), acordados por el Consejo Europeo y Ecofin en 1996. Éstos tuvieron dos directrices principales. El primero puso un límite superior al endeudamiento neto del sector público como porcentaje del PIB, que fue de 3 por ciento. El segundo, más importante, estableció que “en el mediano plazo los presupuestos públicos debían estar en equilibrio o presentar superávit”. Por tanto, se incorporan a nuestro modelo los requerimientos de este tipo de restricciones fiscales. Se puede definir el endeudamiento neto del sector público, D , como sigue:

$$D = E - TY \quad (6)$$

y,

$$E = G + iB \quad (7)$$

donde, E es el gasto gubernamental total; G es el gasto público (incluye la inversión, consumo y transferencias públicas); B es el *stock* de bonos pendientes (o la deuda nacional) e, iB son los intereses generados de la deuda pública nacional. Entonces, de las ecuaciones (6) y (7), se tiene que:

$$D = G + iB - TY \quad (8)$$

Dividiéndose la ecuación (8) por el ingreso:

$$d = g + b - T \quad (9)$$

donde $d = D/Y$, $g = G/Y$, y $b = iB/Y$. En otras palabras, el endeudamiento neto como porcentaje del PIB es igual a la tasa del gasto público más los pagos por intereses como porcentaje del PIB menos la tasa de impuestos. Claramente, los requerimientos de un presupuesto equilibrado impone que $d = 0$. Mientras, b está determinado por el monto de la deuda y por la tasa de interés nominal. Con $d = 0$, el monto de la deuda B no se modifica. Si tienen lugar cambios posteriores en la política monetaria o, bajo un tipo de cambio fijo o unión monetaria, la tasa de interés no puede ser modificada y las restricciones acordes a los lineamientos del Pacto de Estabilidad, provocan que en $g = T$, limitando los gastos públicos de acuerdo con el concepto del multiplicador presupuestal de equilibrio, discutido anteriormente. En principio, las diferencias del gasto público de inversión, consumo y transferencias entre los países están sujetos, básicamente, al mismo conjunto de restricciones, como son los diferenciales de las tasas de impuestos especificadas en la ecuación (5). Resumiendo, bajo las anteriores restricciones y, en referencia a la ecuación 5, el gasto público sólo puede ser superior al de otras economías, si son mayores los niveles de productividad o de precios o, de otra manera, si son menores las tasas de interés, las ganancias o los salarios reales. Gastos públicos relativamente mayores en inversión de infraestructura, gastos personales, educación, sistema de salud y protección social pueden requerir diferencias en otras variables de política. Naturalmente, la pregunta clave es, en cuánto deben diferir las otras variables de política.

TIPOS DE CAMBIO FLOTANTES

EN ESTE apartado se analiza la relación entre los diferenciales de tasas de interés, $i(t) - i^*(t)$ y de las tasas impositivas $T(t) - T^*(t)$. En general, cuando existe libre movimiento de los tipos de cambio, pueden diferir las tasas impositivas, entre diferentes jurisdicciones, si también son distintas las tasas de interés. Desde una perspectiva estática, bajas tasas de interés permiten mayores proporciones de ingreso nominal para los otros receptores de ingreso, esto es, para las ganancias y los salarios. Por tanto, es posible incrementar

las tasas impositivas sin perjudicar a estos componentes del ingreso. Desde una perspectiva dinámica, bajas tasas de interés tienden a aumentar el ingreso nacional. En un entorno de perfecta movilidad de capital –que se aproxima al *statu quo* de los mercados financieros internacionales contemporáneos, especialmente en los países en desarrollo– el argumento común es que las tasas de interés domésticas y externas pueden diferir sólo por los diferenciales entre el tipo de cambio futuro y el tipo de cambio *spot* (al contado). Esta la condición familiar de paridad de interés cubierta (Frankel 1992),⁴ o:

$$i(t) - i^*(t) = (t+1)f(t) - s(t) \quad (10)$$

donde $i(t)$ y $i^*(t)$ son las tasas de interés domésticas y externas en el periodo (t) , $s(t)$ es el logaritmo del tipo de cambio futuro cotizado en (t) para su entrega en $(t+1)$. De acuerdo con el enfoque “cambista” sobre el tipo de cambio futuro, propuesto por Lavoie (2000), la ecuación (10) está mejor planteado de manera inversa, esto es:

$$(t+1)f(t) - s(t) = i(t) - i^*(t) \quad (11)$$

Esto implica que, dado el supuesto *poskeynesiano*, la tasa interés de corto plazo es una variable política en ambas jurisdicciones, por consiguiente el premio futuro es, de hecho, un ejemplo del *mark-up* en los precios. Específicamente, está determinado por el diferencial de la tasa de interés y no de manera inversa. Sin embargo, el argumento que aún debe resolverse está relacionado con el tema de la posibilidad de divergencias sustanciales de tasas de interés entre economías pequeñas y abiertas con países industrializados, sin efectos catastróficos sobre, por ejemplo, el tipo de cambio y los flujos de capital. Una respuesta (Smithin, 2002-2003) es que mientras existan diferentes monedas, los activos domésticos y externos no son perfectos sustitutos. El tipo de cambio futuro

⁴También véase el análisis clásico de Keynes en el *Tract of Monetary Reform* (1923: 115-139).

puede diferir del tipo de cambio de *spot* futuro $s'(t+1)$, por un premio de riesgo cambiario, $z(t)$:

$$(t+1)f(t) = s'(t+1) + z(t) \quad (12)$$

A partir de lo anterior se señala que las diferencias entre la tasa de interés nominal doméstica y externa está determinada por la diferencia entre el tipo de cambio esperado futuro y el tipo de cambio *spot*, más el premio de riesgo cambiario. El premio por riesgo, $z(t)$, a su vez, depende del riesgo de depreciación o devaluación que, es función, de variables como la posición crediticia externa de la economía.

En consecuencia, si $z(t)$ es una variable endógena, una economía pequeña y abierta puede fijar de manera independientemente a la tasa de interés:

$$i(t) = i^*(t) + s'(t+1) - s(t) + z(t) \quad (13)$$

Éste sería el caso de un régimen monetario de tipo de cambio flotante. Bajo estas condiciones, pueden diferir las tasas de interés domésticas y externas en base a las expectativas del tipo de cambio y del premio por riesgo. En otras palabras, si las tasas de interés domésticas son menores a las tasas de interés externas, la moneda puede depreciarse. Ello permitiría incrementar las tasas impositivas en la economía doméstica. Por tanto, contrario al modelo Mundell-Fleming, puede emplearse la política fiscal para incidir sobre los resultados de la economía doméstica bajo tipos de cambio flotantes.

En el caso intermedio de tipos de cambio “fijos pero ajustables” –régimen que caracterizó la estructura del Sistema Monetario Europeo (SME) entre 1987 y 1992 o el viejo sistema de Bretton Woods (1944-1971)– se reducen las expectativas sobre modificaciones en el tipo de cambio, sin desaparecer los premios de riesgos por movimientos de la moneda, por consiguiente, se mantienen espacios para ciertas iniciativas de la política doméstica. Esto puede explicarse por la permanencia de un espacio donde los tipos de cambios pueden diferir.

TIPO DE CAMBIO FIJO

EN UN régimen creíble de tipo de cambio fijo, en un consejo o una unión monetaria, desaparecen de cualquier forma las diferencias entre las tasas de interés nominales. Por definición, no son posibles los tipos de cambios nominales. También disminuyen los diferenciales entre tasas de interés de largo plazo. Esto se muestra, por ejemplo, en la evolución reciente de los diferenciales de las tasas de interés dentro de la Eurozona.

El banco central influye directamente las tasas de interés nominal de corto plazo e , indirectamente, afecta las tasas de largo plazo, debido a que los controles sobre las tasas de interés del corto plazo afectan a toda la estructura de las tasas de interés. Esto también influye considerablemente sobre las tasas de interés reales debido a que afecta las expectativas inflacionarias de los participantes del mercado. Sin embargo, entre el corto y mediano plazo, las tasas de inflación pueden diferir entre las economías nacionales debido a distintos costos de desarrollo y factores inerciales, tales como diferentes acuerdos institucionales en relación a la fijación de los salarios. La definición estándar de la tasa de interés es la siguiente:

$$i(t) = r(t) + [p(t+1) - p(t)] \quad (14)$$

donde, $p(t+1)$ es el logaritmo de nivel de precios esperados en $(t+1)$. Por tanto, la reformulación de la ecuación 5 podría ser:

$$\begin{aligned} T(t) - T^*(t) = & [a(t) - a^*(t)] - [k(t) - k^*(t)] \\ & - [r(t) - r^*(t)] - [w(t) - w^*(t)] + [p(t) - p^*(t)] \end{aligned} \quad (15)$$

El resultado de esta ecuación indica que las diferentes tasas impositivas se acomodan a diferentes tasas de interés reales y precios corrientes, donde tasas de interés relativamente bajas y precios relativamente altos, permiten mayores tasas impositivas. Esto se aplica a ciertos regímenes de tipos de cambio fijos o uniones monetarias, siempre y cuando persistan los diferenciales inflacionarios. Tasas de interés reales bajas tienen efectos positivos sobre los ingresos

de las otras clases. Una inflación relativamente alta en una economía particular, puede incrementar el campo de maniobra de la política fiscal, porque considera las diferencias en las tasas de interés reales, aunque no difieran las tasas de interés nominales. En plazos más largos, las tasas de inflación tenderán a igualarse, por tanto, la permanencia de una diferencia sustancial en las tasas de inflación no es un factor confiable, en un futuro infinito. Desde una perspectiva dinámica, mayores niveles de precios, potencialmente generarán disminuciones de competitividad *vis a vis* los socios comerciales y, por tanto, disminuirán en el mediano y largo plazo. Una definición adicional (del logaritmo) del tipo de cambio real, q , es:

$$q(t) = s(t) + p^*(t) - p(t) \quad (16)$$

Usando (16) (14) y sus equivalentes externos y, recordando la ecuación (13), se puede obtener para los diferenciales de la tasa de interés real, la siguiente expresión:

$$r(t) - r^*(t) = q'(t+1) - q(t) + z(t) \quad (17)$$

En un régimen de tipo de cambio fijo creíble o una unión monetaria, $z(t)$ es cero y, si se espera que no se modifique el tipo de cambio real, desaparecerá el diferencial de la tasa de interés real de la ecuación (17). La expresión para el diferencial de las tasas impositivas, se reduce a:

$$T(t) - T^*(t) = [a(t) - a^*(t)] - [k(t) - k^*(t)] - \{[w(t) - p(t)] - [w^*(t) - p^*(t)]\} \quad (18)$$

En otras palabras, la política fiscal se mantiene como una opción bajo tipos de cambios fijos, sólo si los diferenciales de la parte derecha de la ecuación (18) no desaparecen. Ello indica que la competitividad no sólo depende de los diferenciales inflacionarios, sino también de la estructura de costos. Éstos, en cambio, son influidos por la porción de las ganancias y la tasa salarial real y, de manera preponderante por la productividad.

DIFERENCIAS EN PRODUCTIVIDAD, GANANCIAS Y SALARIALES REALES

MÁS ALLÁ de los precios y las tasas de interés real y nominal, con base en la ecuación (18) se argumentará que existen otros tres factores que, potencialmente, permiten que difieran las tasas impositivas. Debe considerarse que aún si el factor esperado $q'(t+1) - q(t)$, baje a cero, puede, seguir existiendo cambios de equilibrio en el término de intercambio ($1/q$). En la práctica, la pregunta es si la proporción de las ganancias, los salarios reales y la productividad pueden diferenciarse de manera importante entre los estados miembros de un área o unión monetaria para que se modifiquen los términos de intercambio. Se sostiene que las diferencias en el nivel de productividad son de importancia genuina. Los economistas neoclásicos argumentan que la integración económica y la transferencia tecnológica pueden eliminar, entre las economías, los diferenciales de productividad. Sin embargo, en la realidad, los niveles de productividad (y tasas de crecimiento de la productividad) parecen diferir considerablemente entre las distintas economías, aun en el contexto de una zona de comercio establecida, tal como, el TLCAN o la UE.

Las razones de estas diferencias tienen diversos orígenes. La productividad está relacionada, positivamente, al crecimiento del PIB, de manera fundamental, como se expone en la ecuación (1). A mayor crecimiento del producto se generan economías de escala, las cuales también están relacionadas a mayores tasas de inversión, que no sólo estimula la dinámica económica vía el crecimiento de la demanda, sino también a través de la ampliación del capital. Las capacidades existentes se usan de manera más intensa cuando son escasos los factores de producción. Más aún, las economías que están inmersas en un proceso de "alcance" tienen altos niveles de inversión y, frecuentemente, importan tecnología, lo cual induce a mayores tasas de productividad. Las economías más maduras, con sectores de servicio relativamente importantes, por obvias razones, tienen menores niveles de crecimiento de la productividad, manteniéndose las características pro cíclicas de la dinámica de la productividad.

La siguiente interrogante es si la productividad, genuinamente, puede ser considerada como una variable política. La respuesta, desde la perspectiva keynesiana, es positiva. Efectivamente, esta es una obvia política macroeconómica, si se espera aumentar el crecimiento económico y generar un crecimiento endógeno de la productividad. Más aún, supongamos que un país es capaz de generar, por ejemplo, tasas de inversiones relativamente altas, un sistema de innovación efectivo, desplegar esfuerzos intensivos en el sistema educacional, o ventajas en otras variables (tales como la calidad de la salud o el medio ambiente) en comparación con otras economías. Por tanto, será capaz de obtener mayores niveles de productividad y un mayor producto, y podrá “permitirse pagar” mayores tasas impositivas que las demás economías. De hecho, puede establecerse un “círculo virtuoso” en la medida que mayores tasas de impuestos, proporcionan más fondos para mejorar los determinantes relevantes de la productividad.

De acuerdo con la ecuación (18), las diferencias entre las tasas impositivas, también pueden ser acomodadas por las diferencias en los ingresos entre los factores. Menores ganancias y tasas salariales reales netas de impuestos permiten mayores niveles impositivos. Nuevamente, la igualdad de los precios de los factores en una “economía de libre mercado” debería –desde una perspectiva neoclásica– eliminar estas diferencias. Sin embargo, persisten diferencias importantes de ingresos factoriales en los mercados comunes y uniones monetarias. Estas diferencias dependen, especialmente, de la movilidad de los factores y los diferentes parámetros de dependencia. Las barreras a la movilidad serán menores en relación con las tasas de interés y con los dividendos (dependen, básicamente, de formas alternativas de rendimiento sobre el capital financiero). Son relativamente altos con respecto al capital industrial y son las mayores de todas, en el caso del costo laboral. Por consiguiente, se percibe una jerarquía en la movilidad de los factores en el mundo real. Naturalmente, las diferencias de movilidad también existen al interior de estas grandes agrupaciones de distribución del ingreso. Esto es, entre las diferentes formas de capital empresarial (*v.gr.*, entre pequeñas y grandes empresas o, entre los

servicios y la producción industrial, y entre los diferentes tipos de trabajo, dependiendo de los niveles educacionales, edad, etcétera).

Respecto a los niveles salariales, el modelo destaca una posible sustitución entre los salarios reales después de impuestos y la tasa impositiva. En esta definición, los niveles de impuestos, incluyen contribuciones a la seguridad social. Entonces, si los niveles salariales son relativamente bajos, pueden ser más altas las tasas impositivas en comparación a otras economías. Esto sugiere básicamente una elección (obligatoria) de política para los trabajadores. Si los asalariados están interesados en mayores tasas impositivas y mayor gasto público (en el siguiente apartado se expone el argumento a favor de este punto de vista) pueden, y deben moderar sus exigencias salariales.

COMPETENCIA Y ARMONIZACIÓN TRIBUTARIA

SE HA MOSTRADO que la maniobrabilidad para los diferentes niveles de impuestos es altamente dependiente de la movilidad de factores. El concepto de una jerarquía en la movilidad de los factores de la producción apunta al hecho que la competencia tributaria involucra a los factores con mayor movilidad. La presión del mercado para la homogenización de las tasas impositivas en un mercado común, o una zona o unión monetaria, es altamente intensiva.

En un ambiente internacional desregulado, ello fácilmente podría conllevar a una competencia tributaria, donde las jurisdicciones tratan de atraer capital financiero y empresarial y trabajo sujetos a la movilidad geográfica, mediante recortes impositivos. Esta versión de política “mendigar a tu vecino” (*beggar-thy-neighbor*) podría inducir a una disminución de la media tributaria y las tarifas estatales y drásticos cambios en la estructura impositiva. Las tasas tributarias tienden a ser menores para los factores con alta movilidad, mientras que la carga tributaria completa, se traspa a los factores relativamente inmóviles. Ello tiene severas consecuencias regresivas sobre la distribución del ingreso.

Las reacciones políticas pueden inducir la armonización del sistema tributario, incluir un nivel mínimo para ciertas tasas impo-

sitivas y una coordinación de las bases impositivas. Actualmente, por ejemplo, en la Unión Europea este tema se ha convertido en banderas importantes para agrupaciones laborales y gobiernos que defienden el concepto de un estado benefactor. La armonización tributaria puede percibirse como una amenaza a estas políticas.

EQUILIBRIOS FINANCIEROS

LAS RESTRICCIONES incorporadas a las limitaciones fiscales implícitas o explícitas además de afectar al sector público en el área de impuestos y gasto, también impactan a otros sectores de la economía. Como se ilustra en el análisis de los balances financieros agregados, el equilibrio gubernamental no sólo es función de una política discreta de impuestos y gastos, sino también afecta de manera fundamental al volumen del PIB. Esto, a su vez, es función de la interacción de los patrones de ahorro y préstamo de los diferentes sectores de la economía (Domar, 1944; Steindl, 1982).

Tal como lo indica la identidad entre créditos y débitos, los cambios en los pasivos financieros de un sector siempre se equilibran, mediante variaciones de activos financieros de otros sectores, en un monto igual. Los saldos financieros del conjunto de los sectores deben ser iguales a cero. Si tiene lugar un déficit público, por definición, se requiere superávit del sector privado o el sector externo (Allsopp y Vines, 1996; Marterbauer, 2000). Los instrumentos de los balances financieros permiten obtener una visión de los equilibrios presupuestales públicos altamente desagregada que incorpora el efecto del ciclo económico (Kalecki, 1954; Rothschild, 1966). Esta identidad familiar se expresa de la siguiente manera:

$$(G - T) = (Sh - H) + (Sc - I) + (M - X) \quad (19)$$

o, como proporción del PIB

$$d = s - v - ca \quad (20)$$

donde Sh es el ahorro de las familias, H es la demanda de crédito de las familias, I la inversión privada, Sc el ahorro privado, X las exportaciones, M las importaciones, d el déficit del sector público, s la tasa de ahorro, v la tasa de inversión, y ca el balance de la cuenta de capital. El cambio en el balance del sector público, desde una posición deficitaria hacia una posición neutral, requiere, como condición, cambios equivalentes en el balance financiero del sector privado o del sector externo.⁵ Mientras que la tasa de ahorro, s , y, la tasa de inversión, v , son determinados, principalmente, por el ingreso agregado, la cuenta de capital, ca , también es influida por el ingreso (vía el balance de cuenta corriente), aunque, de manera más importante, por los flujos de capital.

Con respecto al tema de la expansión fiscal en un ambiente con mandato de presupuestos fiscales equilibrados, existen dos posibles escenarios que dependen de la fortaleza del efecto del acelerador en la determinación del volumen de inversión. La expansión aumentará el producto, por tanto, si los efectos del acelerador no son fuertes, el balance doméstico de ahorro-inversión se vuelve superavitario y, las economías pequeñas y abiertas se convierten en exportadoras de capital; la cuenta corriente, también, será superavitaria. Si el efecto del acelerador es fuerte, estas economías atraerán capital y la cuenta corriente se vuelve deficitaria.

Nótese, irónicamente, que en un ambiente de unión monetaria (al menos para los países pequeños) una situación similar parece sostenible en la medida que el déficit de la cuenta corriente o de capital, como puede suceder, sean efectivamente suscritos por los socios comerciales.

CONCLUSIONES PARA POLÍTICA ECONÓMICA

LAS CONSIDERACIONES sobre alternativas de política macroeconómica, en un contexto de regímenes de tipo de cambio diferentes, se

⁵ Martebauer y Walterskirchen (1999) mostraron que los cambios de contrapartida, del sector privado y de los balances financieros del sector externo, durante el periodo de consolidación europea, respetaron el criterio de Maastricht a fin de incorporarse a la EMU (esto es en 1995-1997).

asemeja a la tradicional pregunta retórica sobre el vaso medio lleno o medio vacío. Desde el punto de vista de las economías pequeñas y abiertas, como Canadá o México (la última, también, una economía en desarrollo) que actualmente están bajo una estructura de tipo de cambio flotante, pero pueden enfrentarse a un proyecto de Unión Monetaria de Norte América (NAMU, por sus siglas en inglés) o, la “dolarización” en algún momento del futuro, se vuelve evidente que existen restricciones potenciales, no sólo en las políticas monetarias, como lo evidencia la visión tradicional Mundell-Fleming, sino también en la política fiscal y, otras áreas. Estas restricciones pueden ser muy onerosas, lo cual obliga a generar una gran debate sobre los temas mencionados. El tema de la soberanía nacional en la política económica fue efectivamente debatido al interior de cada una de las naciones, de manera previa al Tratado de Libre Comercio entre Canadá y Estados Unidos y, en la discusión posterior, cuando se impuso el proyecto del TLCAN, una década más tarde. Estos temas deben reaparecer ante un proyecto eventual de NAMU, adquiriendo aún más relevancia.

Quizás una razón por la cual estos temas no generan mayores controversias en la actualidad, es la dominación casi generalizada de la visión neoconservadora sobre la política fiscal, impuestos, déficit y superávit, así como el tamaño del sector público, la provisión de beneficios estatales, etcétera. Esto hace que las restricciones incorporadas en las políticas, casi aparezcan como naturales. Las razones para asumir posiciones contrarias fueron señaladas anteriormente.

Sin embargo, al analizar la misma pregunta, desde una perspectiva de economías pequeñas y abiertas de miembro de un régimen irrevocable de tipo de cambio fijo, como sería el caso de estos países en la zona del euro (por ejemplo, Austria), se presentarían aspectos diferentes. En ese caso, el abandono de una política monetaria independiente es un *fait accompli* y la pregunta más bien consistiría en indagar si existe algún campo de acción independiente en otras áreas. De hecho, *no* siempre ha sido aceptado que la naturaleza del tipo de cambio tiene considerables consecuencias para la política fiscal.

En este trabajo, la gran interrogante ha sido, ¿cuáles son los determinantes de las diferencias entre las tasas impositivas domésticas y externas? Bajo el enfoque de presupuesto equilibrado, sólo las diferencias impositivas permiten distintos niveles de gasto. En consecuencia, por ejemplo, un sistema de seguridad social superior sólo es posible con mayores tasas de impuestos y de contribuciones. Ello define, por tanto, el campo de la política fiscal, la política social y la inversión pública.

Claramente, las restricciones formales, en sí mismas, limitan, de manera importante, el campo de acción de la política fiscal. Ello, por supuesto, es un objetivo explícito. Empero, un objetivo implícito –discutiblemente– son las propuestas de recortes en las funciones del conjunto del sector público. Sin embargo, esta orientación política impide al sector público a realizar importantes tareas económicas, como las políticas de estabilización económicas. Consecuentemente, tienen lugar presiones deflacionarias sobre el sistema económico, independientemente de las posturas políticas monetarias (Allsopp y Vines, 1996).

Una inflación doméstica relativamente alta puede abrir cierto campo de acción para la política fiscal en el corto plazo. Correspondientemente, las políticas económicas consideran opciones políticas como, por ejemplo, aumentos de los impuestos indirectos, para incrementar los precios sin afectar la productividad. Pero, presumiblemente, el nivel de precios y la inflación, de cualquier forma, tenderán a igualarse en el mediano y largo plazos. Entonces, la productividad puede ser mejorada por cualquier política, desde el lado de la demanda, para aumentar el crecimiento económico. La tasa de interés común, con su efecto directo e indirecto sobre la inversión y las exportaciones, adquiere relevancia, especialmente, en lo que respecta al agregado del estado miembro. Por su parte, la política fiscal –aun en el caso que sea debilitada por regulaciones de presupuestos equilibrados– puede influir en la demanda agregada, a nivel nacional, mediante la composición estructural de los impuestos y del sistema de gasto. Este es otro punto de contacto con el mundo Mundell-Fleming. De cualquier modo, ésta es una proposición más de largo que de corto plazo y, aun, de manera

más relevante, es la relación del volumen de gasto de inversión con respecto al gasto total y también los efectos redistributivos de la política fiscal, como también los efectos de distribución de la política fiscal. Específicamente, la redistribución a favor de familias de bajos ingresos puede incrementar el crecimiento por las diferencias en los niveles de consumo de los distintos niveles de ingreso. Los niveles relativos de productividad y crecimiento pueden ser mejorados por medidas provenientes del lado de la oferta. Esto debe relacionarse con el sistema de innovación, gasto para la investigación y el desarrollo y, particularmente, del conjunto del sistema educativo. También puede incluir mejor calidad y mayor cobertura de los sistemas de salud y del sistema social, que incluya el mejoramiento de las condiciones laborales.

Los ingresos de los factores que son variables pueden ser influidos por la política y permite un campo de acción a la política fiscal. El concepto de jerarquía del factor movilidad genera opciones de política económica. El capital financiero es extremadamente movable, lo cual disminuye la soberanía tributaria y permite aumentar la posibilidad de armonización tributaria. Por su parte, el capital industrial, de cualquier forma, tiene menos movilidad y las diferencias en ganancias tienen una ocurrencia regular y se deben a un sinnúmero de ineficiencias, patrones de dependencia, etcétera. Si la política económica provee un sistema educacional y de capacitación de alta calidad, así como buenos sistemas de innovación y un marco social estable, las ganancias después de impuestos “aceptables”, podrían ser (relativamente) más bajas, lo cual permite imponer impuestos relativamente superiores al ingreso empresarial. Una de las opciones de políticas importantes y altamente sensibles está referida al nivel de salarios. Existen posibilidades para un extenso rango de elecciones de política. El público, en general, puede percibirlo como sistema de salud y social de alta calidad. Un estado benefactor, de este tipo, puede estar presente, incluso, al interior de un mercado común y una unión monetaria. Sin embargo, ello requiere de consensos respecto a los niveles salariales. Los trabajadores que prefieran un amplio sistema general de bienestar, con alta calidad, deben aceptar montos más

de salarios, netos de impuestos, más bajos. Finalmente, la productividad se mantiene como el determinante más relevante de los salarios relativos.

BIBLIOGRAFÍA

- ACKLEY, G., *Macroeconomics: Theory and Policy*, Nueva York, Macmillan, 1978.
- ALLSOP, C. y D. Vines, "Fiscal Policy and EMU", *National Institute Economic Review*, 158, 1996.
- BARROWS, D. y J. Smithin, *The Economic Environment of Business*, Toronto, Captus Press, 2006.
- DOMAR, E., "The Burden of Debt and National Income", *American Economic Review*, diciembre de 1944.
- FLEMING, J.M., "Domestic Financial Policies Under Fixed and Floating Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, noviembre de 1962, pp. 369-79.
- FRANKEL, J., "Measuring International Capital Mobility: a Review", *American Economic Review*, mayo de 1992, pp. 197-202.
- KALECKI, M., *The Theory of Economic Dynamics*, Londres, George Allen and Unwin, 1954.
- , "Trend and Business Cycle Reconsidered", *Economic Journal*, junio de 1968.
- KEYNES, J.M., *A Tract on Monetary Reform*, Londres, Macmillan, 1923.
- LAVOIE, M., "A Post Keynesian View of Interest Parity Theorems", *Journal of Post Keynesian Economics*, 23, 2000, pp. 163-179.
- MARTERBAUER, M., "Fiscal Policy and the European Economic and Monetary Union", paper presented to the GRIG conference on Public Surplus and Deficit in Federal States, ciudad de Quebec, agosto de 2000.
- y E. Walterskirchen, "Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation Policy in the EU", *Austrian Economic Quarterly*, marzo de 1999.
- y J. Smithin, "The «Balanced Budget Multiplier» for the Small Open Economy in a Currency Union, or for a Province in a Federal State", en L-P. Rochon y M. Seccareccia (eds.), *Dollarization: Lessons from Europe and the Americas*, Londres, Routledge, 2003, pp. 101-112.
- MUNDELL, "International Economics", Nueva York, Macmillan, 1968.

- PARASKEVOPOULOS, C.C. y J. Smithin, "Integración económica y financiera: implicaciones sobre la política fiscal y social de una nación", *Revista Economica de Castilla La Mancha*, 1, 2002, pp. 197-209.
- ROTHSCHILD, K.W., "Einige neuere beiträge zu einer makroökonomischen theorie der einkommensverteilung", *Marktformen, Löhne, Außenhandel. Beiträge zur Wirtschaftstheorie und-politik*, Viena, 1966.
- SMITHIN, J., "Profit, the Rate of Interest, and «Entrepreneurship» in Contemporary Capitalism", *Kurswechsel*, 2/01, julio de 2001, pp. 89-100.
- , "Interest Parity, Purchasing Power Parity, «Risk Premia» and Post Keynesian Economic Analysis", *Journal of Post Keynesian Economics*, 25, 2002-2003, pp. 219-35.
- , *Controversies in Monetary Economics: Revised Edition*, Cheltenham, Edward Elgar, 2003.
- STEINDL, J., "The Role of Household Saving in the Modern Economy", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, enero de 1982.

CAPÍTULO 9

PHILIP ARESTIS,* GEOFF GOODWIN*
Y MALCOLM SAWYER**

*¿Funciona en la práctica la consolidación fiscal?****

INTRODUCCIÓN

EL TÉRMINO consolidación fiscal, coloquialmente es utilizado para referirse a políticas cuyo objetivo es reducir el déficit presupuestal, porque es considerado insostenible y, particularmente, dañino porque se supone inflacionario; además está asociado a altas tasas de interés. Consecuentemente, la reducción del déficit presupuestal restauraría la confianza e incrementaría el gasto y la actividad económica.

Se inicia este trabajo señalando brevemente algunos de los argumentos que se ofrece a favor de la consolidación fiscal. En la literatura económica se citan a algunos países que de manera exitosa han logrado reducir el déficit presupuestal y mejorar la actividad económica, a partir de lo cual, se resaltan algunos inconvenientes en la evaluación de estos casos. Posteriormente, se examina de manera crítica tres casos que se consideran exitosos en la consolidación fiscal. Nuestra conclusión es que los argumentos sobre la consolidación fiscal no son sostenibles.

CONSOLIDACIÓN FISCAL

INICIAREMOS con dos citas que están a favor de la consolidación fiscal. La primera señala que:

* Universidad de Cambridge, Reino Unido.

** Universidad de Leeds, Reino Unido.

*** Traducido por Christian Domínguez y revisado por Noemí Levy.

el gran énfasis en la prudencia fiscal y la estabilidad del tratado de Maastricht derivó de la idea de que las finanzas públicas era una de las principales causas del mal desempeño económico de muchas de las naciones de la Unión Europea (UE) desde 1970. Las décadas subsecuentes dieron una buena lección a Europa sobre cómo no puede sostenerse la prosperidad económica en un ambiente inestable de política económica. Políticas fiscales inapropiadas, frecuentemente, sobrecargan la política monetaria e incrementan la tasa de interés. Por el lado de la oferta, los sistemas de bienestar generosos contribuyeron a la creación de rigideces estructurales en las economías de la UE y generaron un comportamiento salarial inapropiado. El efecto neto fue un impacto negativo en las expectativas empresariales y la inversión, los cuales contribuyeron a un menor crecimiento del producto observado y potencial, cuyo principal resultado fue el estancamiento del empleo (European Commission, 2000: 9).

La segunda cita está referida de manera más cercana a la consolidación fiscal con deuda pública. Dice:

Previo a la segunda crisis petrolera, el monto de la deuda pública se redujo por una fuerte inflación no anticipada –que indujo transferencias de riqueza de los tenedores de bonos al sector público (*i.e.* impuesto inflacionario). La combinación insostenible de política fiscal y monetaria expansiva se manifestó en una creciente inflación y consecuencias destructivas para el crecimiento económico. Durante los años de la década de 1980, en la mayoría de los países de la OCDE, la política monetaria restrictiva estuvo acompañada de políticas fiscales expansivas, asociadas a altas tasas de interés reales, y crecientes relaciones de deuda-PIB... Durante este periodo, las discusiones sobre la sostenibilidad giraron alrededor de la inadecuada dinámica familiar de las deudas del superávit primario para neutralizar la espiral de pagos de intereses de la deuda...

En los inicios de los años de 1990 se reconoció ampliamente el problema de la insostenibilidad y se sugirió la consolidación fiscal para controlar la dinámica de la deuda. Los posiciones fiscales se empeoraron en la recesión de inicios de los noventa aunque, posteriormente mejoraron a medida que la consolidación se convirtió en una prioridad para los países europeos, los Estados Unidos y otras economías, siendo Japón una excepción notable (OCDE, 2002: 117-119).

Los argumentos en favor de la consolidación fiscal se centran en dos puntos centrales. El primero (al cual regresaremos en el siguiente apartado) es que el déficit presupuestal implica préstamos y, por tanto, deudas, se acumulan las obligaciones por intereses, generándose una posición insostenible que, ineludiblemente, debe ser corregida. El segundo punto invoca formas de equivalencia ricardiana, a través de las cuales los agentes económicos previsores responden a las perspectivas de menor déficit presupuestal, anticipando menores pagos futuros de intereses e impuestos. Ello tiene un impacto positivo sobre el gasto privado. El argumento de la Comisión Europea (2003), en el capítulo titulado

¿Pueden ser expansivas las consolidaciones fiscales? señalan:

Si los agentes son previsores y racionales en la formación de expectativas, anticiparán que un recorte impositivo presente, financiado por deuda gubernamental, se traduce en crecientes impuestos futuros. Adicionalmente, si la intervención del gobierno no está distorsionada, los mercados de capital son perfectos, y los consumidores viven suficiente tiempo, la tal equivalencia *ricardiana* debe mantenerse, o sea, ni el ingreso permanente ni el consumo se verá modificado por la política fiscal. Bajo estas circunstancias abstractas, el multiplicador fiscal será igual a cero, porque la mayor parte de los ahorros gubernamentales, obtenidos a través de consolidaciones fiscales, serán compensados por una reducción equivalente de los ahorros privados (European Commission, 2003: 140).

LA CONSOLIDACIÓN FISCAL Y ALGUNAS CONSIDERACIONES EMPÍRICAS

LA COMISIÓN EUROPEA (2003) revisó la literatura sobre la consolidación fiscal y analizó detalladamente los casos de consolidación fiscal dentro de la Unión Europea del periodo de 1970-2002. La comisión adoptó la definición de consolidación fiscal propuesta por Alesina y Ardagna (1998: 146): “es un año donde mejoran los ajustes cíclicos del balance primario en, al menos, 2 por ciento con respecto al PIB; o, un periodo de dos años consecutivos, donde el balance primario ajustado cíclicamente mejora en, al menos 1.5 por ciento, por año, en ambos años”. Siguiendo la definición de Alesina *et al.* (2002: 146), un periodo de consolidación fiscal puede ser considerada expansivo si “el crecimiento promedio real del PIB en cada año de ajuste y, los dos años posteriores, es mayor que el crecimiento promedio real de los dos años anteriores”. En una muestra de 462 observaciones (14 países de la Unión Europea en 33 años) y considerando la definición de Alesina y Ardagna (1998: 148) se identificaron 49 episodios de consolidación fiscal, de los cuales 24 son considerados expansivos. En cambio, cuando utilizan una definición de consolidación fiscal pura “donde el variación promedio de la tasa de interés de corto plazo entre $t - 1$ y $t + 1$ es no negativa” se reduce a 12 el número de casos.

Los autores concluyen que:

1. pese a las diferencias metodológicas mencionadas anteriormente, algunos resultados son comunes en casi todos los estudios;
2. existe evidencia, en casi todos los estudios, que las consolidaciones fiscales muestran características nokeynesianas;
3. las consolidaciones que inducen a reducciones permanentes (“exitosas”) en la deuda tienen más probabilidades de ser expansivas;
4. se observa en las consolidaciones expansivas una aceleración del consumo privado y de la inversión empresarial;

5. el ambiente político es importante en el desarrollo de las consolidaciones fiscales. Particularmente las políticas monetarias, de tipo de cambio y salariales, que acompañan las consolidaciones, pueden afectar significativamente el impacto del ajuste fiscal en el crecimiento (European Commission, 2003: 145).

De cualquier forma, esta misma fuente señala:

pese a los estudios empíricos de corte transversal de varios países, el conjunto arroja luces sobre varios aspectos de la consolidación fiscal que debe ser interpretado con precaución por diversas razones. Primero, existen problemas en la medición y definición de los episodios de consolidación fiscal. En particular, confiar en las tendencias basadas en el déficit tiende a excluir reformas fiscales con impacto limitado en el balance presupuestal corriente, aunque con alto efecto sobre las finanzas públicas de largo plazo, como son los fondos de pensiones. Segundo, el análisis empírico existente, frecuentemente, no considera correctamente los factores relevantes, como son los desarrollos de la política monetaria y del tipo de cambio, que contribuyen a modelar los vínculos entre la consolidación fiscal y la actividad económica. Tercero, cuando se interpretan los vínculos entre la política fiscal y la actividad económica debe tomarse en cuenta aspectos simultáneos. No sólo la consolidación fiscal afecta el crecimiento del producto, sino también el crecimiento actual y esperado afecta el balance presupuestal, así como las decisiones de los hacedores de política. Finalmente, existe una posibilidad que los resultados sean producidos, hasta cierto punto, por una selección muestral que presenta problemas de sesgo. La mayoría de los episodios de consolidación fiscal, una vez iniciados, abortan tempranamente por las consecuencias adversas del crecimiento y, por definición, no se encuentran en las muestras de estudios transversales.

ALGUNAS CONSIDERACIONES
KALECKIANAS Y KEYNESIANAS

AUNQUE existen muchas interrogantes sobre los argumentos de la consolidación fiscal, en el contexto de este trabajo, sólo se analizan dos argumentos que se consideran centrales. El primero está relacionado con los argumentos que el déficit presupuestal debe evitarse porque crean deudas insostenibles y, en cierta etapa, el déficit debe disminuirse para impedir que la proporción deuda-PIB se salga fuera de control. Se reconoce que el déficit presupuestal puede aparecer en alguna fase del ciclo de negocios. Durante la recesión, el déficit presupuestal actúa como estabilizador automático y limita el periodo de duración de la recesión. En el auge, el superávit presupuestal puede desplegarse, actuando nuevamente como estabilizador automático que, además, afecta la magnitud del auge. Una de las expresiones más recientes aparece cuando un gobierno enfrenta una restricción presupuestal intertemporal, tal que el valor de la posición presupuestal presente y futura, tomadas en conjunto, con la deuda inicial en circulación, se iguale a cero (véanse, entre otros, Blanchard y Fischer, 1989; Buitert, 2001). Efectivamente, la posición promedio del balance debe estar en equilibrio.

Esta idea señala que en el largo plazo el déficit presupuestal es insostenible, debido a que el déficit de un año incrementa la deuda pública e induce a mayores pagos de intereses en el futuro. La continuidad del déficit presupuestal primario (que excluye el pago de intereses) implica el aumento de los pagos por intereses y mayor endeudamiento para cubrir dichos pagos intereses y continuar con el déficit primario. Pese a que el déficit presupuestal sea creciente (cuando se incluye los pagos por intereses) y aumente la deuda pública, su relación con el PIB depende del crecimiento de la economía, al igual que del nivel de las tasas de interés. Domar (1944: 822) ofreció un análisis temprano de este tema y señaló que “el problema de la carga de la deuda es esencialmente un problema de cómo lograr un creciente ingreso nacional”. Empero, cuando introdujo variables numéricas a variables clave como la

tasa de interés, éstas tuvieron valores alrededor del 2 y 3 por ciento. Kalecki (1944) argumentó que una creciente deuda nacional no constituye una carga sobre el conjunto de la sociedad porque gran parte de ella es una transferencia interna, más aún, señaló que una economía en expansión no, necesariamente, crece la proporción de deuda a ingreso, si es suficientemente alta la tasa de crecimiento. Pero en el caso que exista una creciente proporción de deuda con respecto al ingreso (y, por tanto, de los pagos de intereses con respecto al ingreso) Kalecki (1944: 363) aboga por un impuesto anual sobre el capital. Éste podría ser cargado a las empresas o a los individuos que deberían cubrir los pagos por intereses sobre la deuda, sin afectar “ni el consumo de los capitalistas ni la rentabilidad de la inversión”.

Es conocido que un déficit presupuestal primario continuo equivalente a una proporción d del PIB puede generar una proporción de deuda con respecto al PIB que se establece en $b=d/g-r$ (donde g es la tasa de crecimiento de la economía y r es la tasa de interés, ambos en términos reales o nominales). De suponerse que la deuda en circulación del sector público es D , el déficit presupuestal es dD/dt y, este es igual a $G + rD - T$, donde r es la tasa de interés después de impuestos sobre la deuda pública, G es el gasto gubernamental (distinto a los pagos de intereses) y T los impuestos (distintos a los obtenidos por las recepciones de intereses estatales). Si, Y es el ingreso nacional, tenemos:

$$d(D/Y)/dt = (1/Y) dD/dt - (D/Y)(1/Y) .dY/dt = \\ (G + rD - T)/Y - (D/Y) g$$

La proporción de la deuda con respecto al ingreso se incrementa (disminuye) si $(G - T)/Y > (<) (D/Y)(g - r)$. A partir de estas relaciones, es evidente que la estabilización de la proporción de la deuda con respecto al ingreso (con un déficit primario dado) requiere que $g > r$.

De manera similar, un déficit continuo de d' (incluye los pagos por intereses) provoca la proporción de deuda con respecto al PIB se establezca en d'/g , donde g está valuada en términos nomina-

les. Sin embargo, esto implica que $b + rd = gd$, *i.e.* $b = (g - r)d$ y, por tanto, si g es menor que r , el déficit presupuestal primario será negativo (*i.e.*, el presupuesto primario es superavitario).

Sin embargo, el déficit presupuestal relevante para el nivel de demanda agregada, es el balance presupuestal total en vez del déficit (o superávit) primario. A medida que se requiera que el déficit presupuestal absorba los excesos de ahorro privado sobre la inversión, se vuelve relevante el déficit presupuestal total (véase más adelante para mayores especificaciones). Los pagos por intereses de los bonos son pagos de transferencias que se acumula para el agente que recibe el ingreso y es similar, en varios aspectos, a los otros pagos. En términos de sustentabilidad de un déficit fiscal, la condición de “financiamiento funcional” se logra fácilmente (cuando el crecimiento requerido es positivo).

Si el déficit presupuestal (de un tamaño determinado en proporción al PIB) se mantiene por algunos años, es evidente que aumentara el pago de intereses y, aparece como si el pago por intereses se “desplazara” a otras formas de gasto público y/o mayores niveles impositivos. De cualquier manera, en el caso que el déficit relevante sea el déficit presupuestal total, un déficit constante (en relación al PIB) inducirá a una proporción deuda-PIB que converge a la proporción déficit-tasa de crecimiento nominal.

El segundo punto relevante se relaciona con la evaluación de episodios de consolidación fiscal. La literatura señala la existencia de casos exitosos y no exitosos. Un episodio de consolidación exitosa supone dos elementos. Primero, el plan para reducir el déficit fiscal se lleve efectivamente a cabo y, segundo, que la consolidación fiscal genere un incremento en el producto y/o empleo. La identidad de la contabilidad nacional establece:

$$(S-I) + (T-G) + (Q-X) = 0 \quad (1)$$

donde, S es el ahorro, I es la inversión (privada), T son los ingresos tributarios, G es el gasto gubernamental, Q son las importaciones y X las exportaciones. A partir de ello se deriva:

$$\Delta(T-G) = \Delta(I-S) + \Delta(X-Q) \quad (2)$$

por consiguiente, la implementación de un recorte del déficit presupuestal requiere de la combinación de mayores $(I-S)$ y $(X-Q)$. La literatura indica que la implicación sobre la consolidación fiscal es una caída del déficit presupuestal (y, por tanto, en la tributación futura) estimula el gasto doméstico, incrementa la inversión y el consumo (y, presumiblemente, reduce los ahorros). En caso que el gasto de inversión y el consumo no respondan positivamente, no cambia el nivel del déficit presupuestal y la consolidación fiscal fracasará. Por consiguiente, la consolidación fiscal será exitosa (*i.e.*, menores montos de déficit presupuestal) sólo si el sector privado responde positivamente, lo cual significa, en términos generales, que la demanda agregada no se modifica. Se supone que existe una tendencia construida internamente, en el sentido que una consolidación fiscal exitosa debe impedir un descenso en la demanda, mientras que casos no exitosos van acompañados de caídas en la demanda.

La visión presente en la ecuación (2) también puede ser interpretada como indicativa de la naturaleza endógena del déficit presupuestal en el siguiente sentido. El gobierno puede especificar las intenciones de gasto (que pueden o no llevarse a cabo), establecer ciertas proporciones del ingreso para la seguridad social y fijar las tasas impositivas, sin embargo, el déficit presupuestal resultante dependerá del nivel de ingreso obtenido. A su vez, el nivel de ingreso estará función de la demanda agregada privada. La consolidación fiscal puede parecer exitosa si coincide con un auge en la demanda interna o externa. Por consiguiente, el análisis de los episodios de consolidación fiscal requiere verificar si existieron iniciativas políticas relacionadas a estos objetivos que pudieron estimular la demanda privada (*v.gr.*, modificaciones en el tipo de cambio, en la tasa de interés). Las políticas de reducción del déficit presupuestal difícilmente se introducen de manera aislada, más bien son parte de un conjunto de medidas (que implican frecuentemente políticas de ingreso y tipo de cambio). Mas aún y, de manera particular, en los países analizados más adelante que se

distinguen por ser economías pequeñas, la demanda puede estar altamente influida por la demanda mundial, lo cual puede evolucionar, independientemente de la economía local.

El cálculo convencional del déficit presupuestal incluye los pagos por intereses en relación a la deuda pendiente y no hace concesiones por cambios en el valor de la deuda pendiente. En periodos inflacionarios la tasa de interés es mayor que en periodos con menor tasa de inflación, aunque el valor real de los bonos gubernamentales disminuye por las mayores tasas de inflación. A partir de lo anterior, puede argumentarse que la medida apropiada del déficit presupuestal debe ser ajustado en términos de inflación, lo cual permitiría la disminución del valor real de los bonos gubernamentales. Aun con bajos niveles de inflación, el ajuste puede ejercer un impacto significativo sobre la percepción del tamaño del déficit presupuestal. Por ejemplo, un país con una proporción deuda pública-PIB de 60 por ciento y un 2 por ciento de inflación, podría tener un déficit presupuestal, en términos reales, 1.2 por ciento menor que el déficit presupuestal obtenido en términos nominales.

La consolidación fiscal no es un evento aleatorio. Es conocido que el déficit aumenta en periodos de recesión, a través de la operación de estabilizadores automáticos y/o política fiscal discrecional. En general, las economías se recuperan de las recesiones y, por tanto, un periodo de recesión, generalmente, es seguido por un auge. El déficit de la recesión puede desencadenar políticas de consolidación fiscal y ser seguidos por un periodo de auge. Por tanto, la pregunta relevante es en qué medida la extensión de la consolidación puede verse como precursora del auge.

ALGUNOS EPISODIOS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

EN LA LITERATURA de consolidación fiscal, un buen número de episodios generalmente (aunque no de forma universal) se identifican con la definición de consolidación fiscal exitosa. En este contexto, el éxito implica que el intento de reducción del déficit se logró y hubo un mejor desempeño económico (en términos de desem-

pleo y crecimiento del producto). En esta sección nos proponemos examinar algunos episodios de “consolidación fiscal exitosa” para investigar si realmente fueron exitosos y, específicamente, si existieron otros cambios importantes, distintos a la consolidación fiscal, que pudieran contribuir a un mejor desempeño económico (y, también, como anteriormente se argumentó, reducir el déficit presupuestal). Se expondrán tres casos de países europeos en los años de 1980: Dinamarca, 1983-1986; Irlanda, 1987-1989, y Portugal, 1984-1986.

Dinamarca, 1983-1986

El conjunto de medidas de austeridad fiscal asociadas a los años de 1983 y 1986 fue precedido por anteriores intentos de austeridad fiscal que fracasaron, debido a que no redujeron el déficit presupuestal ni indujeron de mejores desempeños económicos. En agosto de 1978, el gobierno entrante anunció un programa económico con la intención de reducir el déficit fiscal. Allí se incluyó un nuevo impuesto sobre las ganancias de capital, seguido casi inmediatamente por un incremento en el IVA de 18 por ciento a 20.2 por ciento, así como por una contracción en los precios y el ingreso. En junio de 1979 se introdujo un conjunto de medidas cuyo objetivo fue mejorar el desequilibrio externo que incluían aumentos en los impuestos indirectos (principalmente del sector energético) y reducciones del gasto del gobierno central. En diciembre de 1979 se introdujo un paquete mayor de medidas, las cuales comprendieron políticas fiscales y de ingreso. Por el lado del ingreso, se excluyeron los costos energéticos del índice regulador de salarios; mientras que las políticas fiscales llevaron a aumentar de los impuestos personales y empresariales. Adicionalmente, se devaluó el krone en dos ocasiones, durante 1979. En septiembre, la revaluación del marco alemán dentro del Sistema Monetario Europeo –EMS, por sus siglas en inglés– (inició operaciones en marzo de 1979) provocó la devaluación del krone en 4.8 por ciento con respecto al marco y 2.9 por ciento respecto otras monedas

del EMS. Ello fue seguido, en noviembre, por una devaluación unilateral de 4.8 por ciento (respecto a las monedas del EMS).

Entre 1980-1981 se mantuvo una política fiscal restrictiva con crecientes aumentos en el IVA (de 20.3 por ciento al 22 por ciento) y, en los impuestos directos e indirectos (principalmente sobre los energéticos). Estas políticas fueron acompañadas por una reducción planeada del gasto público (4.5 por ciento). A pesar de ello y, en contraste con los objetivos enunciados anteriormente, se introdujo un número de medidas destinadas a estimular la actividad del sector de la construcción y la vivienda, que comprendieron la flexibilización de las restricciones sobre los préstamos hipotecarios y cambios legales de las instituciones hipotecarias y de crédito. El tipo de cambio efectivo se depreció en 15.3 por ciento durante el periodo de 1979-1982. En su momento, la secretaría de la OCDE estimó que la media del rezago de los cambios de competitividad en el volumen de exportaciones era de dos años, con el efecto total agotado en cuatro años.

El programa económico de la minoría gobernante entrante (liberales, conservadores y centrodemocráticos) anunciado en octubre de 1982 como el “paquete de estabilización” de mediano plazo, marcó el inicio de lo que se ha denominado como un episodio exitoso de consolidación fiscal. Los objetivos generales de la política enfatizaron la necesidad de mejorar la competitividad (precios) para reducir el desequilibrio externo y restaurar las bases de un renovado crecimiento y mayor empleo de largo plazo. Aunque estos propósitos estuvieron en línea con los paquetes económicos se modificó la combinación de políticas. El mejoramiento de la competitividad externa se debía lograr mediante la moderación de los precios domésticos y mejoras en los costos y no mediante devaluaciones. Se esperaba que:

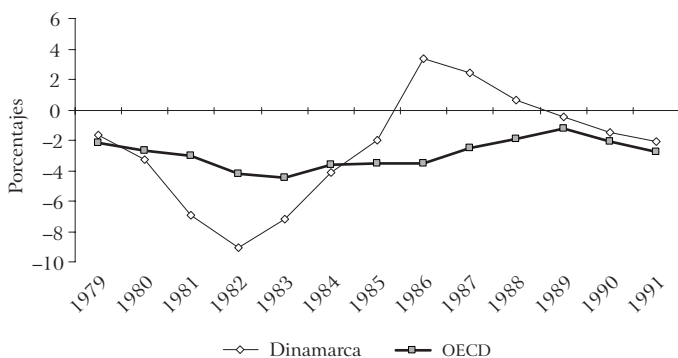
1. La política de ingreso desempeñara un papel importante.
2. La reducción del déficit presupuestal tuviera un efecto central en la promoción de una eficiente asignación de recursos.
3. La restricción del gasto público reduciría la demanda doméstica.

Por consiguiente, el paquete de estabilización incluyó tanto políticas fiscales y de ingreso. La política de ingreso más significativa fue la suspensión del sistema de indexación salarial en 1985 (derogado en 1986). El incremento salarial en el sector público fue limitado a 4 por ciento por año y, utilizado como referencia, en las negociaciones salariales del sector privado (el gobierno señaló que implementaría reducciones impositivas si los contratos salariales privados se realizaban con los criterios anteriores).

El comportamiento del déficit presupuestal se muestra en la gráfica 1 e incluye datos para la OCDE, con fines comparativos. Entre 1982 y 1986 existió un “cambio” masivo de la composición presupuestal del gobierno: la posición financiera general del gobierno pasó de un déficit de 9.1 por ciento del PIB en 1982 a un superávit de 3.4 por ciento (*i.e.*, un “cambio” de 12.5 por ciento respecto al PIB); el déficit primario pasó de 6.5 por ciento del PIB a un superávit de 8.5 por ciento (un “cambio” de 15 por ciento del PIB). Los pagos de intereses sobre la deuda incrementaron de 2.6 a 5.1 por ciento del PIB, pese a las caídas en las tasas de interés durante el periodo (las tasas de interés de largo plazo disminuyeron de 21.4 por ciento en 1982 a 10 por ciento en 1986). La disminución en las tasas de interés fue parte del descenso global de las tasas de interés durante la primera mitad de los ochenta.

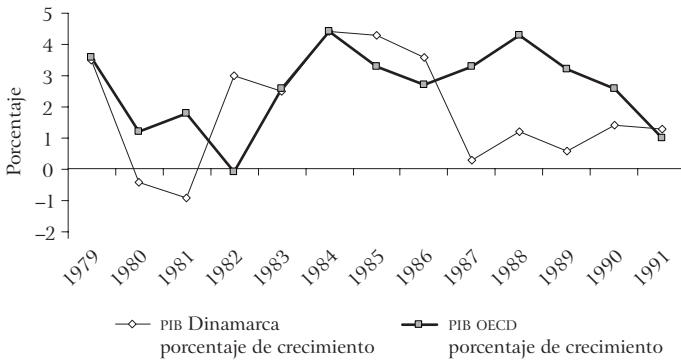
GRÁFICA 1

DINAMARCA Y OCDE: PRESUPUESTO GUBERNAMENTAL SUPERÁVIT/DÉFICIT COMO PORCENTAJE DEL PIB, 1979-1991

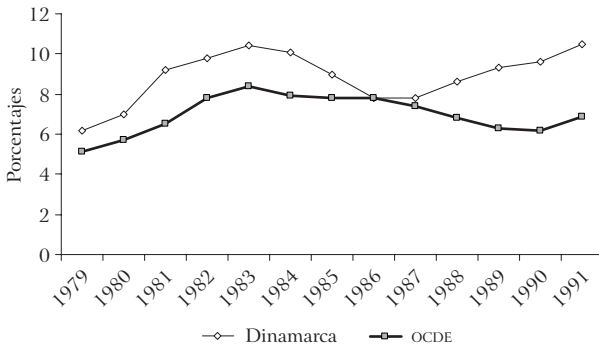


El cálculo del déficit presupuestal se hizo en términos nominales, sin considerar la inflación, ni sus efectos de la inflación sobre el valor real de la deuda gubernamental (que es un activo para el sector privado que posee dicha deuda). Si se considera la inflación aparece una visión diferente sobre el déficit presupuestal. Un calculo rápido usando la tasa de inflación por la deuda gubernamental pendiente para estimar la disminución del valor real de la

GRÁFICA 2
DINAMARCA Y OCDE: TASA DE CRECIMIENTO REAL PIB,
1979-1991



GRÁFICA 3
DINAMARCA Y OCDE: DESEMPLEO, 1979-1991
(Porcentaje)



deuda gubernamental, indica que el gobierno danés tuvo un superávit la mayor parte de los años de la década de los ochenta; alcanzando en 1982, el mayor déficit, en términos reales que, sólo ascendió a 2 por ciento en relación al producto.

Las gráficas 2 y 3 (que nuevamente incluyen los datos de la OCDE, con fines comparativos) muestran el crecimiento del PIB y la tasa de desempleo en Dinamarca. El éxito de la consolidación fiscal en términos de crecimiento económico depende claramente de la interpretación de la experiencia de 1984-1986 y del posterior desempeño económico. La focalización en 1984-1986 podría explicar parte del éxito (aunque el conjunto de las economías de la OCDE presentaron un mayor crecimiento económico en esos años, en comparación a los años previos), empero la observación en los años subsecuentes indica un comportamiento deteriorado en relación con los años anteriores y, en comparación al resto de los países de la OCDE. El desempleo disminuyó entre 1984 a 1986, aunque posteriormente aumentó.

Debe resaltarse que Dinamarca es una economía relativamente pequeña (al igual que los dos ejemplos que se presenten más adelante). Por consiguiente, deben tomarse en cuenta los efectos de la economía mundial en el crecimiento y en el desempleo. Sin embargo, en el caso de Dinamarca, las gráficas de crecimiento de las exportaciones e importaciones, así como de la balanza comercial para el periodo comprendido entre 1982 y 1986, no sugieren la existencia un efecto reflacionario importante del sector externo. Entre 1982 y 1986, las importaciones crecieron más rápido que las exportaciones e incrementó el tipo de cambio efectivo. Se deterioró la posición de la cuenta corriente, pasando de un déficit de 4 por ciento del PIB en 1982, 2.1 y 3 por ciento en 1983 y 1984, respectivamente. Este aumentó a 4.5 y 5.5 por ciento en 1985 y 1986, respectivamente.

El mayor estímulo a la demanda provino de la inversión privada. Los datos (nuevamente del conjunto de la OCDE para fines comparativos) de la variación anual de la inversión se muestran en el cuadro 1. El consumo creció fuertemente en 1985 y 1986, empero, en los 12 años comprendidos entre 1979 a 1991, el crecimiento del consumo osciló alrededor del 10 por ciento. O sea, el

crecimiento del gasto en consumo en ese periodo puede explicarse fundamentalmente por el auge de 1985 y 1986.

CUADRO I
VARIACIÓN PORCENTUAL DE LA FBKF
EN DINAMARCA Y LA OECD

	<i>% de variación del FBKF de Dinamarca</i>	<i>% de variación de la FBKF de la OCDE</i>
1979	-0.4	4.8
1980	-12.6	-1.6
1981	-19.2	0.5
1982	7.1	-4.5
1983	1.9	1.6
1984	12.9	7.6
1985	12.6	4.4
1986	17.1	2.5
1987	-3.8	4.6
1988	-6.6	7.2
1989	1.0	4.7
1990	-1.7	2.5
1991	-5.7	-2.5

Cálculo con base en Economic Outlook, ERCDM varios años.

La tasa de interés danesa disminuyó significativamente, siguiendo el comportamiento del resto de las tasas de interés en los demás países, lo cual pudo haber tenido efectos favorables sobre la inversión.

Desde esta perspectiva, Dinamarca aparece como un caso de “consolidación fiscal” que tuvo un movimiento desde una posición presupuestal deficitaria hacia una posición superavitaría, acompañado de un crecimiento económico relativamente rápido y un descenso en el desempleo. La posición externa no parece haber contribuido mucho. Sin embargo, en el periodo previo a esta consolidación fiscal, aparentemente exitosa, hubo una consolidación fiscal que fracasó en el sentido de que los intentos de reducción del déficit fiscal no condujeron a una disminución efectiva de éste. Asimismo, el rápido crecimiento de la inversión y, en menor medida del consumo, se concentró en 1985 y 1986. Desde esta perspectiva

puede argumentarse que la consolidación fiscal indujo a un incremento en el gasto de la inversión y el consumo como “una de las respuestas” a la consolidación fiscal. Pero ello debería ser seguido por un crecimiento continuo del gasto de consumo e inversión, aunque fuera a una tasa normal. En el caso de Dinamarca, tanto el gasto de inversión como de consumo cayó antes de la consolidación fiscal y, posteriormente, volvió a caer, de tal manera que el nivel de gasto de consumo creció al 1 por ciento durante los años ochenta y la inversión fue menor al final de la década, comparada con los primeros años de los ochenta.

Irlanda, 1987-1989

Durante la década de los setenta las autoridades irlandesas desplegaron una política agresiva de expansión fiscal que provocó un persistente déficit gubernamental (promedio de 7.1 por ciento del PIB durante 1970-1980) seguido por un incremento en la deuda pública (alcanzó 71.3 por ciento del PIB en 1980 contra un promedio de 42.2 por ciento en la OCDE). Las autoridades intentaron consolidar ese déficit, pero en los dos años previos a 1981, la política fiscal continuó siendo expansiva, provocando un mayor aumento en el déficit gubernamental. Adicionalmente, los crecientes déficit de la cuenta corriente indujeron mayores niveles de deuda externa e inflación, que alcanzó 20.4 por ciento en 1981.

Entre 1981 y 1986 algunos gobiernos intentaron corregir estos “desequilibrios”. Se llevaron a cabo profundos ajustes a la inflación (pasó de 20.4 por ciento en 1981 a 3.8 por ciento en 1986) y al déficit de la cuenta corriente (pasó de 13.4 por ciento del PIB en 1981 a 3.1 por ciento en 1986). Empero, ello se realizó a costa de una caída de la actividad económica doméstica (en 1982 y 1986 hubo un crecimiento negativo del PIB) seguido por mayores niveles de desempleo (en 1981 fue de 9.9 por ciento y en 1986, 17 por ciento). Los beneficios logrados por la menor actividad económica fueron mínimos en términos del menor déficit gubernamental. De hecho, el periodo se distinguió por persistentes déficit (alcanzó un promedio de 11.3 por ciento entre 1985-1986), con un aumento de la deuda pública (alcanzó 115.2 por ciento del PIB en 1986).

En 1983, el nuevo gobierno (con una fuerte posición en el parlamento) introdujo un presupuesto restrictivo para reducir los *requerimientos hacendarios* (como porcentaje del PIB) en alrededor del 3 por ciento. Ello debería lograrse, principalmente, a través de fuertes incrementos recaudatorios a medida que se proyectaba aumentar el gasto (como porcentaje del PIB), empero, a la postre, ello fue resultado de fuertes incrementos en la carga del servicio de la deuda. La tasa máxima de impuesto sobre el ingreso aumento de 60 a 65 por ciento, subió el impuesto al consumo, e incrementó en 5 por ciento las tasas mínimas y promedios del IVA (de 23 a 35 por ciento, respectivamente) y, por primera vez, se logró con amplitud el objetivo presupuestal en algunos años. En 1984, la política restrictiva continuó con una mayor reducción del déficit gubernamental. El plan nacional de mediano plazo, *Construyendo sobre la realidad: 1985-1987*, fue publicado en 1984. Allí se propuso una mayor consolidación fiscal, aunque el déficit presupuestal incrementó en 1985 y permaneció en el mismo nivel en 1986 (10.8 por ciento del PIB). La mayor parte del ajuste debió provenir de un menor gasto de inversión (reflejo, la culminación de importantes inversiones en el sector energético y de telecomunicaciones) y de restricciones a las remuneraciones y al nivel de empleo en el sector público. En los hechos, el gasto de capital disminuyó más de lo estimado. En 1985 el gasto corriente descendió por debajo del objetivo y, en 1986, se situó por encima, mientras que el ingreso fue menor que el estimado en ambos años. Un menor crecimiento del PIB que el esperado (negativo en 1986) y un mayor desempleo contribuyeron al fracaso de los objetivos, al igual que los hicieron los incrementos en las remuneraciones reales de los servidores públicos y en las transferencias sociales.

A las anteriores dificultades se sumaron los problemas experimentados en el periodo. Desde mediados de 1985 hasta el final de 1986, la libra irlandesa (miembro de la EMS) incremento en relación a la libra esterlina en alrededor de 20 por ciento y, dado que el Reino Unido era el principal socio de Irlanda, el tipo de cambio se apreció de forma significativa. Debido a que esto fue inconsistente con la previsión de la política y, dadas las consideraciones

sobre la inadecuada competitividad internacional (precios), se fortalecieron las expectativas de los mercados financieros respecto a la devaluación. Después de la fuerte debilidad de la libra esterlina, en julio de 1986, se reforzaron las expectativas negativas y, en agosto de 1986, se devaluó la libra irlandesa en 8 por ciento (respecto a todas las monedas del EMS). Las tasas de depósito de final de año se incrementaron en 3 por ciento, alcanzando 13.25 por ciento.

En 1987 tuvo lugar un fuerte desplazamiento en el énfasis de la política y se renovó la determinación de limitar el déficit gubernamental. Esto fue resaltado en el presupuesto de marzo de 1987 (anunciado en febrero, después de las elecciones) y reforzado en el Programa para la Recuperación Nacional (PNR, por sus siglas en inglés) que se anunció en octubre de 1987. El PNR (que fue llevado a cabo por el gobierno y “representantes del sector social”) comprendió tres años, hasta 1990, e incluyó objetivos de ajuste fiscal, evolución de los pagos, políticas de desarrollo sectorial, reforma tributaria y, en forma más general, objetivos de equidad social, definidos de la siguiente manera:

1. El principal objetivo del programa fue estabilizar la razón deuda nacional a PIB. Ello permitió una reducción de los *requerimientos crediticios hacendarios* entre 5 y 7 por ciento (del PIB).
2. Se estableció que el incremento del pago del servicio público no podía exceder 2.5 por ciento anual, para 1988, 1989 y 1990.
3. Como reconocimiento a la moderación del ingreso tuvieron lugar concesiones impositivas al ingreso personal, por un valor de 225 millones de libras irlandesas (durante los tres años).
4. El valor total de los beneficios del sistema de bienestar social se mantuvo y, a partir de 1988, se extendió la seguridad social a los campesinos y empleados por cuenta propia.
5. Se buscó reducir los niveles de inflación y tasas de interés.

Dado que la carga tributaria era una de las más altas de la OCDE (especialmente en los impuestos directos) el ajuste debería prove-

nir principalmente de las reducciones en el gasto. El presupuesto de 1987 incluyó un conjunto de reformas tributarias (*i.e.*, abrogación del impuesto al campo, reducciones al impuesto hipotecario en alrededor de 10 por ciento, y los intervalos tributarios dejaron ser indexados a la inflación) y disminuyó la proyección del gasto corriente (en términos del PIB) de 48.3 a 46.5 por ciento. También se proyectó una disminución en el gasto de capital (en términos nominales). El incremento significativo del PIB real (inducido principalmente por las exportaciones) provocó que el resultado obtenido fuese mejor que el anticipado, asimismo el superávit gubernamental se redujo a 8.5 por ciento del PIB.

El presupuesto de 1988 mantuvo una política fiscal restrictiva (en concordancia con los objetivos del PNR), cuya principal contribución fue reducir los *requerimientos crediticios hacendarios* por el recorte del gasto de capital en 200 millones de libras irlandesas que aceleró la tendencia a la baja de dicho rubro.

El presupuesto incluyó otras reformas como el ajuste impositivo a las concesiones de ingreso y las bandas (equivalente a una caída de 91 millones de libras irlandesas) y la autorización para el cálculo propio de impuestos sobre los ingresos de los trabajadores por cuenta propia y campesinos. Adicionalmente se introdujo contribuciones de seguridad social a estos sectores y aumentó en 3 por ciento al pago de seguridad social (pasó de 6 a 11 por ciento en los beneficios mínimos).

El resultado (en términos consolidados) fue superior a lo esperado y la mayor desviación provino de un aumento inesperado del ingreso impositivo. Se introdujo una “amnistía tributaria” diseñada para incrementar el pago de impuestos atrasados que aumentó la recaudación en 500 millones de libras irlandesas (se esperaba sólo 30 millones). Asimismo, la posibilidad de realizar cálculos impositivos por los campesinos y los trabajadores por cuenta propia mejoró la efectividad de la recolección de impuestos y el incremento de la actividad económica por encima de lo esperado, contribuyeron a alcanzar un objetivo por encima del ingreso proyectado.

Los resultados anteriores permitieron reducir los *requerimientos hacendarios* en 3.3 por ciento del PIB (contra un estimado del 7.8

por ciento). Ello significó que el objetivo de reducción de dicha tasa de entre 5 y 7 por ciento (incluida en el PNR) se logró antes de tiempo. En octubre de 1988 el gobierno publicó el *Libro de resumen de proyecciones y el programa de resumen de capital público de 1989*, donde se impusieron reducciones adicionales al gasto, que incluyeron una reducción de subsidios al transporte escolar en 18 por ciento, recortes en los programas de construcción de edificios escolares para la educación básica e intermedia en 21 por ciento, y un incremento en las cuotas universitarias en 5 por ciento. Las tasas de depósito continuaron disminuyendo (8 por ciento al final del año), la actividad económica doméstica permaneció relativamente robusta y, por primera vez, desde 1967 se registró un superávit en la cuenta corriente (aunque fue sólo de 0.2 por ciento del PIB).

Dado que el objetivo de reducción en la deuda gubernamental establecido en el PNR fue alcanzado en 1988, para 1989 se relajó ligeramente la restricción de la política fiscal, permitiéndose aumentos pequeños en el presupuesto del gasto corriente y capital (en términos nominales) y mayores reducciones en el ingreso tributario (equivalente a una caída de 110 millones de libras irlandesas). Nuevamente, el resultado fue mejor que el esperado en relación con el aumento del ingreso (reforzado por una actividad económica robusta). En marzo de 1989 el gobierno dio a conocer el Plan Nacional de Desarrollo 1989-1993, donde se delinearon las medidas estructurales que Irlanda se propuso implementar con apoyo del Fondo Estructural de la Comunidad Económica Europea. Estas medidas fueron:

1. Un programa de gasto de 9.1 billones de libras irlandesas (en un periodo de 5 años): 3.6 billones prevendrían del Estado, 3.35 billones de los Fondos Estructurales de la CEE y 2.144 billones del sector privado.
2. El gasto del sector privado incluía 1.8 billones de proyectos de manufactura.
3. El plan estimaba la creación de 35,000 nuevos empleos cada año (hasta al menos 1993).

Durante el periodo de 1986-1990, el déficit gubernamental cayó de 10.8 al 2.3 por ciento (como porcentaje del PIB), la deuda pública (beneficiada por reducciones de la tasa de interés) disminuyó de 115.2 a 97.4 por ciento (del PIB) y el desempleo descendió en 3.8 por ciento, logrando una tasa de 13.2 por ciento (aunque permaneció 6 por ciento por encima del promedio de la OCDE). Por su parte, la balanza de pagos mejoró significativamente por las prósperas exportaciones y las tasas de interés decrecientes.

Resumiendo, la OCDE (mayo de 1991) resaltó los siguientes puntos en relación con el desempeño económico del periodo:

1. Durante los primeros años de la recuperación el crecimiento fue impulsado por las exportaciones (reflejando la mejora del ambiente económico global) con claras divergencias entre las exportaciones y el crecimiento de la demanda interna.
2. Las exportaciones agrícolas fueron muy fuertes hasta 1990 (con una fuerte influencia de la Política de Agricultura Común) cuando fueron adversamente afectadas por la débil demanda de los mercados europeos.
3. A partir de 1989 el crecimiento económico estuvo basado por la expansión de la inversión física empresarial con fuertes componentes manufactureros (impulsado por un crecimiento robusto de los mercados de exportación y una mejora competitiva en los costos).
4. El consumo público disminuyó con un efecto creciente del consumo privado.
5. El aumento del ingreso disponible (beneficiado por el recorte de impuestos), la mayor confianza de los consumidores y el descenso de las tasas de interés (previo a 1989) permitieron incrementar el consumo privado.
6. El crédito al consumo aumento rápidamente en 1989 y disminuyó la proporción del ahorro.
7. La política de mediano plazo (contrario a la de corto plazo) y las mejores condiciones globales contribuyeron, significativamente, a incrementar el desempeño económico.

Una característica importante de la experiencia irlandesa fue el fuerte descenso del gasto gubernamental en relación al PIB, que pasó de 51 por ciento en 1987 a 48.2 por ciento en 1988 y 41.3 por ciento en 1989. En 1987 y 1989 hubo caídas anuales de 5 por ciento en el gasto gubernamental real. También hubo una especie de *boom* en la inversión en 1989 y 1990, aunque, en general, la inversión tendió a disminuir. La información para la inversión se encuentra en el cuadro 2 y la tasa de interés en Irlanda fue relativamente alta (alrededor del 10 por ciento) pese a tener una inflación de 2 y 3 por ciento. Hacia finales de los años ochenta, la tasa de interés alemana, también, fue alta (6 a 7 por ciento). Otro elemento favorable fue la entrada de Irlanda a Mecanismos de Tipo de Cambio (ERM, por sus siglas en inglés).

CUADRO 2
INVERSIÓN EN IRLANDA
(1982=100)
(Índices de inversión)

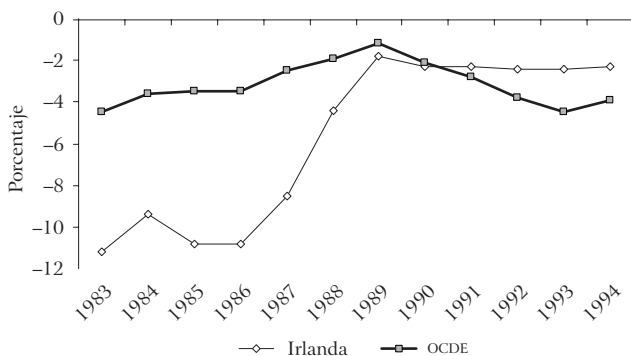
1982	100
1983	90.7
1984	88.4
1985	81.6
1986	79.3
1987	74.8
1988	73.6
1989	83.8
1990	93.1
1991	86.5
1992	83.8
1993	83.1
1994	89.2

Calculado con base en Economic Outlook, varios años, OCDE.

Los datos de la gráfica 4 claramente indican la reducción del déficit presupuestal de Irlanda entre 1986 a 1989. Después de la consolidación fiscal, el déficit presupuestal no se modificó (se mantuvo en alrededor del 2 por ciento del PIB) y la proporción

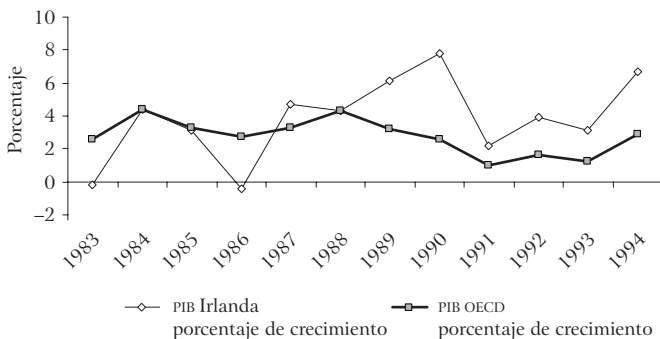
GRÁFICA 4

IRLANDA Y OCDE: PRESUPUESTO GUBERNAMENTAL SUPERÁVIT/DÉFICIT COMO PORCENTAJE DEL PIB, 1983-1994



GRÁFICA 5

IRLANDA Y OCDE: TASA DE CRECIMIENTO REAL COMO PORCENTAJE DEL PIB, 1983-1994

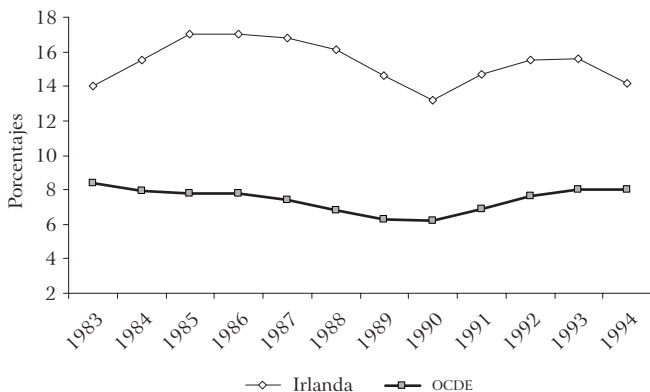


deuda-PIB cayó de 110 a 95 por ciento. A partir de 1988, en adelante, Irlanda experimentó un superávit primario.

El crecimiento inició desde 1989 y 1990 y el desempleo cayó alrededor de 3 puntos porcentuales (aunque permaneció en dos dígitos) (véanse gráficas 5 y 6).

Una característica notable de la economía irlandesa fue el auge de las exportaciones durante los años ochenta y noventa.

GRÁFICA 6
IRLANDA Y OCDE: DESEMPLEO, 1983-1994



En 1993, las exportaciones incrementaron, en términos reales, 2.5 veces con respecto a 1983, con una tasa de crecimiento anual de 9.5 por ciento. La cuenta corriente pasó de un déficit de 5.9 por ciento del PIB en 1983 a un superávit de 6.6 por ciento en 1993. Debido a que las exportaciones (e importaciones) representaron más del 50 por ciento del PIB, puede suponerse su efecto sobre el crecimiento. Las exportaciones se expandieron a finales de los años ochenta, aumentando de 51 a 61 por ciento del PIB.

Portugal, 1984-1986

En el periodo anterior a la revolución de 1974, el sector público desempeñó un papel relativamente reducido en la economía portuguesa. El gasto general del gobierno representó el 21.6 por ciento del PIB (aproximadamente 12 por ciento menos que el promedio de los países pequeños de la OCDE). Sin embargo, después de 1974 aumentó significativamente el papel del sector público en la economía. El sistema de bienestar social se expandió, incrementado las transferencias sociales (como porcentaje del PIB) de 4.8 por ciento en 1973 al 9.7 por ciento en 1982 (en términos de la OCDE

siguió siendo bajo, especialmente si se considera que es una economía pequeña); se reconocieron los derechos sindicales y se implementaron políticas de empleo e ingreso (especialmente en relación con la absorción de antiguos residentes de las colonias portuguesas). Adicionalmente se nacionalizaron algunas empresas, incluyendo la mayor parte del sistema financiero (bancos comerciales y compañías de seguros) así como algunas empresas de transporte y empresas industriales. El crecimiento del sector público productivo y no productivo contribuyó al incremento del gasto gubernamental en dicho periodo con aumentos de los subsidios y transferencias de capital.

La respuesta al mayor gasto de capital fueron crecientes tasas impositivas, con un crecimiento del ingreso menor al gasto, subsecuentemente aumentaron los *requerimientos crediticios* del gobierno. Adicionalmente, al aumento de la deuda pública (después de 1974) este país experimentó persistentes dificultades en la balanza de pagos, con un déficit de cuenta corriente mayor al 5 por ciento en relación al PIB, para cada uno de los años, del periodo 1974-1977, por tanto, la deuda externa también sufrió una tendencia ascendente. Con base en lo anterior, se introdujo para 1977-1978 un “programa de estabilización” (en acuerdo con el FMI). El principal objetivo del programa fue “restaurar el equilibrio externo” lo cual, teóricamente, debería lograrse mediante el deslizamiento-controlado (*crawling-peg*) del escudo portugués (después de una devaluación inicial en 1977), una política monetaria restrictiva (vía control crediticio y aumento de la tasa de interés), así como topes a los incrementos salariales. El equilibrio externo virtualmente se restauró en 1979, y el gobierno adoptó una política más expansiva, con incrementos del gasto gubernamental de capital y una política monetaria más expansiva. La demanda tuvo un aumento y, temporalmente, resurgió el crecimiento. Sin embargo, la inflación avanzó y la política económica tuvo como objetivo controlar los precios, aumentaron los subsidios a los alimentos y se desaceleró la depreciación del escudo (dentro del sistema de deslizamiento-controlado), estableciendo límites a los incrementos salariales. Pese a estas medidas, la inflación con-

tinuó con una tendencia alcista. La creciente inflación y la desaceleración (temporal) de la tasa de depreciación del escudo empeoraron la competitividad de precios, lo cual, aunado a la reducción de la demanda externa, indujo a una importante caída de exportaciones en 1981. Dado el crecimiento de las importaciones (estimuladas por la demanda interna) continuo deteriorándose la posición de la balanza de pagos, alcanzando en 1981 un déficit de cuenta corriente de 16.8 por ciento del PIB.

Asimismo, tuvo lugar un creciente desequilibrio entre el ingreso y el gasto gubernamental y, pese a las intenciones de reducir dicho desequilibrio, no se logró, debido a la dificultad de controlar el gasto público. Por ejemplo, el presupuesto de 1981 incluyó una prohibición sobre la contratación servidores públicos, se redujeron las transferencias a las familias (en términos reales) y cayeron las transferencias de capital a las empresas públicas. Estas medidas suponían bajar los requerimientos financieros totales del gobierno, empero ello no sucedió y el gasto público aumentó más rápido que el ingreso. Los *requerimientos financieros* ascendieron 147 billones de escudos (habiéndose proyectado 116 billones). Ello requirió promulgar un presupuesto complementario para afrontar la situación. Las políticas anunciadas en el presupuesto de 1982 (incluyendo el congelamiento de contracción del empleo público) y un límite de 15 por ciento a los incrementos salariales del sector público (*i.e.*, por debajo de la inflación) tuvieron más éxito, permitiendo reducir el déficit gubernamental a 7.7 por ciento del PIB (de 10.8 por ciento en 1981). Independientemente, el nivel de deuda pública y de la deuda externa crecieron de manera acelerada (el déficit de cuenta corriente fue de 11.7 por ciento del PIB en 1982) con un efecto fuerte en el servicio de la deuda por el aumento de la tasa de interés y la apreciación del dólar (y depreciación del escudo), lo cual, junto con la creciente inflación, impusieron mayores restricciones a la economía portuguesa.

A la luz de los “desequilibrios” internos y externos y pese a las amenazantes elecciones de abril, se implementaron un conjunto de políticas restrictivas a principios de 1983, que incluyeron incrementos menores, por debajo de la inflación, a los salarios

mínimos y los salarios de los servidores públicos, un aumento de 4 por ciento a la tasa de descuento (pasó de 19 al 23 por ciento) y subió la tasa impositiva a las importaciones. También devaluaron el escudo en 2 por ciento y aumentó la tasa de depreciación (en el sistema de deslizamiento-controlado) de 0.75 a 1 por ciento (mensual). Sin embargo, en junio de 1983, se adoptó una posición aún más restrictiva: el nuevo gobierno electo adoptó un “programa de emergencia de corto plazo”, nuevamente acordado con el al FMI. Los objetivos fueron:

1. Reducir el déficit de cuenta corriente de 3.2 billones de escudo en 1983 a 2 billones de escudos en 1983 y 1.25 billones de escudos en 1984.
2. Mantener el financiamiento externo a un nivel compatible con la reducción de la razón servicio de la deuda-ingreso externo. Con este propósito se impusieron controles al crédito externo.
3. Reducir el déficit público (definiendo ampliamente el déficit para incluir las empresas públicas).
4. Restringir el crecimiento del crédito doméstico (29.7 por ciento en 1983 y 22.6 por ciento en 1984).

El componente fiscal del programa tuvo como objetivo reducir el déficit público y, en el corto plazo, desacelerar la demanda interna. Por el lado del ingreso, tanto los impuestos directos e indirectos aumentaron y el gasto y la inversión fueron congelados temporalmente (hasta el 31 de agosto de 1983) y cayeron los subsidios a los alimentos. En adición a estas medidas, se devaluó el escudo en 12 por ciento y las tasas de interés aumentaron en 2 por ciento (alcanzado 25 por ciento) en agosto de 1983. El “programa de emergencia de corto plazo” estaba vinculado a un “programa de recuperación económica y financiera” de mediano plazo (2-3 años), cuyo objetivo era modificar el sistema financiero y mejorar la administración de las empresas públicas.

De forma prevista, estas políticas (y las que precedieron a principios de 1983) tuvieron un impacto significativo (negativo)

en la actividad económica durante 1983-1984 con una inflación (parcialmente impulsada por la devaluación del *escudo* en los años precedentes) de 28.8 por ciento en 1984 (contra un promedio de 8 por ciento en la OCDE). Aunque se redujo (en relación a los niveles de 1983), el déficit gubernamental continuó siendo alto (7.5 por ciento del PIB en 1985), pero el principal objetivo que fue restaurar el equilibrio externo se logró en 1985 cuando la cuenta corriente alcanzó superávit.

Al igual que en el periodo posterior al “programa de estabilización” de 1977-1978, la política económica se volvió expansionista, después de restaurarse el equilibrio externo en 1985. Durante este año, Portugal firmó el tratado de adhesión a la Comunidad Económica Europea (EEC, por sus siglas en inglés), siendo miembro desde 1o. de enero de 1986. Ello provocó la adopción del seguro de desempleo al sistema de seguridad social y el aumento a las remuneraciones al servicio público, a una tasa promedio de 22.5 por ciento (contra un 19 por ciento en 1984), el salario mínimo subió 23 por ciento (contra un 20 por ciento en 1984), la brecha de impuestos a profesionales se incrementó en alrededor de 30 por ciento, bajaron los impuestos al capital de 18 a 13 por ciento, y la tasa de descuento bajó en 6 por ciento (2 por ciento en agosto y 4 por ciento en noviembre). Otro elemento importante fue la suspensión del deslizamiento-controlado del escudo hasta abril de 1986, cuando se reintrodujo con un menor deslizamiento.

El IVA se introdujo el 1o. de enero de 1986 (condición previa para incorporarse a la EEC), y pese que ello generó una fuerte reducción en los impuestos indirectos, se proyectó un aumento, el ingreso fiscal por las expectativas de reducir la evasión fiscal. Esto, aunado al mejoramiento de la actividad económica doméstica y a las condiciones económicas globales favorables, permitieron al gobierno continuar con políticas expansionistas, manteniendo el objetivo de reducir el déficit público.

Por consiguiente, en 1986 aumentó el gasto de beneficio al desempleo y a los pensionados; asimismo, creció el salario mínimo y las remuneraciones al sector público, a tasas mayores que la inflación (17 y 16.5 por ciento, respectivamente). La inversión

pública se expandió rápidamente con una alta proporción de ayuda proveniente de la EEC, destinada al desarrollo del transporte, la educación, la salud, etcétera. Esta tendencia se mantuvo hasta 1987 con una mayor promoción de inversión pública, apoyo al consumo privado a través de mayores salarios reales y un freno a la curva de precios.

En contraste a la experiencia posterior del programa de 1977-1978, cuando se adoptaron políticas expansionistas, después del mejoramiento (temporal) de la balanza de pagos, esta renovada expansión productiva no fue seguida por un deterioro en el déficit gubernamental y de la cuenta corriente. La actividad económica repuntó debido al crecimiento real del PIB, impulsado por importantes aumentos en el consumo público y privado y fuerte crecimiento en las exportaciones que se mantuvo por encima del promedio de la OCDE, durante los años ochenta, con reducciones estables en el desempleo (4.2 por ciento en 1992 contra un promedio de 6.9 por ciento de la OCDE). A pesar de los temores que la balanza de pagos fuera a deteriorarse con la entrada a la EEC, el fuerte incremento de las importaciones fue neutralizado por crecimiento importante de las exportaciones, aunque la composición del sector externo cambió marcadamente con la integración. La proporción de los bienes manufacturados como porcentaje del ingreso por exportaciones incrementó de 69.9 por ciento en 1981 a 80.3 por ciento en 1990, lo cual implicó reducciones (como porcentaje del ingreso de exportaciones) en alimentos y bebidas y productos básicos. De cualquier manera, después de la entrada a la EEC (1986) se incrementaron fuertemente las importaciones de bienes manufacturados, especialmente en maquinaria y equipo de transporte (en concordancia con el incremento del gasto en infraestructura). Por su parte, la inversión extranjera directa desempeñó un papel importante en la economía portuguesa del periodo. Pese a lo anterior, aunque el déficit gubernamental se redujo en comparación a los niveles alcanzados en los años ochenta, permaneció relativamente alto y la deuda pública continuó aumentando.

Con base en lo expuesto, Portugal puede encontrarse en el límite de lo que se considera un episodio exitoso de consolidación fiscal. Si tomamos como inicio la firma de la carta de intención del FMI (mediados de 1983) se percibe que efectivamente bajó el déficit presupuestal, aunque se mantuvo por arriba del promedio de la OCDE (véase gráfica 7). Los efectos inmediatos, en términos de crecimiento, fueron negativos, en tanto el crecimiento fue de -2.0 por ciento en 1984, aunque después se recupera (véase gráfica 8). De manera similar el desempleo se redujo y estuvo por debajo de la meseta de la OECD (véase gráfica 9). Sólo en 1984 se redujo el crecimiento del gasto público (2 puntos porcentuales), lo cual está asociado a un crecimiento económico negativo. El cambio fue de una posición de déficit presupuestal primario de 4.7 por ciento del PIB a un superávit de 0.2 por ciento del PIB. La economía portuguesa se benefició de un mejoramiento sustancial de su posición comercial, apoyada por una importante depreciación del tipo de cambio (real y nominal) que indujo a un crecimiento sustancial en las exportaciones, como puede percibirse en el cuadro 3. Tomando en consideración el impacto de la inflación, nuestro cálculo de la posición presupuestal de Portugal, en términos

CUADRO 3

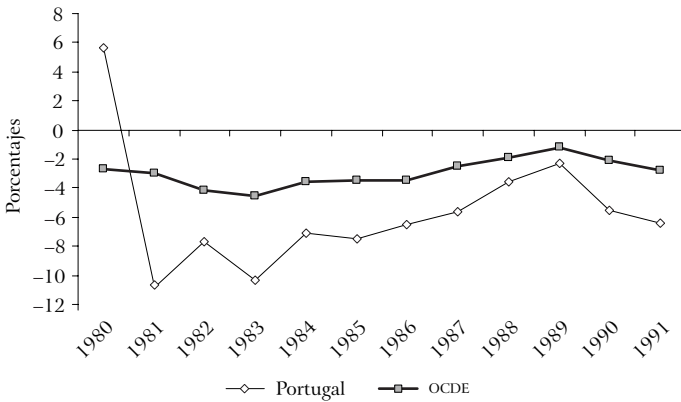
CRECIMIENTO DE EXPORTACIÓN E IMPORTACIÓN: PORTUGAL

	<i>Tasa de crecimiento de exportación</i>	<i>Tasa de crecimiento de las importaciones</i>
1980	2.2	6.9
1981	-4.4	2.3
1982	4.7	3.9
1983	13.6	-6.1
1984	11.6	-4.4
1985	6.7	1.4
1986	6.3	17.3
1987	10.6	20.2
1988	7.9	16.5
1989	13.3	7.9
1990	10.5	13.7
1991	0.5	5.4

Calculated from OECD, Economic Outlook, various issues.

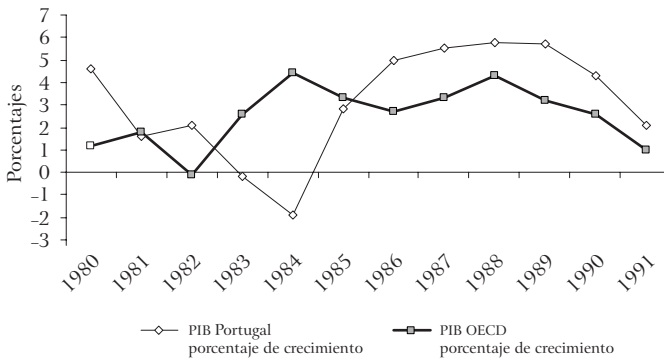
GRÁFICA 7

PORTUGAL Y OCDE: PRESUPUESTO GUBERNAMENTAL SUPERÁVIT/DÉFICIT COMO PORCENTAJE DEL PIB, 1980-1991



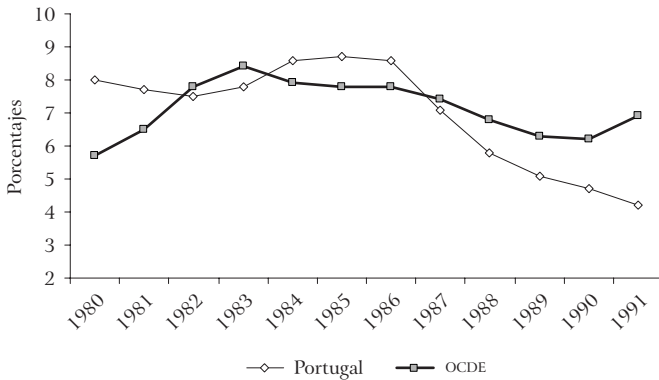
GRÁFICA 8

PORTUGAL Y OCDE: TASA DE CRECIMIENTO REAL DEL PIB, 1980-1991



reales, indica un pequeño déficit en 1980 y 1981 (siendo el mayor de 2.5 por ciento) que, posteriormente, se transformó a una posición de superávit (aumentando a cerca de 9 por ciento del PIB en 1984).

GRÁFICA 9
PORTUGAL Y OCDE: DESEMPLEO, 1980-1991



CONCLUSIONES

LOS TRES episodios de consolidación fiscal examinados en este trabajo muestran que la reducción del déficit presupuestal puede darse de manera conjunta con mejoras en el desempeño económico, aunque éstas, generalmente, fueron de corta duración.

Desde nuestra perspectiva, estos resultados no son sorprendentes porque estamos habituados a la idea que el crecimiento económico tiende a reducir el déficit presupuestal vía mayor recolección de ingresos impositivos. En el caso de episodios de consolidaciones fiscales vía reducción de déficit fiscales se concibe como un intento deliberado exitosos de reducción presupuestal. Sin embargo, el intento de reducir el déficit fiscal de manera exitosa debe estar acompañado por un aumento del déficit privado (inversión menos ahorro) y/o superávit en la cuenta corriente. Los episodios de consolidación fiscal examinados en este trabajo provinieron de economías pequeñas y comprendieron fuertes aumentos en las combinaciones de inversión y exportaciones, las cuales permitieron aumentar la producción y reducir el desempleo.

Argumentaremos que es difícil establecer si dichas reactivaciones en el ingreso y las exportaciones pueden ser atribuidas a

la consolidación fiscal. En general, creemos que la causalidad va desde aumentos de la inversión y las exportaciones hacia el declive de los déficit.

BIBLIOGRAFÍA

- BLANCHARD, O. y S. Fischer, *Lectures on Macroeconomics*, Cambridge, Mass, MIT Press, 1989.
- BUIJTER, W. H., “Notes on «A Code for Fiscal Stability»”, *Oxford Economic Papers*, 53(1), 2001, pp. 1-19.
- DOMAR, E.D., “The «Burden of the Debt» and the National Income”, *American Economic Review*, 34(4), 1944, pp. 798-827.
- EUROPEAN COMMISSION, “Public Finances in EMU-2000”, *European Economy-Reports and Studies* 3, Luxembourg, OPEC, 2000.
- , “Public Finances in EMU-2003”, *European Economy-Reports and Studies* 3, Luxemburgo, OPEC, 2003.
- KALECKI, M., “Three Ways to Full Employment”, en Oxford University Institute of Statistics, *The Economics of Full Employment*, Oxford, Blackwell, 1944.
- OECD, “Fiscal Sustainability: The Contribution of Fiscal Rules”, *Economic Outlook* 72 (4), 2002, pp. 117-119.

*El comportamiento de la inversión
en economías pequeñas y abiertas
y los desafíos para la política económica:
la experiencia mexicana***

INTRODUCCIÓN

LA ECONOMÍA mexicana ha atravesado por diversas fases de desarrollo y distintas organizaciones de producción, sin lograr el pleno desarrollo de sus fuerzas productivas, presentando en la última fase una situación particular.

Desde la apertura comercial (iniciada con la adhesión de México al GATT) las exportaciones manufactureras adquirieron mayor dinamicidad, lo cual, aunque no ocurrió, debería ser un reflejo de la creciente productividad de la industria, señalada como uno de los pilares del crecimiento económico vigoroso. Por el contrario, se acentuaron las características del atraso económico que son: mayor dependencia externa y creciente desigualdad en la distribución del ingreso, reflejada en mercados internos reducidos y alto desempleo de los factores productivos.

En el marco de este trabajo se busca mostrar que la economía mexicana mantiene las características del atraso estructural de las anteriores formas de producción (primario exportador y sustitución de importaciones) debido, entre otros elementos, a una fuerte dependencia externa, sector exportador desconectado del mercado interno, con reducido engrazamiento de proveedores nacionales especialmente de empresas nacionales (pequeñas y medianas) cuyo

* Profesora de tiempo completo de la Facultad de Economía, UNAM; correo electrónico: levy@servidor.unam.mx

** Este trabajo fue realizado en el marco del proyecto de investigación PAPIIT, "Políticas monetarias y crediticias para el desarrollo en economías con inflación estructural y oligopolio bancario".

principal efecto es la concertación del mercado ingreso, que limita el mercado interno.

En este marco de análisis se sostiene que las políticas generales de fomento a la inversión son insuficientes para promover el crecimiento de los gastos en acervos de capital fijo y captar el conjunto de su potencialidad sobre el ingreso. Se requieren políticas estatales sectoriales y selectivas que construyan un sector exportador dinámico en conjunto con políticas destinadas a ampliar el mercado interno.

Se divide este trabajo en cinco apartados. Después de esta introducción, en el segundo apartado, se analiza la evolución de la inversión para determinar los componentes más dinámicos del ingreso desde 1980 a la fecha. Allí se muestra que las exportaciones manufactureras (especialmente de los sectores más intensivos de capital) es la variable de mayor crecimiento, con la particularidad de que tienen baja capacidad de arrastre sobre la inversión y el ingreso; en el tercer apartado se discuten las razones del bajo gasto de inversión y su reducido impacto en el ingreso, resaltándose las limitaciones desiguales del sector financiero; las limitaciones del sector productivo y las particularidades de la inflación estructural. En el cuarto apartado se discuten algunas propuestas de política económica con base en la revisión de algunas experiencias exitosas del sudeste asiático y en el último, se presentan las conclusiones.

COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN EN MÉXICO EN EL PERIODO DE APERTURA COMERCIAL Y GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

EL COMPORTAMIENTO de la formación bruta de capital fijo en México en el periodo de desregulación comercial y globalización financiera, pese a mantenerse altamente relacionado al movimiento del ingreso, dejó de ser el elemento más dinámico del ingreso.

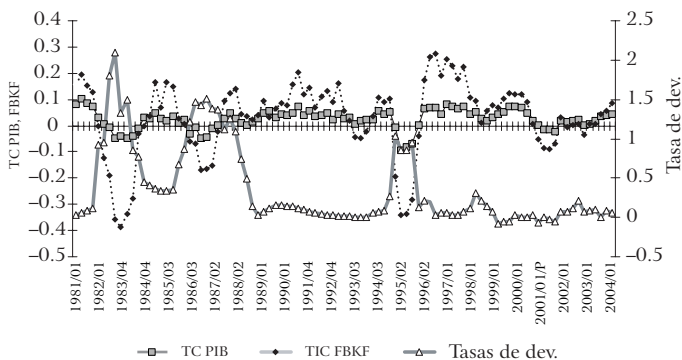
La pérdida del dinamismo de la inversión en los últimos cinco lustros se evidencia en coeficientes de inversión menores a los alcanzados en 1981 (24 por ciento), pese a la modernización económica que tuvo lugar.

En 1983, a raíz de las devaluaciones del año anterior, el coeficiente de inversión tuvo una fuerte caída y se mantuvo deprimido hasta 1989 (en promedio durante esos años alcanzó 15 por ciento).

La renegociación de la deuda externa en 1987 y la política de “pactos”, que ancló el tipo de cambio y redujo la inflación, desde 1989 indujo un crecimiento económico que reactivó el gasto de capital, incrementándose el coeficiente de la inversión alrededor de cinco puntos porcentuales, alcanzando entre 1990-1994 un promedio de 19 por ciento.

La crisis devaluatoria de 1994 provocó un nuevo descenso en el coeficiente de la inversión (14 por ciento en 1995) con la particularidad que, a partir de 1996, inició su recuperación, restableciéndose en 1997 el promedio imperante entre 1990-1994 (19 por ciento) que se mantiene a la fecha. A partir de lo anterior se establecen varias relaciones significativas (véase gráfica 1). Primero, existe una relación inversa entre el tipo de cambio y la inversión, con una causalidad que se origina en el primero (tipo de cambio).

GRÁFICA 1
EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO
DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO
Y LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
Y EL COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE DEVALUACIÓN

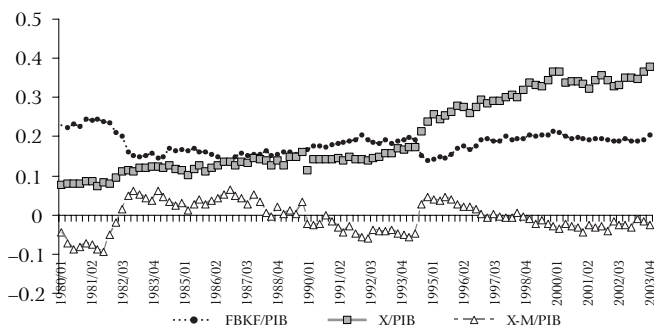


Ello implica que las devaluaciones del tipo de cambio no sustituyen bienes externos por nacionales y desencadenan fuertes

caídas en la formación bruta de capital. Inversamente, las revaluaciones del tipo de cambio están acompañadas por incrementos en el gasto del capital de origen importado. Segundo, la caída de la inversión tiene lugar en periodos relativamente breves y en volúmenes considerables, lo cual indica una alta elasticidad entre el gasto de inversión y el tipo de cambio, que puede explicarse con base en varios factores, entre los cuales destacan, la caída de la demanda interna en periodos posdevaluatorios por el fuerte impacto del efecto traspaso del tipo de cambio en los precios que reducen drásticamente el salario real y a la demanda interna, deprimiendo las ganancias esperadas. La tercera relación significativa es que la formación bruta de capital fija mantiene un movimiento paralelo al producto, indicándose con ello que la inversión es la variable que más incide en el crecimiento del producto.¹

Las exportaciones son otra variable clave para entender el crecimiento económico del periodo que, a partir de la devaluación de 1982, adquirieron una importancia creciente en el ingreso (véase gráfica 2) aunque su efecto de arrastre fue reducido.

GRÁFICA 2
EVOLUCIÓN DE LOS COEFICIENTES
DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO,
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES
CON RESPECTO AL PRODUCTO INTERNO BRUTO

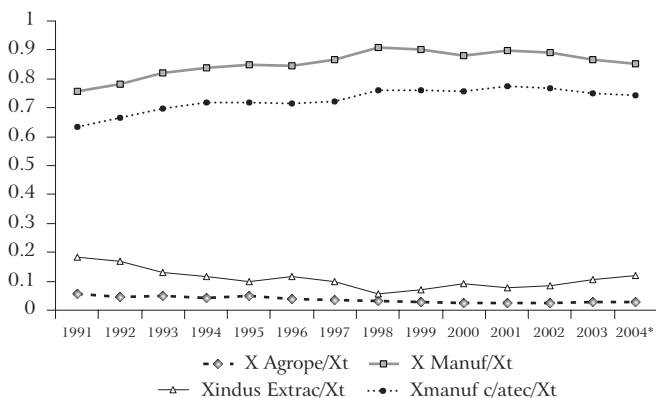


¹La teoría del acelerador de la inversión presenta el mejor ajuste para la economía mexicana entre 1960 y 1985 (véase Levy, 1991).

Desde 1982, el coeficiente de las exportaciones con respecto al producto interno bruto inicia un movimiento ascendente, aunque por debajo del coeficiente de la inversión, acentuándose esta tendencia a partir de la puesta en marcha del TLCAN. Específicamente, desde el primer trimestre de 1995, el dinamismo de las exportaciones con relación al PIB es mayor que el coeficiente de la inversión, volviéndose más dinámicas las exportaciones.

Al revisarse los componentes de las exportaciones encontramos que los de origen manufacturero presentan el mayor dinamismo, especialmente las de alto contenido tecnológico (*i.e.*, derivados del petróleo, petroquímica, química, productos de plástico y caucho, productos minerales no metálicos, siderurgia, minero-metalurgia, productos metálicos, maquinarias y equipos) (véase gráfica 3). Esta tendencia tiene lugar desde la década de los años ochenta y, en parte, se explica por la caída de la demanda interna (debido al drástico declive del salario real) y la apertura comercial (adherencia del México al GATT y al TLCAN). Ello indica que desde los ochenta, la industria mexicana inició un fuerte proceso de diversificación con altos componentes tecnológicos.

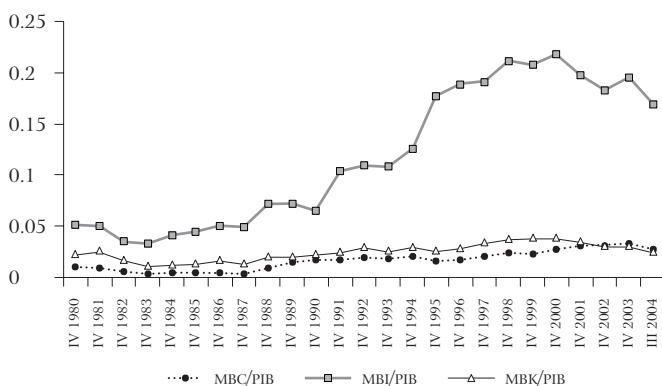
GRÁFICA 3
COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES,
SEGÚN SECTORES DE PRODUCCIÓN



* Datos hasta noviembre de 2004.

Las fuerzas contrarrestantes del crecimiento de las exportaciones con alto contenido tecnológico son el creciente déficit de la cuenta corriente (véase gráfica 2) y la composición de las importaciones. En la gráfica 4 se muestra que los principales rubros de crecimiento de las importaciones son los bienes intermedios, seguidos por los bienes de consumo, manteniéndose relativamente constante las importaciones en bienes de capital, lo cual, como veremos más adelante, se modifica cuando se analiza la composición de los bienes de capital.

GRÁFICA 4
COMPOSICIÓN DE LAS IMPORTACIONES
SEGÚN TIPO DE BIENES



La nueva composición de las importaciones refleja varios signos preocupantes del comportamiento de la economía mexicana. Primero, en periodos de crecimiento aumenta la presión sobre el déficit de la cuenta comercial; segundo, la demanda externa tiene un alto contenido tecnológico; tercero, las importaciones son inelásticas a las variaciones del tipo de cambio.²

Finalmente, la composición de la formación bruta de capital fijo por tipo de bienes y origen (véase cuadro 1) arroja resultados

² Moreno-Brid (2002: 46), encuentra que la elasticidad importaciones-ingreso se vuelve más rígida en el periodo de la desregulación económica, especialmente después del TLCAN, mientras la elasticidad exportaciones-ingresos incrementa drásticamente su sensibilidad.

interesantes. Primero, incrementa la composición del transporte, maquinaria y equipo en la formación bruta de capital fijo, lo cual induce a mayores niveles de productividad por trabajador y/o la apertura de sectores productivos con alta tecnología y baja la participación de la construcción residencial y no residencial en la formación bruta de capital fijo, que es esencialmente fuente de demanda de la fuerza de trabajo. Segundo, la principal fuente de crecimiento de los transportes, maquinarias y equipo es de origen importado, duplicándose dicho componente entre 1988 y 2003, lo cual incrementa la dependencia externa del crecimiento económico, generando una presión adicional sobre el balance externo de la cuenta corriente.

CUADRO I
COMPOSICIÓN DE LA FORMACIÓN BRUTA
DE CAPITAL FIJO POR TIPO DE BIENES Y ORIGEN
(Porcentajes)

	1988	1990	1992	1994	1996	1998	2000	2003
CRyCnR/FBKF	61	56	51	53	56	48	44	48
TMyE/FBKF	39	44	49	47	44	52	55	52
TMyEM/FBKF	14	18	24	26	25	30	35	33*
TMyEN/FBKF	25	26	25	21	20	22	21	20*

* Se refieren al año 2002.

CRyCnR/FBKF: Participación de la construcción residencial y no residencial en la formación bruta de capital fijo.

TMyE/FBKF: Participación del transporte, maquinaria y equipo en la formación bruta de capital fijo.

TMyEM/FBKF: Participación del transporte, maquinaria y equipo de origen importado en la formación bruta de capital fijo.

TMyEN/FBKF: Participación del transporte, maquinaria y equipo de origen nacional en la formación bruta de capital fijo.

Fuente: Elaboración propia con base en estadísticas de INEGI.

A partir del comportamiento de la inversión y la creciente importancia de las exportaciones e importaciones pueden formularse las siguientes hipótesis. En México, las exportaciones tienen un reducido poder de arrastre sobre la inversión, y el efecto multiplicador de la inversión sobre el ingreso es menor al potencial, explicada por la baja demanda interna, inducida por exiguos sa-

larios, resultado de la inflación estructural que se explica por la fuerte dependencia externa y un efecto magnificado del traspaso del tipo de cambio que, además, deteriora los términos de intercambio. A fin de argumentar nuestros planteamientos en el siguiente apartado se analizará el comportamiento de la inversión.

PLANTEAMIENTOS TEÓRICOS SOBRE LOS DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN CON APLICACIONES A PAÍSES EN DESARROLLO

EL COMPORTAMIENTO de la inversión en México, durante el periodo de desregulación comercial y financiera se puede entender con base en cuatro planteamientos.

Primero, la restricción financiera afecta principalmente a las empresas medianas y pequeñas relacionadas a la producción de bienes de consumo interno y a la producción de alimentos; segundo, el incremento del ingreso generado por las ventas externas (*i.e.*, principal elemento dinámico del ingreso) ha sido insuficiente para promover la inversión por la gran dependencia externa de la inversión y, en general de la producción, que trasladan al mercado externo los incentivos de la inversión; tercero, existe una desproporción entre el ingreso y la producción que reducen la capacidad del mercado interno, imponiendo un modelo de crecimiento con una distribución regresiva del ingreso; y cuarto, las especificidades latinoamericanas, particularmente la inflación estructural y el deterioro de los términos de intercambio, imponen mayores restricciones sobre el crecimiento de la inversión y reduce aún más su impacto sobre el ingreso.

La discusión sobre el comportamiento de la inversión se enmarca en el planteamiento que dicho gasto crea su propio ahorro y los bancos tienen la capacidad de proveer la liquidez necesaria para financiar los gastos productivos (Keynes, 1996), resaltándose que a partir de la globalización financiera tiene lugar un aumento en la liquidez (Minsky, 1991; y Chick, 1993).

A fin de abordar las interrogantes antes señaladas, este apartado se divide en tres secciones. En la primera, se argumenta que el incremento de la inversión está limitado de manera diferenciada

por restricciones de liquidez, lo cual reduce el impacto del multiplicador del ingreso. En la segunda sección, con base en el planteamiento de Steindl (1976), sobre los determinantes de la inversión, se resaltan los elementos que limitan el gasto de la inversión en los últimos cinco lustros; y, en la tercera sección, se discute la inflación estructural, asociada a la tesis del deterioro de los términos de intercambio.

Multiplicador del ingreso y variables financieras

El multiplicador del ingreso en conjunto con la capacidad de los bancos de emitir pasivos contra sí mismos, son los pilares básicos para explicar el crecimiento económico, el cual puede tener características estables, si está acompañado de un proceso de recolección de ahorro financiero o puede ser inestable, si domina la especulación en el mercado financiero.

Keynes, con base en el multiplicador del ingreso (inicialmente postulado por Khan), argumenta que un aumento del gasto de la inversión requiere de flujos financieros (créditos), que inducen a una mayor demanda de fuerza de trabajo (crece la masa salarial) e insumos materiales (sube el volumen de ganancias) y, dada una propensión marginal a consumir, aumenta el ahorro, que al recircularse al sector financiero, estabiliza el crecimiento de la inversión (Keynes, 1983).

Específicamente, si el precio de demanda (valor presente de los rendimientos futuros que se determina en el mercado financiero) es mayor que el precio de oferta (precio de reposición de la maquinaria que se define en el mercado real) y los bancos acomodan la demanda crediticia de las empresas, aumenta la inversión y el ingreso, expresado en mayores salarios y ganancias, con un efecto expansivo sobre el consumo y el ahorro, este último asumiendo la función estabilizadora del crecimiento.

Un elemento fundamental para que este círculo sea virtuoso (Davidson, 1986) es que las ganancias actualizadas de capital se mantengan constantes (rendimientos esperados y tasa de interés) y, especialmente, se evite movimientos descendientes del precio de

las acciones. Ello, de acuerdo con Keynes (1986) se logra mediante una política monetaria acomodaticia y la limitación del movimiento del capital especulativo (véase capítulo 12) que restringe el traspaso de las acciones.

Durante los últimos años, aunque el sistema financiero mexicano mostró una creciente profundización, fue afectada por diversas crisis financieras, que eliminaron por varios años los créditos bancarios a las familias y, particularmente a las empresas (los años ochenta y el periodo que 1995-2003), limitando el financiamiento externo a éstas.

Este proceso no afectó a las grandes empresas (bursátiles) porque su principal fuente de financiamiento proviene de las utilidades retenidas y los créditos de proveedores (Leyva, 2003), teniendo una baja presencia el financiamiento bancario, siendo prácticamente nula la importancia de la emisión de acciones. Además, se ha encontrado que las empresas acuden al mercado financiero, principalmente bancario, cuando tiene lugar una caída en las ventas, que provoca una reducción en los ingresos propios, con base en lo cual puede señalarse que demandan principalmente financiamiento para capital de trabajo (Espíndola, 2005).

Los resultados de la encuesta coyuntural del mercado crediticio arrojan reflexiones interesantes para el conjunto de las empresas mexicanas (véase cuadro 2).³ Primero, entre los años 1988 y 2004, todas las empresas, incluyendo las exportadoras y no exportadoras, con excepción de las triple A, señalan disponer de financiamiento de proveedores. Segundo, las empresas pequeñas y medianas son las que menos disponen de créditos bancarios, reconociéndose que existió un alto porcentaje que no utilizó crédito bancario, acentuándose para el caso de las pequeñas empresas (76 por ciento reportan no haber tenido acceso a crédito bancario).

Las razones por las cuales no se utilizaron los créditos fueron diversas, encontrándose entre los rubros más importantes el cos-

³Esta encuesta se inició en el año de 1988 y nosotros presentamos la información con base en promedios, porque no se observaron, a lo largo del periodo, cambios drásticos.

to del crédito, la incertidumbre sobre la situación económica y la renuencia de los bancos a realizar préstamos. Este último factor es el que presenta mayor variabilidad entre las diversas empresas, afectando en mayor medida a las instituciones más pequeñas (debemos resaltar que esperábamos encontrar mayores diferencias). Por su parte, el mayor rechazo de solicitudes de créditos la tienen las empresas pequeñas y no exportadoras, duplicando el monto con respecto a las demás estructuras productivas (véase cuadro 2).

Finalmente, llama la atención que el principal destino del crédito es el financiamiento del capital de trabajo, no presentándose fuertes diferencias entre las diversas estructuras productivas (véase cuadro 2), encontrándose en un alejado segundo lugar el financiamiento de la inversión (muy cercano a la reestructuración del pasivo), nuevamente sin presentar grandes diferencias entre los diversos tamaños de las empresas.⁴

Considerando los resultados anteriores puede aseverarse que los bancos no tienen planes crediticios de largo plazo que se adecuen a las necesidades de financiamiento de las empresas y las empresas pequeñas y medianas son las más discriminadas, lo cual explica su alta sensibilidad a los cambios de ingresos. Por consiguiente, dichas empresas (pequeñas y medianas) son las más afectadas por las crisis económicas. En este contexto, una política económica relevante sería encauzar el crédito bancario al financiamiento de la inversión, especialmente de las empresas pequeñas y medianas.

La limitación del mercado interno en los determinantes de la inversión

En este apartado se postulan dos planteamientos centrales sobre los determinantes de la inversión. Primero, las ventas y la intensificación del capital tienen un menor efecto sobre la inversión,

⁴El financiamiento de la inversión privada con base en recursos propios ha dominado en México, al menos desde el periodo de sustitución de importaciones (véase Levy, 2001).

<i>Destino del crédito bancario</i>	<i>Total</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Medianas</i>	<i>Grandes</i>	<i>AAA</i>	<i>Exportadora</i>	<i>No exportadoras</i>
Capital de trabajo	65.7	65.7	64.2	54.8	57.7	59.2	65.0
Inversión	14.1	14.1	13.6	15.0	11.9	14.6	13.9
Reestructuración de pasivos	12.0	12.0	11.6	14.6	17.2	13.3	12.2
Operaciones de comercio exterior	5.3	5.3	6.2	11.9	9.5	9.6	4.7
Otros propósitos	2.9	2.9	4.5	3.8	3.7	3.3	4.4
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.2
<i>Causas de la no utilización de crédito bancario</i>	<i>Total</i>	<i>Pequeñas</i>	<i>Medianas</i>	<i>Grandes</i>	<i>AAA</i>	<i>Exportadoras</i>	<i>No exportadoras</i>
Altas tasas de interés	28.8	27.2	30.1	30.2	30.4	28.6	29.6
Incertidumbre s/situación económica	18.1	17.8	18.5	18.2	23.2	18.3	18.5
Renuencia de la banca	16.3	18.0	14.9	14.2	13.9	16.5	16.2
Problema de reestructuración financiera	10.0	9.1	10.9	11.7	10.6	10.8	9.3
Rechazo de solicitudes	7.4	9.1	6.3	4.6	4.7	6.7	8.0
Problema de ventas	5.3	5.7	4.4	4.5	2.4	4.9	5.0
Problemas de cartera vencida	5.0	4.7	5.8	5.0	4.4	5.1	4.9
Problemas para competir en el mercado	4.8	4.9	4.4	5.3	3.6	4.8	4.6
Otros	4.5	3.5	4.6	6.4	6.8	4.5	4.0
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Elaboración propia con datos de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio del Banco de México.
Número de empresas encuestadas: 500.

bajo condiciones de apertura de mercado; segundo, bajos niveles de demanda de bienes de consumo (por incremento de ahorro o distribución desigual del ingreso) reducen la diversificación de la estructura entre los diversos sectores productivos (inversión y consumo) y los agentes, lo cual limita el impacto de la inversión sobre el ingreso.

Steindl: inversión y utilización
de la capacidad existente

El análisis sobre los determinantes de la inversión, refiriéndose al gasto de capital con innovaciones tecnológicas, se realiza a través de las ventas (realización de las ganancias). A nivel de la empresa, sus principales variables explicativas son el grado de utilización de la capacidad instalada, la tasa de apalancamiento, la intensidad de capital (con relación inversa a las ventas), la acumulación interna y el capital propio. La ecuación 1 resume este planteamiento.

$$s = u * I/k * g * C \quad (1)$$

donde s : ventas; g : tasa de apalancamiento; k : intensidad de capital; u : grado de la capacidad instalada; C : capital propio.⁵

La variable financiera (tasa de apalancamiento) tan importante para Keynes, está relacionada con la acumulación interna y, principalmente, con las perspectivas de ganancias. Si esta última es positiva, incrementa la relación *stock* de capital empresarial total con respecto al capital propio, financiándose el gasto productivo; e inversamente, si las perspectivas de ganancias son negativas, la acumulación interna es utilizada para saldar deudas (Steindl, 1976, retomado en Minsky, 1987).

⁵ Steindl (1952) rescribe la ecuación (1) a la luz de cambio en las magnitudes, expresada de la siguiente manera:

$$(1+R) = (1+u') I/1+k' (1+g')(1+\alpha) \quad (1.1)$$

donde los apóstrofes indican tasas proporcionales de cambio y se añade (α) que es la tasa de acumulación. R es la tasa de crecimiento de las ventas.

A partir de lo anterior, Steindl concluye que la tasa interna de acumulación, considerando un nivel de capacidad instalada dada, está limitada por la tasa de expansión de la industria y la tasa de intensificación de capital, aplicándose las mismas condiciones al margen de las ganancias netas (Steindl, 1976: 50).

Al aplicarse estas consideraciones a la economía en su conjunto y, con base en la igualdad entre la inversión y el ahorro, la primera (inversión) se explica a partir del incremento proporcional de las ventas, la intensificación proporcional del capital e inversamente por el grado proporcional de la utilización del capital; mientras que el ahorro, está compuesto por el crecimiento proporcional del capital empresarial (ahorro interno de la empresa) y la tasa de apalancamiento (Steindl, 1976: 108). Aplicando logaritmos, derivando con respecto al tiempo y reordenando los términos de la ecuación 1 se obtiene la ecuación 2, donde el lado izquierdo representa los determinantes de la inversión y el lado derecho, los determinantes del capital disponible para las empresas, denominado ahorro.

$$\frac{ds}{dt} s + \frac{dk}{dt} k - \frac{du}{dt} u = \frac{dg}{dt} g + \frac{dC}{dt} C \quad (2)$$

A partir de este análisis, la inversión es considerada como una variable endógena e inducida. Específicamente, dada una tasa de acumulación, determinada por una tasa de ganancias, se induce un determinado volumen de gasto de inversión, que puede ser modificado directamente por el endeudamiento externo relativo a la tasa de ganancia, intensificación de capital; e inversamente por el grado de utilización de la capacidad instalada.

Debe resaltarse que la tasa de ganancia bruta está conectada con la capacidad instalada. Si el gasto de la inversión induce fuertes incrementos en la capacidad instalada, por encima de las ventas esperadas, considerando costos fijos constantes, se reduce la tasa de ganancia y la tasa de acumulación, con el consiguiente impacto negativo sobre la inversión.

A partir de la ecuación 2, se obtienen interesantes reflexiones sobre el comportamiento de la inversión en México (descrito en el

apartado de la página 300). El aumento de las ventas con fuertes componentes importados, expresado a través del déficit comercial (fugas al multiplicador del ingreso, en términos de Keynes), reducen el efecto arrastre sobre la inversión, porque tiene un menor impacto sobre la acumulación (especialmente bajo condiciones del deterioro de los términos de intercambio, discusión que retoma más adelante).

Por su parte, el grado de utilización de la capacidad instalada tiene un efecto impreciso sobre la inversión. En caso que las ventas sean dinamizadas por el sector externo (exportaciones) pueden realizarse inversiones con fuertes ampliaciones en la capacidad interna, independientemente del mercado interno, sin mermar la tasa de ganancias; empero, si dichas ventas tienen altos componentes importados, su impacto sobre el gasto en la inversión es menor.

Un elemento adicional para explicar el comportamiento de la inversión en México es la reducida innovación tecnológica autóctona (que afecta al conjunto de los países latinoamericanos). Desde sus inicios, la industrialización ha estado acompañada de importación de tecnologías. Este tipo de gasto al no lograr ventajas comparativas tiene un impacto menor sobre el capital propio y la acumulación interna de las empresas porque, bajo estas condiciones, las empresas son tomadoras de precios, reduciendo su margen de ganancia.

Por consiguiente, es reducido el efecto de la mayor intensificación capital (aumento de la composición de la maquinaria, equipo y transporte, véase cuadro 1) sobre la inversión, porque se utilizó tecnología madura con altos componentes importados.

Resumiendo todos los inductores de la inversión tuvieron un alto contenido importado que neutralizaron su impacto en el crecimiento.

Efecto del ahorro sobre la demanda interna

El objetivo de este apartado es señalar que bajos niveles de demanda de bienes de consumo restringen el mercado interno y provocan fuertes desigualdades al interior de la estructura pro-

ductiva y, entre los agentes sociales involucrados, con el resultado que la inversión tiene un impacto limitado sobre el ingreso.

La idea central de este planteamiento es que bajos niveles en la demanda de bienes de consumo, inducidos por mayores niveles de ahorro o, una regresiva distribución del ingreso, excluye de la demanda a importantes sectores sociales, lo cual, limita el multiplicador de la inversión sobre el ingreso.

Keynes (1996, capítulo 10) a través de la paradoja del *widow's cruse* (lámpara de aceite) y la jarra de Danaid⁶ (p. 136), señala que un aumento de consumo por parte de los capitalistas incrementa proporcionalmente las ganancias de dicho sector, reduciendo el ahorro de los empresarios, sin afectar su riqueza.⁷ El resultado es un mayor volumen de ganancias totales, manteniendo inalterado los precios de los bienes de inversión.

Con base en el desarrollo anterior es posible vislumbrar que el incremento de los bienes de consumo induce a un aumento de ganancias que se considera como una fuente inagotable para la expansión económica, que denomina *widow's cruse*. Keynes destaca que ello tiene lugar pese a que estas personas (las “viudas”) pudieran incurrir en gastos y desenfrenos (*riotous living*) que sólo induce al consumo de bienes de lujo. Empero, cuando los empresarios enfrentan pérdidas que intentan contrarrestar reduciendo el gasto de consumo, la inagotable luz del *widow's cruse* se convierte en una jarra de Danaid, imposible de llenar (1930: 137) que frena el crecimiento económico.

Kalecki (1996) en la discusión sobre el financiamiento del desarrollo económico, analiza este tema de manera más profunda, introduciendo la noción de desequilibrio entre el ingreso y la producción. Este autor, con base en los componentes del ingreso del sector productor de inversión y bienes de consumo, y el supuesto que los trabajadores gastan lo que ganan y los capitalistas ganan lo que gastan (pueden ahorrar) señala que la economía se equilibra cuando los bienes de consumo demandados por el sector

⁶La jarra de Danaid y la lámpara de aceite son dos expresiones bíblicas que reflejan una jarra imposible de llenar y una lámpara siempre encendida, independiente del monto de aceite.

⁷La riqueza es independiente del ingreso.

productor de bienes de inversión se iguala al ahorro de los capitalistas del sector bienes de consumo (ecuación 3).

$$\begin{aligned} C_I + S_I &= Y_I \\ C_{BC} + S_{BC} &= Y_{BC} \\ C_I &= S_{BC} \end{aligned} \quad (3)$$

C_I : consumo de los capitalistas y trabajadores del sector de inversión;

S_I : ahorro de los capitalistas del sector de inversión;

Y_I : ingreso del sector inversión;

C_{BC} : consumo de trabajadores y capitalistas del sector bienes de consumo;

S_{BC} : ahorro de los capitalistas del sector bienes de consumo;

Y_{BC} : ingreso del sector bienes de consumo.

A partir de la ecuación 3 se postulan diversas situaciones que pueden ser de equilibrio o desequilibrio. En el contexto de este trabajo nos concentraremos en analizar tres efectos particulares.

El primero está relacionado con la expansión de la oferta en el conjunto de la economía presentándose la siguiente secuencia. Aumenta el gasto de la inversión, incrementa la demanda de bienes de consumo de dicho sector, que es correspondido por un aumento en la oferta de bienes de consumo (hay capacidad ociosa existente o incrementa la capacidad del sector de bienes de consumo como resultado del proceso del desarrollo económico). Por consiguiente, el equilibrio de la ecuación 3 se logra mediante un mayor volumen de producción que conduce a un mayor ahorro (excedente de bienes de consumo), manteniéndose constante los precios. Este proceso capta todas las potencialidades del crecimiento de la inversión y desarrolla el conjunto de los sectores de manera equilibrada y se autofinancia, lo cual se verifica a partir de la igualdad entre mayor inversión y ahorro.⁸

⁸ Si a la ecuación 3 se añade en cada lado el ahorro del sector bienes de inversión obtenemos:

$$\begin{aligned} C_I + S_I &= S_{BC} + S_I \\ I &= S \quad (3.1) \end{aligned}$$

El segundo caso relevante es el cumplimiento de la igualdad de dicha ecuación, a través de aumento en los precios. Ello induce a una falta de correspondencia entre la demanda y la oferta de bienes de consumo. Bajo estas condiciones el aumento de la demanda de bienes de consumo, resultado de un mayor volumen de inversión, no es acompañado por una mayor oferta de bienes de consumo (no hay capacidad ociosa en el departamento de bienes de consumo ni posibilidades de su ampliación en el corto plazo), aumentan los precios de los bienes de consumo que, a su vez, incrementarán el ahorro, hasta cumplir con las condiciones de la ecuación 3. Este proceso induce a una reducción del salario real (ahorro forzado a favor del incremento de bienes de capital)⁹ acompañado generalmente por aumentos en el salario nominal que induce a una espiral inflacionaria. Bajo estas condiciones la inflación refleja limitaciones estructurales de la economía, específicamente, condiciones de oferta inelástica de los bienes de consumo. Una variante adicional que profundiza la no correspondencia entre los sectores e induce a una subutilización de las capacidades productivas del sector bienes de consumo, relevante para la economía mexicana, es el crecimiento económico con distribución desigual del ingreso (aumenta el ingreso de sectores con reducidas propensiones marginales de consumo o de demanda de artículos de lujo).

Estas condiciones se presentan cuando aumenta el gasto de la inversión, en un contexto de condiciones inelásticas de producción de alimentos y producción elástica de bienes de consumo industriales. El resultado es un aumento de precios de alimentos (se reduce el salario real) que genera un mayor ingreso para el sector, el cual, empero, no se recircula a la demanda de bienes de consumo, porque es transferido a los comercializadores de alimentos, prestamistas, o terratenientes, cuya demanda se canaliza a artículos de lujo o mayores niveles de ahorro que no se canalizan al sector financiero. Ello reduce la demanda de bienes de consumo industriales y deprime el ingreso de dicho sector, pro-

⁹La ex Unión Soviética en el periodo de la nueva política económica (NEP) industrializó la economía, con base en esta estrategia.

vocando que el creciente ingreso no sea acompañado por una producción masiva de bienes de consumo industriales. O sea, cae el grado de utilización de la capacidad instalada del sector productor de bienes de consumo industriales, provocando desempleo de los factores productivos.

Kalecki, a partir de lo anterior, concluye:

la ausencia de un mercado adecuado es frecuentemente considerado como el principal obstáculo al desarrollo en vez de la inflación... debido a la reducida demanda interna, no habrá salida para los productos construido en las nuevas fábricas. Por consiguiente, la industrialización se vuelve imposible a menos que se reoriente al exterior (Kalecki, 1993: 29).

Un tercer efecto relevante en el entorno de las economías latinoamericanas y, particularmente la mexicana, es la apertura del mercado interno a la competencia externa. La introducción del mercado externo que podría neutralizar la demanda interna requiere la presencia de una variable adicional que es el término de intercambio. Si el precio de las exportaciones es mayor que el precio de las importaciones (términos de intercambio favorables) incrementa el volumen de la inversión, dado el nivel de empleo del sector productor de bienes de capital; asimismo, sube el monto de bienes de consumo, dado un nivel de empleo en dicho sector. El resultado es mayor inversión y menor presión sobre la demanda, lo cual implica menor inflación.

Empero, procesos de crecimiento económico acelerados con apertura comercial (o dependencia externa, punto que se analiza en el siguiente apartado) son acompañados generalmente por fuertes déficit comerciales, porque requieren mayores niveles de importaciones de bienes de capital, intermedios y de consumo. Adicionalmente, las disparidades de productividad entre las economías en desarrollo (México) y el mercado internacional (Estados Unidos –principal receptor de las exportaciones mexicanas–) impiden competir en grados de igualdad, debiendo los países atrasados ofrecer menores precios, para lo cual deprime el salario real, empeorando los términos de intercambio y el mercado interno.

La postura de Kalecki puede resumirse de la siguiente manera: mayores gastos de inversión deben corresponder a mayores niveles de producción y precios de los bienes de consumo. En caso de predominar los precios crecientes se sientan las bases de procesos inflacionarios con características estructurales.¹⁰ La inflación encuentra sus raíces en los bajos niveles de oferta del sector productor de bienes de consumo o dependencia externa por redistribución desigual del ingreso y deterioro de los términos de intercambio (puntos que se retoman más adelante).

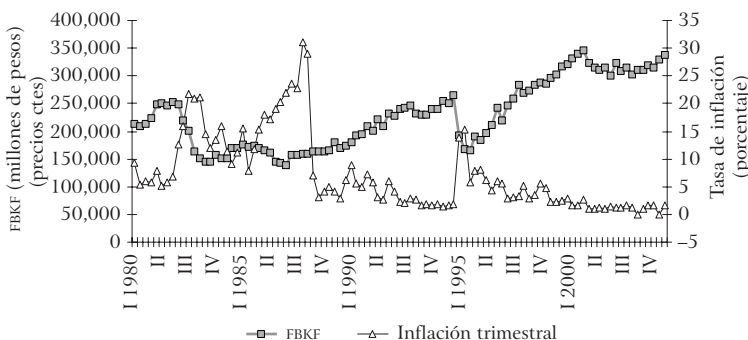
Con base en este análisis pueden extraerse explicaciones relevantes del comportamiento de la economía mexicana en el periodo de apertura económica. Primero, el crecimiento económico ha requerido de crecientes volúmenes de importaciones (déficit comercial) que se neutralizan (cada vez en menor medida) por procesos devaluatorios que reducen el salario real, acompañados por deterioros en los términos de intercambio (más adelante se abunda sobre este tema). Segundo, este periodo ha estado acompañado por un profundo estancamiento en el sector alimentario, cuyos productores, prácticamente, están marginados del consumo de bienes manufacturados y, pese a la fuerte migración de los productores del sector agrícola (a Estados Unidos) y las crecientes remesas, se mantiene deprimida la demanda del sector, limitando las potencialidades del crecimiento de la inversión.

En México, pese a las fuertes desigualdades productivas, los mayores gastos de inversión están acompañados de menores precios, presentándose una situación paradójica. El crecimiento de la inversión tiene lugar en un contexto contención inflacionaria (reducción de la tasa de crecimiento de los precios), mientras las recesiones económicas son acompañadas de procesos inflacionarios (1981-1987 y 1995) (véase gráfica 5), lo cual se explica con base en el efecto traspaso del tipo de cambio sobre los precios y su efecto sobre el poder adquisitivo.

En la gráfica 6, se muestra que las devaluaciones son seguidas por incrementos en los precios, que tienen un fuerte impacto

¹⁰ Este término es distinto a la inflación estructural postulado por la CEPAL que se discute más adelante.

GRÁFICA 5
EVOLUCIÓN DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
Y LA INFLACIÓN SEMESTRAL



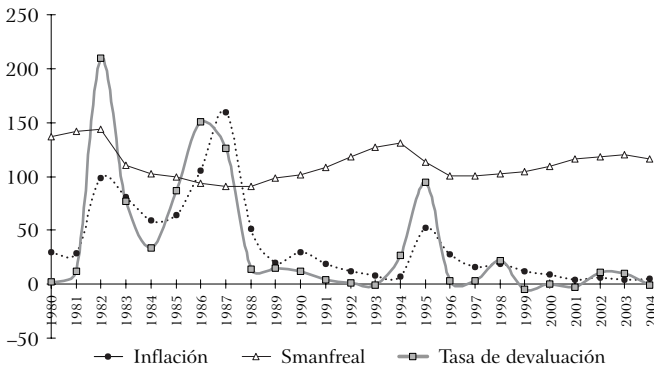
negativo sobre el índice de salario real, sin recuperarse en el mediano plazo. Por consiguiente, las devaluaciones reducen el mercado interno y, dado que no se remonta la pérdida del poder adquisitivo, se inhibe el incentivo a invertir. De hecho, este es un fenómeno estructural de la economía mexicana, presente desde los inicios de la industrialización que se explica con base en control estatal sobre los sindicatos (sindicatos corporativos).¹¹

Específicamente, las devaluaciones que tuvieron lugar entre 1982 y 1987, incrementaron los precios de los bienes de consumo con alto contenido importado. Ello provocó una caída en el salario real reduciendo la demanda interna, sin inducir a una sustitución de bienes importados por nacionales. En 1987 se abrió la etapa de tipos de cambios sobrevaluados. Este proceso, aunque permitió la recuperación del salario, no alcanzó el nivel adquisitivo de 1981, aumentando la presencia de bienes importados en todos los niveles de demanda de la economía (bienes de capital, intermedios y de consumo). La devaluación de 1994

¹¹Noyola, con motivo del proceso inflacionario que tuvo lugar en Chile y en México entre 1939 y 1947, señala que a pesar que la inflación en México fue menor, sus efectos fueron mucho más profundos. Dice: "la distribución del ingreso, si bien se alteró en cierto medida en Chile en detrimento de los asalariados, no sufrió nada parecido a la radical transformación ocurrida en México (que) equivalió a una verdadera revolución en sentido inverso" (Noyola, 1998: 277).

volvió a revertir el poder adquisitivo y, pese a la estabilización relativamente rápida del tipo de cambio, el poder adquisitivo, aunque se recuperó, no logró los niveles alcanzados en 1994. A partir de 2001, tiene lugar una baja adicional en los salarios reales, explicada por la pérdida de dinamismo de las exportaciones en el mercado estadounidense, lo cual obligó a una reducción aún mayor del salario real y del mercado interno.

GRÁFICA 6
COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN,
SALARIO MANUFACTURERO Y LA TASA DE DEVALUACIÓN



Resumiendo, la sobrevaluación del tipo de cambio reduce costos, aunque aumenta la dependencia externa. Ello genera un déficit comercial, el cual se controla mediante devaluaciones y reducción en el crecimiento económico.

En el siguiente apartado se analizan con mayor profundidad las raíces de la inflación y sus efectos en los términos de intercambio.

Inflación estructural
y efecto traspaso del tipo de cambio:
particularidades de América Latina

Los países de América Latina, desde la Colonia, se han distinguido por tener economías abiertas al comercio internacional con

estructuras de poder (Estado) que han dirigido la producción y los precios, de acuerdo con la división internacional del trabajo impuesta por los países desarrollados, con términos de intercambio favorables a éstos (Kregel, 2004). El resultado de esta combinación de factores es que los países atrasados se distinguen por padecer una “inflación estructural” y “deterioro en los términos de intercambio”.

La tesis de «inflación estructural» indica que el aumento de los precios se debe a desequilibrios comerciales externos y la rigidez del sector agrícola (Noyola, 1998: 276), condiciones que en México se han empeorado desde finales de los sesenta e inicios de los años setenta, de manera particularmente aguda.¹²

Por otro lado, se encuentran los mecanismos de propagación de la inflación, compuestos por el sistema cambiario y previsión social (fiscal), los créditos y el reajuste de precios e ingresos (Noyola, 1998: 276). El tipo de cambio adquirió particular importancia, como propagador de la inflación, por su impacto magnificado en los precios que genera caídas bruscas en los salarios, sin un proceso de recuperación en el corto plazo, provocando una redistribución regresiva del ingreso, que reduce la demanda y el mercado interno.

Por consiguiente, la inflación no se relaciona con fenómenos monetarios y las políticas de estabilización (recomendados por el FMI), que implican ajustes recesivos, sólo profundizan las limitaciones del desarrollo económico, en tanto después de devaluaciones en el tipo de cambio, tienen lugar aumentos en la tasa de interés y restricciones crediticias, que profundizan aún más la escasez de liquidez en la economía, sin que se reduzca el volumen de las importaciones.

¹²La rigidez de la oferta agrícola se incrementó en la transición del periodo de sustitución de importaciones liviana a pesada (desde finales de la década de los años sesenta) y, especialmente por la reducción del subsidio agrícola y apoyo crediticio (ochenta), la apertura externa del sector agrícola (TLCAN) y la desaparición del régimen ejidal (finales de los años noventa).

El desequilibrio comercial también se acentuó a lo largo de los últimos 25 años, como consecuencia del desmantelamiento del sustitutivo de importaciones y la apertura desmedida del sector externo que volvió altamente inelástica las importaciones con respecto al ingreso (Moreno-Brid, 2002), llegándose, incluso, a reducir el grado de sustitución entre bienes importados y nacionales.

La inflación estructural está fuertemente ligada al deterioro de los términos de intercambio. Esta tesis fue postulada por Prebisch con base en el planteamiento de Malthus.¹³ Las expresiones más conocidas del deterioro del término de intercambio se refieren a los ciclos y a la tendencia potencial al deterioro productivo (Bielschowsky, 1998).

La primera resalta las diferentes elasticidades de los precios, en referencia a las características de los productos (alimentarios e industriales). Con base en este planteamiento, se sostiene que el incremento de los precios de los bienes agrícolas (cuyas utilidades son retenidas por los países en desarrollo) en la fase de auge son menores que la caída de precios de los bienes industriales en las fases de declive (retenidos por los países desarrollados) “compensando así, con creces, las ganancias que la periferia obtenía, en el auge cíclico, con los bienes primarios” (Bielschowsky, 1998: 21).

La segunda versión (tendencia potencial al deterioro) se basa en la relación precios-cantidad, señalando que a medida que aumenta la oferta productiva, caen los precios:

el exceso de mano de obra en la agricultura subdesarrollada en la periferia... cuyo empleo eventual en actividades exportadoras llevaría a la expansión de la oferta y deprimiría los precios internacionales, resultando en un valor menor a pesar del mayor volumen producto (Bielschowsky, 1998: 22).

Kregel (2004) destaca las diferentes potencialidades para incrementar la productividad como la principal causa del deterioro de los términos de intercambio, lo cual impide a los países en desarrollo retener los frutos del progreso técnico de la agricultura.

Con base en lo anterior, se destaca que los países en desarrollo basan su competitividad en menores salarios. Inicialmente sus expor-

¹³Malthus argumentó que la población tiene un crecimiento geométrico (exponencial) y la producción de alimentos un crecimiento aritmético, ello impide la sustentabilidad del crecimiento. Esta contradicción se resolvió con el desarrollo tecnológico que incrementó la productividad de los alimentos que fue traspasada al sector industrial, acompañado de subsidios al sector para mantener el poder adquisitivo del sector agrícola y devolver los frutos de la creciente productividad (véase Kregel, 2004: 8).

taciones fueron *commodities* (i.e., bienes y servicios no diferenciados) con bajos niveles de innovación tecnológica y se caracterizaron por ser tomadoras de precios; mientras los países industrializados retuvieron la producción de los bienes diferenciados, estructuras productivas oligopólicas y organizaciones laborales resistentes redistribuciones regresivas del ingreso.

Ello implica que los salarios mejor remunerados se transfirieron a los trabajadores de los países industriales, porque de esos mercados se importaron los bienes con mayor componente tecnológico; por consiguiente, esos países enfrentaron una demanda masiva de bienes industriales (mercados internos grandes), que indujo a mayores economías de escala y constantes desarrollos de innovaciones tecnológicas, profundizando de manera constante la industrialización, lo cual les permitió retener las decisiones en cuanto a la división internacional del trabajo.

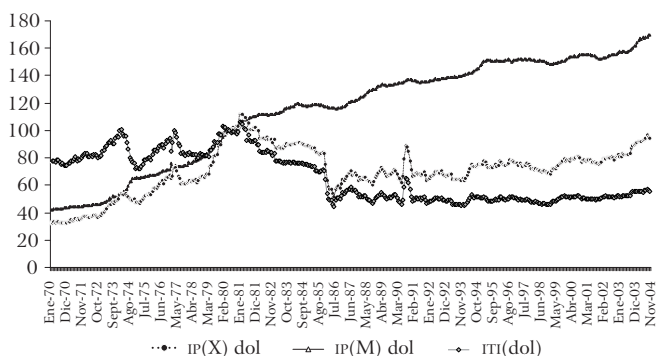
La globalización comercial de los años ochenta modificó la división internacional del trabajo, otorgando a los países en desarrollo la función de producir bienes manufacturados, con mayores contenidos tecnológicos que los bienes alimentarios o primarios. En este contexto, se modificó la composición de las exportaciones mexicanas, introduciendo estructuras oligopólicas en los países en desarrollo, con la capacidad de traspasar a los precios el incremento de los costos, provenientes de las devaluaciones. Las grandes empresas nacionales que utilizan procesos tecnológicos avanzados (no disponibles al resto de los productores) y las empresas extranjeras incrementaron sus precios en una proporción mayor que el impacto de la devaluación en los costos. El incremento de precios generados por el creciente peso de los costos se neutralizó mediante la contención del salario nominal. Ello provocó la caída de los salarios en términos reales, con el consecuente desplome de la demanda interna.

En México, a lo largo de las últimas tres décadas, el índice de términos de intercambio (ITI) ha tenido fuertes vaivenes (véase gráfica 7); en los setenta, con exportaciones basadas en bienes primarios, el ITI tuvo un movimiento ascendente (pese a la devaluación del tipo de cambio en 1976), debido, entre otras razones,

al aumento internacional de los precios agrícolas a inicios de dicha década, y el explosivo crecimiento del precio de petróleo en los años finales del decenio.

A partir de 1982, descendió la tendencia del ITI, debido a la caída del precio del petróleo y la modificación de la estructura de los tipos de cambios, sin haberse recuperado a lo largo de estos cinco lustros (véase gráfica 7).

GRÁFICA 7
COMPORTAMIENTO DEL ÍNDICE DE TÉRMINOS
DE INTERCAMBIO



Entre 1982 y 1986 la caída del ITI se debió a la caída de los salarios, provocada por el creciente proceso inflacionario, detonado por las fuertes devaluaciones del tipo de cambio. Debe resaltarse que ese periodo coincide con una reducción en la tasa de crecimiento del índice de las importaciones impidiendo con ello una caída mayor del ITI.

A partir de 1987, se modificó el mecanismo de propagación de la inflación estructural. La modificación de la composición de las exportaciones con alto contenido de importaciones obligó a las autoridades monetarias a limitar el movimiento tipo de cambio, imponiendo un estado de *sobrevaluación* casi permanente del tipo de cambio para abaratar el costo de producción de las exportaciones, vía menores precios de insumos. En 1995, después de la crisis

devaluatoria de 1994, desaparecieron las bandas cambiarias, reemplazadas por un manejo más flexible del tipo de cambio, sin eliminar la *sobrevaluación* del tipo de cambio, reforzados por salarios reales bajos (los salarios nominales se mantuvieron relativamente constantes pese a la caída de los precios).

Se repite la historia ocurrida en México en los años de la posguerra, donde la inflación (aunque menor con respecto a otros países —en Chile fue más profunda) provocó una mayor regresión en la distribución del ingreso (similar a una “revolución social en sentido inverso”, véase la nota 11).

A partir de las consideraciones anteriores, puede señalarse que la reactivación económica de los países en desarrollo no puede basarse en un incremento indistinto del gasto de la inversión. A fin de lograr un proceso de industrialización equilibrado, debe ampliarse el mercado interno y construirse un sector dinámico exportador cuya productividad se base en innovaciones e invenciones tecnológicas nativas y fuertes conexiones con las empresas nacionales. En otras palabras, las propuestas de políticas económicas de las principales teorías económicas, incluido el planteamiento de la demanda efectiva, son tan generales que impiden el desarrollo pleno de las fuerzas productivas.

POLÍTICAS DE CRECIMIENTO PARA LOS PAÍSES EN DESARROLLO

PREBISCH ALERTÓ que las políticas económicas emanadas de las diversas corrientes teóricas (neoclásica y demanda efectiva) no consideran la especificidad de la experiencia histórica latinoamericana e inducen a secuencias y resultados distintos que los obtenidos en las economías de los países centrales o industrializados.¹⁴

En este contexto se argumenta que la diversificación de la industrialización y la presencia de procesos de producción más

¹⁴Prebisch (1951) señaló: “Una de las fallas más ingentes que adolece la teoría económica general, contemplada desde la periferia, es su falso sentido de universalidad [...] No hay que confundir el conocimiento reflexivo de lo ajeno con una sujeción mental a la ideas ajenas, de la que muy lentamente estamos aprendiendo a liberarnos” (citado en Bielchowsky, 1998: 16).

tecnificados no rompen el círculo vicioso de mayor dependencia externa, mayor desigualdad del ingreso y atraso económico; o sea, el crecimiento de la inversión, por sí solo, no garantiza un crecimiento equilibrado de los sectores productivos ni dinamiza el sector exportador.

El desarrollo tecnológico interno y la reducción de la desigualdad del ingreso no se resuelven a través de los mecanismos de mercado. La historia de los procesos de industrialización muestra que los procesos exitosos se han sustentado en políticas estatales activas. Los teóricos de la CEPAL, desde su constitución, en 1949, argumentaron la necesidad de intervención estatal para reducir la dependencia externa y dinamizar el mercado interno. Desde finales de la Segunda Guerra Mundial se vislumbró la necesidad de conformar un sector exportador dinámico, con la particularidad de estar ligado a los productores nacionales, expuesto a la competencia internacional y desligado de los bienes primarios. Éste, a diferencia del modelo primario exportador, estaría conectado con las empresas nacionales y conformaría un mercado interno amplio. Con base en lo anterior, surge el modelo de sustitución de importaciones (MSI).

Las condiciones sobre las que se desarrolló el MSI en América Latina impidieron el cumplimiento de las características ya descritas. Las economías de la región se aislaron del mercado internacional y el sector externo mantuvo su dependencia sobre los bienes primarios, continuó separado de los productores nacionales y, aunque amplió el mercado interno, mantuvo una alta concentración de ingresos que, por un lado, presionó la cuenta corriente y, por otro, limitó la producción de bienes masivos de manufactura. La sustitución liviana y pesada de importaciones no fue expuesta al comercio internacional y tuvo altos contenidos tecnológicos importados.

La adopción del MSI en otras regiones del mundo tuvo diferentes resultados. El sureste asiático, a diferencia de América Latina, ocupó el periodo de aislamiento para desarrollar un sector exportador altamente competitivo (Kregel, 2004; Amsden, 2004), sustentado en productores internos y conectado al mercado interno, expuestos a

la competencia del mercado internacional con la particularidad de adecuarse a las diferentes etapas del comercio internacional y endogenizar las tecnologías extranjeras (Amsden, 1989).

El periodo de globalización, que cedió a los países en desarrollo el suministro de exportaciones manufactureras al mercado mundial, modificó las formas de interferencias estatales al reducirse el espacio para las políticas de protección económica. Este cambio ha requerido un fuerte apoyo estatal a la promoción del desarrollo de la ciencia e investigación, presente en los países industrializados y en los países del sureste asiático (Chang y Grabel, 2004) y ausente en los países latinoamericanos, particularmente en México. La promoción de nuevos sectores tecnológicos y la constitución de espacios favorables para las exportaciones (parques industriales, laboratorios, mayor nivel de educación) con el propósito de reducir costos de producción, aparecen como elementos esenciales de la actual división internacional del trabajo.

Con referencia a la construcción de un sector exportador, Amsden (2004) ofrece varias reflexiones importantes. Primero, la nueva ola de industrialización tiene sus bases en el desarrollo de industrias con alta tecnología¹⁵ y los países emergentes deben engarzarse a las redes de producción mundial, incluso con base en tecnologías maduras (existentes) y enfrentar la competencia internacional (la globalización comercial debilitó la política de protección al mercado interno).

Segundo, aparece un nuevo ingrediente en la promoción industrial que es el apoyo estatal a la investigación y la tecnología que reduce los costos de operación de las actividades mejor remuneradas. El Estado debe garantizar la creación de recursos humanos especializados (técnicos capaces de recrear la tecnología madura de los países industrializados e innovar las tecnologías) y proveer los medios para el desarrollo de la ciencia ligada a los procesos

¹⁵ Pese a que las exportaciones manufactureras mexicanas de sectores altamente tecnológicas incrementaron, éstas se mantienen atrasadas en comparación a los países asiáticos. En Amsden (2004), en el cuadro 1 se muestra que los países latinoamericanos (Brasil, México, Argentina, Chile) tienen un porcentaje menor de valor agregado manufacturero que originan industrias de alta tecnología en comparación al sureste asiático (India, China, Corea, Taiwán).

productivos. Se destaca que ésta es una práctica común en los países desarrollados.¹⁶

Tercero, el Estado debe supervisar la producción de los bienes (en especial los producidos con base en tecnologías maduras) para que entren rápidamente al mercado y se produzcan a gran escala, para lo cual requieren apoyo de infraestructura, parques industriales, laboratorios y, obviamente, políticas de financiamiento.

En palabras de Amsden (refiriéndose a la promoción de la industria de Taiwán):

su estrategia contemplaba la sustitución de importaciones y la generación de proveedores de componentes en torno a una empresa guía (es decir, primera empresa, entre las recién llegadas)... (prosigue más adelante) la nueva economía se sirvió de los subproductos de los institutos de investigación *fiscales* y los parques científicos, y de las herramientas de política de sustitución de importaciones (como subsidios para las actividades públicas y privadas de investigación científica y tecnológica, exenciones tributarias y condiciones financieras favorables para lo que se establecieron en los parques científicos) (Amsden, 2004: 80).

Cuarto, el apoyo estatal debe canalizarse fundamentalmente a la industria nacional (privada o pública), aunque también puede alentarse a las empresas de propiedad extranjera, cuando dominan sectores con altos componentes tecnológicos (automotriz en México y Brasil y producción de bienes petroquímicos en Brasil y en cierta época Argentina).

Considerando esta situación, el Estado debe promover diversas políticas de desarrollo económico. Primero, la presencia de empresas extranjeras requiere que el Estado garantice que estas

¹⁶ Ha-Joon Chang e I. Grabel (2004), Amsden (2004), entre otros, señalan que el gobierno norteamericano a través de inversiones en investigación y desarrollo en el Departamento de la Defensa y el Instituto Nacional de la Salud garantizan innovaciones en el sector de computación y la industria de biotecnología que se mantiene como líderes en el mercado mundial.

entidades trasladen sus laboratorios a los países donde producen masivamente sus bienes, lo cual como se vio anteriormente (véase nota 15), incrementó el valor agregado de las grandes empresas en el sureste asiático. Esta política puede desplegarse vía garantizar espacios apropiados de producción, con disponibilidad de técnicos altamente calificados y laboratorios para recrear las tecnologías utilizadas, acompañados por infraestructura y garantías sobre los derechos de propiedad. Las políticas para este tipo de agentes requieren disponibilidad de líneas de créditos en moneda nacional para financiar el capital de trabajo que se caracteriza por ser de corto plazo. El sector exportador también puede ser dirigido por empresas nacionales (privadas o públicas), el cual, además de la disponibilidad de tecnologías, necesita financiamiento para la inversión. Por consiguiente, el sector financiero nacional debe proveer financiamiento de largo plazo, el cual, en México, no ha estado disponible para el sector privado, en ninguno de sus tamaños.¹⁷ Un tercer nivel de políticas estatales, debe orientarse a las empresas pequeñas y medianas. Su función es proveer de insumos a las industrias exportadoras “ejes” (nacionales o extranjeras), cuyo objetivo es abatir las presiones sobre la balanza comercial y, a su vez, incrementar la capacidad de compra de los agentes nacionales. Estas empresas, al igual que empresas exportadoras “ejes” (*i.e.*, nacionales, mixtas, o transnacionales) necesitan de disponibilidad de tecnologías, asesoría técnica, laboratorios y condiciones para recrear la tecnología. Estas empresas, al igual que las empresas nacionales grandes, necesitan de políticas particulares de financiamiento para la inversión. El cuarto plano de promoción del desarrollo económico debe garantizar la oferta interna de bienes manufacturados, por parte de industrias nacionales. Se requiere ampliar la oferta de bienes industriales masivos, así como alimentarios, para reducir el volumen de las importaciones. Este sector también necesita de políticas de financiamiento y apoyo tecnológico.

Las políticas de financiamiento para la inversión pueden lograrse a través de varias vías. Reformar el mercado de capitales a

¹⁷Véase Levy (2001, capítulos 6 y 7).

fin de que las empresas pequeñas y medianas se bursatilicen, lo cual requiere el apoyo de bancos de desarrollo, para que los grandes inversionistas institucionales (especialmente los fondos de pensiones) no sufran pérdidas en la compra de títulos financieros emanados por las empresas productivas. Específicamente, se debe fomentar que los fondos de pensiones inviertan sus ahorros en el fortalecimiento de las empresas productivas estratégicas y las proveedoras de éstas.

Las industrias medianas y pequeñas también deben ser financiadas. Considerando que los montos de financiamiento son menores puede garantizárseles líneas de crédito bancarias para inversión, o bien algún banco de desarrollo, como Bancomext (especializado en actividades de comercio exterior) o Nafin (destinadas al mercado interno) puede otorgar directamente dicho financiamiento o concertar indirectamente su disponibilidad, vía los bancos comerciales. La promoción y el financiamiento de las pequeña y mediana empresas (Pymes), debe estar ligado a sectores estratégicos del mercado externo y/o la producción de bienes de mercado masivos externos.

La política fiscal es otro elemento pendiente en el entorno mexicano. Por un lado, deben desplegarse políticas destinadas a aumentar la base gravable (una de las más pequeñas de América Latina) y, por otro, eliminar la evasión legal (subvenciones a grandes empresas como los bancos comerciales extranjeros –particularmente Banamex–) e ilegal. Se debe desplegar una política impositiva que financie *ex post* el crecimiento productivo, de tal manera que la recaudación fiscal tenga la función de fondear el gasto público e impedir crisis fiscales.

Una propuesta adicional es desplegar una política de empleador de última instancia (Wray, 1998) o de seguro de desempleo. Ello requiere de déficit fiscal, el cual debe diferenciarse del gasto corriente, para evitar ineficiencia, corrupción y, principalmente incertidumbre. Esta medida requiere de un acuerdo político a fin de reducir la incertidumbre del capital financiero.

Adicionalmente debe desplegarse la generación de empleo en áreas muy atrasadas (campo), la cual puede estar acompañada por

disposiciones de consumir los bienes producidos localmente (experiencia brasileña de políticas destinadas a reducir el hambre).

El crecimiento económico requiere de financiamiento *ex ante* que puede ser provisto por el sistema financiero nacional y los procesos acelerados de crecimiento económicos (especialmente en el periodo despegue) pueden generar déficit fiscales debido a la necesidad de políticas específicas de intervención estatal, los cuales requieren de mayores volúmenes impositivos. Marterbauer y Smithin (2007) muestran que bajo condiciones de dinero endógeno, el gasto fiscal acompañado de mayores niveles impositivos *ex post*, no induce crisis fiscales. En este aspecto debe resaltarse que una recaudación impositiva eficiente no requiere incrementar la tasa de impuestos *ex ante*.

El gasto fiscal debe dirigirse al sector educativo, pilar básico del desarrollo, extendiéndose a todos los niveles educativos. Se requiere incrementar los niveles de educación primaria, secundaria y preparatoria, para que la fuerza de trabajo logre insertarse en sectores productivos más complejos. A nivel universitario, la promoción científica y tecnológica es fundamental para engarzarse en las redes de producción mundial y abrir nuevos sectores exportadores dinámicos.

El déficit fiscal también debe atender los sectores sociales excluidos del mercado interno (campesinos y sectores urbanos empobrecidos) a fin de que los productores de bienes nacionales puedan realizar su producción de bienes de consumo masivo. Finalmente, debe señalarse que es más fácil manipular déficit fiscal que externo.

CONCLUSIONES

EN LAS economías pequeñas y abiertas, las exportaciones han adquirido el papel de dinamizador del ingreso, cuya producción está dominada principalmente por grandes empresas transnacionales, desligado del sector productor nacional, especialmente de las empresas pequeñas y medianas. Ello ha provocado que se mantenga una alta dependencia tecnológica externa y concentración del ingreso. Los resultados son desequilibrio en la balanza

comercial, especialmente en periodos de crecimiento, y reducido mercado.

En México los determinantes de la inversión se han debilitado por el alto componente de las importaciones en los bienes de capital y en la producción, donde se incluyen a las exportaciones. El crecimiento de la producción y, particularmente de las exportaciones, ha estado acompañado por un alto déficit comercial y deterioro en los términos de intercambio.

El sector exportador mexicano mantiene una reducida productividad, por consiguiente su competitividad descansa sobre tipo de cambios sobrevaluados y bajos salarios que inducen a un círculo vicioso de mayor apertura comercial y deterioro de los términos de intercambio.

La estructura del poder político y la flexibilización del tipo de cambio han sido los principales responsables de la reducción salarial que, a su vez, ha limitado el mercado interno e incrementado el desempleo de los factores productivos. Por consiguiente, el crecimiento económico depende de la sobrevaluación del tipo de cambio y de los flujos financieros internacionales cuyo movimiento es independiente a los fundamentos de la economía, volviéndose exógeno la base del crecimiento económico.

Por consiguiente, la inflación estructural asume mayor importancia en el periodo de globalización comercial y financiera, teniendo el tipo de cambio un mayor impacto, por su alto efecto de traspaso en los precios y los salarios. Ello limita la expansión del mercado interno.

Bajo estas condiciones (economías abiertas), las políticas económicas adquieren una dimensión diferente. No pueden desplegarse políticas de protección económica. Las políticas estatales deben engarzar al sector exportador mexicano en las redes de comercio mundial; establecer ligas entre este sector y los productores nacionales, integrando a las empresas pequeñas y medianas; y volver diferenciables los bienes que se venden en el mercado internacional.

El mercado interno también debe ser objetivo de desarrollo. Por un lado, se debe garantizar el incremento de la demanda interna y, por otro, la producción de bienes de consumo masivo.

El eje de las políticas destinadas a fortalecer el sector externo e internos, descansa en el desarrollo de la ciencia y la innovación tecnológica, el financiamiento a programas de inversión. Los instrumentos para lograr los objetivos anteriores son diversos. Determinar los sectores exportadores clave, garantizar los técnicos y la tecnología necesaria para dichos sectores; promover créditos de largo plazo, subsidios, construir parques industriales, infraestructura.

El crecimiento económico acelerado, especialmente al inicio del periodo, requiere de la promoción de políticas estatales selectivas destinados a promover los sectores económicos clave, lo cual requiere crecientes gastos fiscales, financiados por el sector financiero, cuya estabilidad depende de la recolección de impuestos.

BIBLIOGRAFÍA

- AMSDEN, A., *Asia's Next Giant*, Nueva York, Inglaterra, University Oxford, 1989.
- , “La sustitución de importaciones en las industrias de alta tecnología. Prebisch renace en Asia”, *Revista de la CEPAL*, 84, abril de 2004.
- BANCO DE MÉXICO, *Indicadores económicos*, información en línea, <http://www.banxico.org.mx/>
- , *Encuestas de evaluación coyuntural en el mercado crediticio*, información en línea.
- BIELSCHOWSKY, R., “Cincuenta años del pensamiento de la CEPAL, una reseña”, en *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL. Textos seleccionados*, Chile, Naciones Unidas, CEPAL-FCE, 1998.
- CHICK, V., “The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy”, en S.F. Frowen (ed.), *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, Londres, Macmillan, 1993.
- CHANG H. J e I. Grabel, *Reclaiming Development: an Alternative Economic Policy*, University Press (en coordinación con varias editoriales), 2004.
- DAVIDSON P., “Finance, Funding, Saving, and Investment”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 9, núm. 1, Estados Unidos, otoño de 1986.
- ESPÍNDOLA M., *Análisis de las hojas de balances de las empresas exportadoras bursátiles y las fuentes de financiamiento*, tesis de maestría del Posgrado de Economía, FES-Acatlán, 2005.

- INEGI, “Banco de Información Estadística”, información en línea, <http://www.inegi.gob.mx/inegi/default.asp>
- KALECKI, M., “The Problem of Financing Economic Development”, en Ostiansky (ed.), *Collected Works of Michal Kalecki*, vol. v, Oxford, Clarendon Press, 1993, pp. 23-44.
- KEYNES, J.M., “Tratado del dinero, teoría pura y aplicada del dinero”, edición abreviada, capítulo x, *Las ecuaciones fundamentales del dinero*, España, Ediciones Aosta, 1996, pp. 145-159.
- , *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica, 1986.
- , “Alternative Theories of the Rate of Interest”, en D. Moggridge (ed.), *Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV, Londres, Macmillan, 1983.
- KREGEL, J., “Do We Need Alternative Financial Strategies for Development in Latin America”, ponencia presentada en el Cuarto Seminario de Economía Financiera, México, IIE, UNAM, 2004.
- LEVY, N., *Determinantes de la inversión privada en México 1960-1985*, tesis de maestría, México, DEPE-UNAM, 1991.
- , “Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994”, México, FE, DGAPA-UNAM, Universidad Autónoma Benito Juárez, 2001.
- LEYVA, L., *Análisis de las fuentes de financiamiento de las empresas bursátiles en México, 1992-1999*, tesis de licenciatura, Facultad de Economía, México, UNAM, 2002.
- MARTERBAUER, M. y J. Smithin, “Política monetaria y fiscal bajo regímenes alternativos de tipo de cambio con dinero endógeno”, en *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*, 2007 (esta edición).
- MINSKY, H., *Las razones de Keynes*, México, Fondo de Cultura Económica, 1987.
- , “The Endogeneity of Money” en E. Nell y W. Semmler (ed.), *Nickolas Kaldor and mainstream economics*, 1991.
- MORENO-BRID, J.C., “Liberalización comercial y la demanda de importaciones en México”, *Investigación Económica*, vol. LXII, 240, abril de 2002.
- NOYOLA J., “Inflación y desarrollo económico en Chile y México”, publicado inicialmente en panorama económica 1957, reeditado en *Cincuenta años de pensamiento económica de la CEPAL*, CEPAL, FCE, 1998.
- STEINDL, J., “Maturity and Stagnation in America Capitalism”, *Monthly Review Press*, 1976.
- WRAY, R., “Understanding Modern Money. The Theory to Full Employment and Price Stability”, Cheltenham Edwad Elgar, 1998.

TERESA S. LÓPEZ GONZÁLEZ*

*El carácter inestable del crédito
y la intervención del banco central
en el enfoque de Ralph G. Hawtrey:
lecciones de política monetaria para México*

INTRODUCCIÓN

EL INCREMENTO de la liquidez internacional, así como la mayor volatilidad e inestabilidad en los mercados internacionales de capitales y cambiarios, agudizó los desequilibrios estructurales internos de la mayoría de las economías de los países en desarrollo, mismos que desembocaron en severas crisis financiero-cambiarías hacia mediados de la década de los noventa. Hacia mediados de la década de los noventa, una serie de crisis financieras devastadoras golpeó a los mercados emergentes de los países de América Latina, Asia y Europa del este. La secuencia en cada una de ellas fue diferente; no obstante, todas ellas registraron pautas similares: el valor de la moneda local cayó después del macro ajuste en el tipo de cambio real; en la bolsa las cotizaciones de acciones y títulos se derrumbaron; el sistema bancario local presentó fuertes problemas de liquidez, como consecuencia del alto endeudamiento de empresas y familias que amenazaba con colapsar el sistema de pagos; y las inversiones extranjeras en cartera huyeron de estas economías. La combinación de estos factores condujo a fuerte contracción en el nivel del producto y el empleo y, en consecuencia, a la caída de la demanda interna.

En el caso de México, la apertura de la cuenta de capitales en el contexto de las políticas de desregulación y liberalización financiera que se han venido aplicando desde finales de la década de los ochenta, estimulando la entrada de altos flujos de capitales

*Profesora titular de la Facultad de Estudios Superiores Acatlán-UNAM.

externos de corto plazo que por sus efectos sobre las tasas de interés internas, el tipo de cambio y la oferta interna de crédito, influyeron en el diseño de la política monetaria y en la intervención de la autoridad monetaria. En este marco, la política monetaria asumió como objetivo prioritario la estabilización del valor de la moneda, lo que condujo al Banco de México a asumir una posición pasiva y rígida para enfrentar los efectos negativos de la restricción del crédito sobre el crecimiento del producto y el empleo.

Como veremos, a diferencia de las recomendaciones de Hawtrey, el Banco de México no sólo no ha corregido la desintermediación bancaria mediante una estrategia más flexible, sino incluso la ha reforzado al limitar su intervención a la adecuación de la oferta de base monetaria a la demanda de ésta, con el propósito de evitar fluctuaciones en las tasas de interés y en el tipo de cambio nominal.

Ante este escenario macroeconómico, caracterizado por el lento crecimiento económico y alta volatilidad e inestabilidad financiera, consideramos pertinente revisar las recomendaciones que hiciera Ralph George Hawtrey, en la etapa previa a la consolidación de los mercados financieros de las economías capitalistas, sobre el papel activo y flexible que debía asumir el banco central, para evitar que la inestabilidad del crédito provocara crisis financieras y contracción de la actividad económica.

Bajo esta perspectiva, hemos desarrollado el trabajo en cuatro apartados. En el primer apartado se presenta el enfoque teórico de Ralph George Hawtrey sobre la naturaleza inestable del crédito y el papel activo y flexible que debía asumir el banco central. En el segundo, se presenta una breve exposición de la concepción y recomendaciones de Hawtrey en torno al ciclo monetario del patrón oro. En el tercer apartado, se exponen las principales características del ciclo monetario de los países en desarrollo, en el contexto de la desregulación y liberalización financieros. Finalmente, en el cuarto se analizan los efectos y consecuencias de la intervención pasiva y acomodaticia del Banco de México, en particular se analizan los efectos en el tipo de cambio y las tasas de interés.

EL CARÁCTER INESTABLE DEL CRÉDITO
Y LA INTERVENCIÓN ACTIVA DEL BANCO CENTRAL
EN EL ENFOQUE DE RALPH GEORGE HAWTREY

RALPH GEORGE Hawtrey, al igual que Thornton, es un teórico del banco central, pero de comienzos del siglo xx, cuyas tesis influyeron de manera profunda en el pensamiento y práctica monetaria de Inglaterra. Su teoría se desliga de la tesis wickselliana de una tasa de interés monetaria girando en torno a una tasa de ganancia determinada en el sector real de la economía; por el contrario, Hawtrey propone una teoría monetaria de las fluctuaciones económicas. En este sentido, se anticipa a Keynes, con quien mantuvo correspondencia antes y después de la *Teoría general*.

*El carácter inestable
del crédito y la actividad económica*

En su análisis del desequilibrio, Hawtrey fue muy claro respecto al papel altamente inestable del dinero y el funcionamiento de la banca. En este sentido, afirmaba que:

La inestabilidad del dinero es el origen de todos los problemas desde 1918: el desempleo del periodo de la interguerra; el sobreempleo y la escasez de empleo desde la Segunda Guerra Mundial; el descontento laboral expresado mediante las continuas demandas salariales; las penurias y la mala distribución generadas por la pérdida de valor de los pequeños ahorradores, primas y donaciones; el desconcierto por el continuo aumento de precios, incluso para aquellos ingresos que crecen a la par con la inflación; el colapso de los precios de los títulos gubernamentales por la pérdida de confianza sobre las monedas que están sobrevaluadas (Hawtrey, 1919).

Su concepto de “dinero inestable” iba más allá de la inestabilidad en el poder de compra que generan las fluctuaciones en los precios, se extendía a la forma como las instituciones financieras y monetarias desestabilizan la economía. En su análisis Hawtrey supone una circulación basada en un sistema de crédito

desarrollado, pero donde no hay dinero. Este recurso analítico le permite demostrar el papel preponderante que había adquirido el crédito en los negocios, y la menor importancia relativa de las funciones del dinero. En este marco analítico, él considera el intercambio como un proceso de creación-destrucción de deudas: Es que una venta efectuada a cambio de dinero siempre puede descomponerse en una creación y una extinción de una deuda; es decir, en dos operaciones de crédito (Hawtrey, 1919: 196).

El sistema de crédito privado no presentaría ningún problema si todos los agentes saldaran íntegramente sus derechos y sus deudas al final de un ciclo. Si bien la compensación completa es formalmente posible, en la práctica esto es sólo un caso excepcional. Generalmente existen saldos no compensados entre los agentes, cuya liquidación exige la presencia de un instrumento de pago distinto de los instrumentos de crédito utilizados (Hawtrey, 1919: 20-21).

Una expansión del crédito provoca un incremento acumulativo en la producción y el empleo, hasta alcanzar el pleno empleo de los factores. Este proceso genera incrementos nominales en los precios y salarios, debido a que el crédito como sustituto del dinero realiza la función de unidad de cuenta. Con el alza de los precios, la cantidad de crédito necesario para financiar una cantidad dada de mercancías aumentará, y la creación de crédito se volverá acumulativa. Cuanto más grande sea la parte del crédito que incrementa los gastos de consumo y más pequeña la porción que se agrega a los saldos líquidos, más grande serán los efectos de la expansión del crédito en los precios.¹ En otras palabras, si el aumento del margen disponible² es menos que proporcional a la expan-

¹ En este punto Hawtrey considera que la tesis central de la teoría cuantitativa sólo será válida cuando los bancos han dejado de financiar a los prestatarios y los créditos nuevos no superan a los créditos reembolsados. Según él, sólo en esta situación, el margen disponible puede ser una medida de los precios. Asimismo, critica la hipótesis de Fisher según la cual la velocidad de circulación del dinero es una constante.

² El margen disponible está compuesto por créditos en bancos (conservados por los empresarios para hacer frente a lo imprevisto, y para financiar la diferencia entre ingresos y gastos que no siguen el mismo ritmo), y por la fracción no gastada de los ingresos de las familias. Es decir, el margen disponible comprende no sólo el total de los créditos bancarios sino también el total del dinero en circulación (no incluido en lo que tienen los bancos en sus cajas) (Hawtrey, 1919: 47).

sión del crédito, el alza de los precios será más que proporcional al incremento en el crédito.

En la medida que las ganancias de los bancos aumentan en proporción al volumen del crédito otorgado, su interés por expandir la actividad económica coincide con el interés del empresario. Si el volumen de los créditos nuevos se vuelve mayor que el de los créditos reembolsados, la expansión de la actividad está garantizada; sin embargo, tarde o temprano la capacidad de producción alcanzará su límite, y los precios de las mercancías registrarán un alza generalizada.³ Si no hay dinero, el factor estabilizador de dicha alza será acumulativa (Hawtrey, 1919: 14-15).

Como el crédito realiza la función de unidad de cuenta, puede provocar inestabilidad en el nivel de precios; sin embargo, no es su función, ni puede serlo, estabilizar los precios. Por tanto, y de acuerdo con el razonamiento de Hawtrey, en un sistema de crédito sin dinero, que fue el supuesto inicial de su análisis, el nivel de precios medido en la unidad de cuenta está indeterminado, problema que se resuelve con la introducción del dinero. En consecuencia, la introducción del dinero en el sistema de crédito permite que la política monetaria genere efectos estabilizadores.

El carácter acumulativo de la alza o la baja de los precios, según Hawtrey, muestra que el crédito como mecanismo de compensación de dichas deudas permite la realización de las operaciones económicas, pero no puede garantizar la estabilidad del valor de la unidad monetaria. Para resolver este problema debe intervenir el banco central, en otras palabras, las operaciones realizadas por los empresarios y bancos ordinarios no generan los efectos nece-

³Para Hawtrey existe un periodo de transición durante el cual el nivel de los precios no corresponde al margen disponible, como consecuencia del comportamiento de los agentes respecto a los saldos líquidos en el proceso de expansión o contracción de la actividad económica. En los periodos de expansión, los trabajadores aumentan las reservas familiares que utilizarán en la recesión, para no disminuir su nivel de gasto, que provoca la baja de los salarios que se registra durante este periodo. Por su parte, los empresarios, disminuirán sus saldos líquidos durante la expansión, con el propósito de aprovechar el alza de los precios mediante un aumento de sus inventarios de mercancías. Durante la recesión, ellos tratarán de incrementar sus saldos líquidos y disminuir su nivel de endeudamiento y de inventarios; pudiendo incluso utilizar su liquidez disponible para liquidar sus deudas; por tanto, la demanda de dinero no variará proporcionalmente al aumento del crédito o de los ingresos distribuidos. De ahí que, según Hawtrey, el efecto sobre los precios tampoco puede ser proporcional.

sarios para lograr un ajuste, es el dinero el que genera esas fuerzas, y el banco central el encargado de ejercerlas. De esta forma, la moneda estabiliza al sistema de crédito, y el nivel de precios (expresado en dinero) resulta económicamente determinado.

Los mercados generan situaciones extraordinarias frente a las cuales el banco central debe contar con un mayor margen de acción; es decir, se deben flexibilizar las rigideces derivadas de la introducción del dinero. Son precisamente las situaciones extraordinarias las que obligan al banco central a ejercer la función de prestamista de última instancia. La posibilidad de incrementar las emisiones de billetes introduce al sistema económico la flexibilidad requerida, aunque esto puede alterar temporalmente el valor del dinero; no obstante, permite evitar las crisis, que también, dice Hawtrey, podrían provocar variaciones en el dinero, además de sus efectos negativos en la actividad económica (Hawtrey, 1933a: 123).

La disminución de las reservas del banco central es el indicador de que existe una expansión del crédito. El sentido del movimiento de éstas indica la orientación que debe tomar la política monetaria de ajuste. Cuando hay una expansión, el banco, según Hawtrey, debía limitar el crédito a través no de una disminución de la cantidad de billetes emitidos o de un racionamiento del crédito, sino de un alza de la tasa de descuento. Mediante el alza de la tasa de interés, el banco central influye sobre la cantidad de crédito demandado por las empresas, quienes fijan la cantidad de dinero que entrará en la circulación.

EL PAPEL ACTIVO DEL BANCO CENTRAL: ARBITRAJE DE LA TASA DE INTERÉS Y FLEXIBILIDAD CREDITICIA

EN EL ANÁLISIS de Hawtrey, como en el de Wicksell, el banco central satisface toda la demanda de crédito que se presente, dada una tasa de interés. Al imponer una tasa de interés e influir sobre la demanda de crédito, el banco central tiende a estabilizar el patrón de medida, ya que ante un incremento en la tasa de interés

el empresario disminuye su demanda de crédito, con lo cual interviene en la determinación del conjunto de las magnitudes económicas, en particular sobre los precios de los bienes, los salarios, las ganancias y la demanda de dinero.

Para Hawtrey el funcionamiento normal de la economía exige un patrón de medida de valores estables, necesario para garantizar una relación justa entre acreedores y deudores, pero el carácter inestable del crédito obstaculiza dicha relación. De aquí se desprende su afirmación en el sentido de que las economías modernas se caracterizan por una tensión permanente entre dicha inestabilidad y la necesidad de un patrón de medida monetario estable. En sus palabras: Las tendencias del crédito a la expansión están en conflicto perpetuo con el mantenimiento de un patrón de medida fijo de valores (Hawtrey, 1919: 22). Por tanto, el objetivo del banco central no consiste en alcanzar el nivel de la tasa de interés natural, sino, fundamentalmente, lograr la estabilidad en el nivel general de precios. Con esto Hawtrey estaba postulando una teoría monetaria de las fluctuaciones económicas, por un lado, y proponiendo otros objetivos de política económica para el banco central, como mantener un determinado nivel de inversión y empleo, por el otro. Esto último, significa que el banco central tenía el compromiso de estimular la actividad económica.

Dado que en la época en que escribe Hawtrey la cantidad de oro⁴ disponible estaba limitada de manera absoluta, el margen de maniobra de los bancos era muy estrecho y, por tanto, el riesgo de que ocurriera una crisis era mayor porque las contracciones en el volumen del crédito eran más severas. Provocando la quiebra de empresas probablemente solventes si la disponibilidad del crédito no se hubiera reducido. Por ello, Hawtrey recomendaba la inyección de dinero metálico y la manipulación de la tasa de

⁴Hawtrey distinguía tres sistemas de patrón-oro. El primero, que denominaba "patrón-oro metal", se basaba en la acuñación libre del oro y la convertibilidad a la vista del papel moneda en dinero metálico. El segundo, que llamó "patrón-oro lingote", estaba determinado por la compra y reventa por parte del banco central de lingotes de oro a precios determinados. El tercer sistema, el patrón de "cambio oro", en el cual el banco central vende o compra divisas en una o varias plazas con moneda de oro, a precios determinados (Hawtrey, 1927: 147-148).

interés (al alza) por parte del banco central, para iniciar un proceso de ajuste (Hawtrey, 1919: 28-40). Si esto no fuera suficiente para inducir una disminución en la demanda de nuevos créditos, él aconsejaba que conjuntamente con estas medidas, se introdujeran billetes del banco central, con el propósito de alcanzar al mismo tiempo la estabilización del crédito y la flexibilidad necesaria para evitar las crisis financieras (Hawtrey, 1919: 28-40). Con la introducción del dinero, específicamente del papel moneda (billetes del banco central), es posible pagar los saldos posteriores a la compensación de las deudas y los derechos. Corrigiendo así los efectos acumulativos inherentes a la inestabilidad del crédito y, por tanto, evitando la caída en el nivel de producto y empleo.⁵

Los saldos líquidos son conservados por los individuos por tres motivos: compensar la diferencia entre el ritmo de los ingresos y el gasto; hacer frente a lo imprevisto; y la necesidad que tiene el ahorrador de acumular una suma suficientemente importante antes de depositar sus ahorros en un banco (Hawtrey, 1919: 26-27). Estos motivos pueden provocar un incremento en la demanda de saldos líquidos, sin que su oferta se ajuste a dicho incremento; lo que obligará al banco central a intervenir a través de las variaciones en la tasa de interés de corto plazo. Mediante este mecanismo el banco central influye en la actividad económica,⁶ ya que las de-

⁵Al respecto, Hawtrey argumentaba que si la tasa de interés sube, es posible que el mayorista posponga sus nuevos pedidos; entonces las demandas de crédito de los fabricantes disminuirán inmediatamente y, con ello, la actividad económica. La contracción en ésta conducirá a los trabajadores a gastar sus ahorros, para no reducir su consumo al mismo ritmo que descienden los salarios. Poco a poco los bancos recobrarán los saldos líquidos que habían sido retenidos por los trabajadores en forma de ahorros. De esta forma, la proporción entre sus reservas y sus emisiones se restablecerá. Si las medidas de restricción del crédito han sido tomadas con cierto rezago o si los efectos buscados por los banqueros no son lo suficientemente rápidos, es posible, dice Hawtrey, que éstos se desesperen, y tratando de evitar su quiebra, se nieguen a conceder nuevos créditos y exijan el *reembolso* de los préstamos otorgados, sin tener en cuenta los efectos provocados entre los deudores. Con lo que se da paso a las primeras quiebras tanto entre los empresarios como entre los banqueros (Hawtrey, 1919: 23).

⁶Cabe señalar que Hawtrey distinguía la inversión de corto plazo (que concierne a los inventarios) de la inversión de largo plazo (que toma la forma de aumento en el equipo y la infraestructura productiva, con miras a producir al menor costo). El mercado bancario es el proveedor de los créditos de corto plazo, en tanto que los créditos de largo plazo se obtienen en el mercado de títulos financiero. En este último mercado la tasa de interés se ajusta a la tasa de ganancia.

cisiones de los comerciantes respecto a sus inventarios son muy sensibles a las variaciones de dicha tasa. El comerciante disminuye sus inventarios cuando aumenta esta tasa de interés, por los incrementos en los gastos financieros que ello implica, y viceversa. En el primer caso, se desencadena un proceso recesivo y de baja en los precios, y en el segundo, el proceso opuesto (Hawtrey, 1952: 43). En consecuencia, en el modelo de Hawtrey, el mecanismo de transmisión de la política monetaria va de la tasa de interés a la variación de existencias, y de éstas al crecimiento del producto.

La disponibilidad del crédito desempeña un papel central en la administración de los negocios y en las decisiones de inversión, lo cual, dice Hawtrey, no significa que haya abundancia o escasez de recursos. El hecho de que los bancos proporcionen capital, no significa que ellos necesiten de un ahorro previo para incrementar sus operaciones activas. Con excepción de la moneda depositada por quienes reciben sus ingresos en forma de piezas metálicas, el banco genera poder de compra otorgando créditos. En otras palabras, la demanda de créditos genera la oferta de dinero, esto es, el dinero tiene un carácter endógeno. En este punto, Hawtrey aclara que el pasivo de los bancos sólo limita indirectamente⁷ sus operaciones activas, pues el monto neto del crédito otorgado al pasar a manos de quienes utilizan los servicios bancarios no necesariamente se transforma en moneda de manera inmediata (Hawtrey, 1919: 304).

La expansión del crédito y sus efectos en las reservas bancarias obligan al banco central a intervenir a través de la tasa de descuento. Mediante este mecanismo el banco central puede reconstituir los saldos líquidos de los bancos ordinarios. Por ejemplo, un alza en la tasa de descuento obligará a los bancos a elevar la tasa de interés de sus préstamos, y el incremento en los costos financieros conducirá a una contracción en la actividad económica. Si el

⁷ A este respecto, Hawtrey argumenta que en un régimen de patrón-oro metal, el banco central debe conservar una reserva metálica para garantizar la convertibilidad de los billetes. Sin embargo, él argumenta que cuando el crédito se expande, el drenaje de la moneda es apenas perceptible al comienzo, debido a que una parte importante del monto neto de crédito otorgado no se transforma en moneda. Por tanto, únicamente la fracción pagada a los asalariados (que conservan en forma de reserva familiar), se traduce en una disminución de los fondos líquidos del banco.

banco central tiene el poder de emitir billetes, dispone de un margen de maniobra mayor que si el dinero fuera puramente metálico. Con la emisión de sus billetes es factible un proceso de ajuste sin crisis financiera, ya que la *disponibilidad* de crédito a una tasa de interés *moderadamente alta*, es probable que genere una contracción en la actividad económica menos drástica en la medida que evite la quiebra de los empresarios, a diferencia de los efectos altamente contractivos que provoca la contracción del crédito (Hawtrey, 1919: 28-40).

EL CICLO MONETARIO DEL PATRÓN ORO Y LA ESTABILIDAD CAMBIARIA

EL SISTEMA patrón-oro impuso un estrecho rango de fluctuación entre las monedas, a través de límites a la evolución desigual del crédito entre los países miembros del sistema. Tales límites no garantizaban el equilibrio permanente de las tasas de cambio, pero sí permitían llevar a cabo correcciones de las tendencias desestabilizadoras del crédito, más o menos tardías, según el país de que se tratara (Hawtrey, 1919: 85). De cualquier forma, el sistema garantizaba paridades monetarias con variaciones limitadas, mediante acuerdos implícitos entre los bancos centrales de los países que comercializaban entre sí. En este marco, el oro tenía el mismo poder de compra entre dos países, porque había paridad entre esos países; es decir, el mercado de cambios regulaba al mercado de oro.⁸ En la medida que el oro mediante su exportación o importación servía de base para la determinación de la relación entre dos unidades monetarias, el patrón-oro permitía mantener la paridad de dos monedas.

Política monetaria y estabilidad cambiaria

El sistema monetario inglés surgido de la reforma de 1844, permitió la consolidación del Banco de Inglaterra como un banco

⁸ Lo cual es diferente a afirmar que existe paridad entre dos países, porque el oro tiene el mismo poder de compra en ambos países (Boyer, 1983: 39).

central, que fue capaz de mantener la estabilidad del dinero y, por tanto, de la tasa de cambio, durante el largo periodo que va de 1844 a 1914.⁹ Según Hawtrey, la separación de la actividad de emisión de la actividad bancaria, fue uno de los cambios más importantes de dicha reforma, incluso que la concesión del monopolio de emisión. Aquella modificación obligaba al departamento de emisión de billetes a respetar la regla de circulación fiduciaria fijada,¹⁰ lo cual implicaba no sólo una limitación del poder de emisión, sino también la obligación de constituir y mantener un monto de reservas. Bajo la nueva normatividad, el departamento bancario dependerá del departamento de emisión, pues aquél ya no puede fijar sus políticas de crédito independientemente del monto de los billetes disponibles en sus activos, que sólo pueden ser incrementados por el departamento de emisión.

Así, toda baja en las reservas metálicas del departamento de emisión se traduce en una disminución de los billetes disponibles en el departamento bancario y, por tanto, en una disminución del monto del crédito que éste concede a los demandantes del mismo. Sin embargo, en situaciones excepcionales, Hawtrey era partidario de que se suspendiera el límite legal de emisión, si se quería evitar una crisis. La suspensión de este límite afectaba sólo a la reserva del departamento bancario, no a la del departamento de emisión¹¹ (Hawtrey, 1933a: 123). Suspender la ley no significa suspender los pagos de los billetes en metal, sino otorgar al banco el derecho de emitir billetes por encima del límite establecido. Esta posibilidad de crear dinero sin contrapartida en una situa-

⁹Las principales características de esta reforma son: *a*) el monopolio de emisión de papel moneda; *b*) la separación del banco en dos departamentos (departamento de emisión de billetes y el departamento bancario), que lo obliga a proteger sus reservas metálicas y a estabilizar el crédito; *c*) la aceptación de la posibilidad de suspender los límites legales de emisión, significó el reconocimiento de la función de prestamista de última instancia del banco central; y *d*) la política de tasa de descuento que se aplicará paralelamente a esa suspensión, reconoce la necesidad de conciliar el papel de prestamista del banco central con su obligación de garantizar la estabilidad de la moneda.

¹⁰Con excepción de un monto máximo de circulación fiduciaria fijado por la ley, toda emisión suplementaria debía tener una cobertura oro de 100 por ciento.

¹¹Al respecto, debe señalarse que la reforma de 1844 introdujo una noción de reserva doble: la primera, constituida por los billetes conservados por el departamento bancario, y la segunda, usada en casos excepcionales, constituida por las reservas metálicas del departamento de emisión.

ción de emergencia, permite al banco central enfrentar su responsabilidad de prestamista de última instancia; de lo contrario, se corría el riesgo de paralizar el sistema de pagos si se agota una reserva, que por su propia naturaleza no puede ser ilimitada. Ahora bien, como la suspensión implica un derecho de emisión sin límites, se abre un camino a la salida de moneda, siendo necesario, según Hawtrey, que la suspensión se acompañe de un incremento en la tasa de interés que el banco central carga a sus operaciones activas, para que la expansión temporal del crédito se mantenga dentro de límites razonables (Hawtrey, 1933a: 124).

Así, las disposiciones emanadas de la reforma de 1844, permitían al banco central no sólo proteger las reservas metálicas del sistema, sino también corregir los efectos desestabilizadores del crédito mediante el ejercicio de su papel de banco de bancos.¹² Evitando así, la quiebra de empresas solventes, que ante una depresión del crédito se verían imposibilitadas para enfrentar sus compromisos bancarios. En cuanto a la actividad bancaria, el cambio más importante fue el establecimiento de un coeficiente entre los créditos y las reservas disponibles, ya que esta relación determina, en última instancia, el efecto de los movimientos de oro sobre la expansión o contracción del crédito.

Bajo el sistema oro estándar mantener la estabilidad del tipo de cambio era fundamental para cualquier país, y en particular para la Inglaterra de mediados del siglo XIX, ya que una alta proporción del comercio internacional era financiado con la libra esterlina. En este sentido, Hawtrey consideraba positivo que en la reforma de 1844, la circulación monetaria interna quedara sujeta a las

¹²Esta situación es planteada por Hawtrey como una paradoja, que consiste en la articulación entre una regla automática (ley de emisión) que permite ajustar el crédito otorgado por el sistema bancario en función de las variaciones de la reserva del banco central, y que actuaban como mecanismo de estabilidad de la moneda, por un lado, y la posibilidad de eliminar dicha ley para que el banco central asuma su papel de prestamista de última instancia. Dado que la regla automática por sí misma no suprime la inestabilidad inherente al crédito, Hawtrey considera necesario que el banco central cuente con instrumentos que le permitan corregir los excesos o contracciones del crédito, sin provocar crisis financieras. Según Hawtrey, durante la crisis de 1847 y 1866, el mero anuncio de que el gobierno había decidido suspender el límite de emisión, fue suficiente para calmar el pánico financiero, evitando así la crisis (Hawtrey, 1919: 138-139). Respecto a las experiencias históricas de la intervención del banco central, que evitaron que los pánicos bancarios se convirtieran en crisis financieras, véase Bordo (1990).

fluctuaciones del oro, pues los movimientos internacionales de oro afectaban la actividad del departamento bancario y, por tanto, la de todos los bancos del país. Ello condujo a Hawtrey a afirmar que la circulación del crédito a escala nacional e internacional (ésta a partir de la plaza de Londres) formaba un sistema único; de tal forma que las fluctuaciones del crédito interno y externo obedecían a la misma ley de funcionamiento (Hawtrey, 1927: 102).

*La política de tasas de interés
y los movimientos internacionales de capitales*

El Banco de Inglaterra, mediante su política de tasa de descuento y su intervención en el mercado monetario, imponía una tasa de interés para influir en la actividad económica y, por tanto, en la tendencia del crédito y de los precios. Este mecanismo se aplicaba también al crédito externo, desde la plaza de Londres. Según Hawtrey, en el sistema patrón-oro anterior a 1914, los bancos centrales actuaron de esta forma para mantener la equivalencia entre sus monedas. Por ejemplo, si dos países obtenían crédito a cambio de oro, y oro contra créditos a un precio determinado, un crédito en uno de esos países podía ser transformado en un crédito equivalente en el otro, para un gasto que no podía exceder del costo del envío del valor del crédito equivalente en oro, de un país al otro (Hawtrey, 1919: 78).

En este marco, si el precio demandado por una entrega en el extranjero superaba los límites de los puntos de salida de oro, se generaba una salida de oro del banco central que era utilizada para realizar el pago en cuestión. Dicho pago constituye la *demanda* internacional de entregas sobre Londres, inferior a la *oferta* de entregas sobre esa misma plaza. Ello indica un aumento de las importaciones o una disminución de las exportaciones o ambas a la vez. En ausencia de acontecimientos extraordinarios (como una venta especulativa de oro o de moneda interna) esta situación era provocada, según Hawtrey, por un exceso de crédito.¹³

¹³Cabe señalar que para Hawtrey la oferta de crédito es elástica, siempre y cuando los bancos tuvieran suficientes reservas.

El proceso es el siguiente: una expansión del crédito, al ser gastado genera un incremento en los ingresos y el consumo. Del incremento en el consumo se canaliza una parte a los productos nacionales y el resto a los productos extranjeros; con el consiguiente incremento en las importaciones y los precios internos. En el exterior, el mercado cambiario buscará una nueva posición de equilibrio, cotizando a un tipo de cambio menos favorable (esto es, *apreciado*). Si la moneda estaba ligada a otras monedas mediante el patrón-oro, las alteraciones en el tipo de cambio eran imposibles. De ahí que el excedente de importaciones provocara una escasez de divisas extranjeras sobre el mercado de cambio, y el tipo de cambio (*apreciado*) llegará hasta el punto de salida del oro. El oro empieza a ser enviado al extranjero y la cotización se mantiene en el punto de salida, límite máximo que puede alcanzar ese tipo de cambio (límite de *apreciación*). En este punto, el banco central puede abandonar el patrón-oro y dejar que la moneda se deprecie, de acuerdo con el déficit de la balanza comercial. Pero, si se quería mantener el tipo de cambio y, por tanto, permanecer dentro del sistema patrón oro, debía retenerse la salida de oro y restablecer la paridad cambiaria. Como la expansión del crédito provocó la salida de oro, según Hawtrey, sólo una contracción *paulatina*¹⁴ del crédito es capaz de invertir la situación. Incluso esta contracción podía llegar a la apreciación del dinero hasta los puntos de oro de entrada, si se quería reconstituir las reservas que la expansión anterior hizo disminuir.

¹⁴Según Hawtrey, una contracción del crédito, a través de un aumento en la tasa de interés induciría a los comerciantes a disminuir el uso del crédito. Como dicha reducción no podía llevarse a cabo mediante el incremento en sus ventas, debido a que ello es una decisión de sus clientes; al comerciante sólo le restaba disminuir sus pedidos a los productores. Una demanda de pedidos menores y precios a la baja, deprimen la tasa de ganancia y, en consecuencia, la producción y el empleo disminuyen. El desempleo se mantiene hasta que la caída de los salarios restablezca la tasa de ganancia; en este punto, dada una cantidad de dinero en la economía, la producción y el comercio con salarios y precios reducidos, pueden generar una acumulación de dinero en caja en los bancos. Situación que permitiría bajar la tasa de interés, y con ello, estimular nuevamente los préstamos (Hawtrey, 1919: 44-46), con el consiguiente incremento en la inversión y el empleo (Hawtrey, 1952: 39). A partir de aquí, el ingreso determina el gasto y, por tanto, la “demanda efectiva” y las ganancias. Sobre el monto de las ganancias obtenidas, los empresarios proyectarán su crecimiento de largo plazo (Hawtrey, 1951: 490).

Bajo el marco del sistema oro-estándar, la demanda de oro para cubrir los pagos externos obligaba al departamento de emisión a restringir el monto de billetes emitidos. Esto afectaba al departamento bancario, luego a los bancos y finalmente, a los empresarios. El resultado era una contracción del crédito y, en cadena, una reducción en el nivel de la actividad económica, de los salarios distribuidos, de la demanda global, de los precios, de las importaciones y, por consiguiente, un proceso deflacionario que permitía una mejora de la libra en el mercado cambiario. Este era el mecanismo que generalmente aplicaba el Banco de Inglaterra ante una disminución de sus reservas, hasta 1914.

Este mecanismo automático de la política monetaria confirmaba la dimensión monetaria de los movimientos en la balanza de pagos, provocados por un drenaje interno de moneda o por la salida de oro hacia el exterior que, según Hawtrey, tenían el mismo origen: la inestabilidad del crédito y el retraso con el cual el banco central toma las medidas de ajuste cada vez que aparecía un desequilibrio en el mercado de cambios (Hawtrey, 1919: cap. v). En el contexto internacional, el sistema implicaba una coordinación de las políticas monetarias que permitía alcanzar la estabilidad de las monedas ligadas al sistema de oro-estándar, lo que exigía asegurar un saldo líquido-oro para garantizar la convertibilidad. Por tanto, los bancos centrales de esos países estaban obligados a actuar mediante variaciones de su tasa de descuento en función de sus saldos líquidos, para mantener la estabilidad de sus monedas, cada vez que éstas se vieran amenazadas.

En este marco, el Banco de Inglaterra estaba obligado a provocar una contracción del crédito en el momento en que su reserva de billetes (del departamento bancario) disminuía, aun cuando todavía existía la totalidad de la reserva de oro. Esta reserva constituía, según Hawtrey, una reserva utilizable, si era necesario, para evitar una crisis. Dicha reserva daba al banco central un plazo durante el cual la contracción del crédito debía actuar, elevando el valor de la moneda; por supuesto, el equilibrio debía ser alcanzado antes del agotamiento de la reserva de metal. Una reserva alta

permitía poner en marcha una contracción *paulatina* del crédito, para evitar una severa contracción de éste.¹⁵ Según Hawtrey, esto explica que las perturbaciones del comercio exterior no se tradujeran en una depresión drástica del crédito en el mercado interno, durante el periodo 1860-1914 (Hawtrey, 1933b: 124).

Si la reserva de oro es baja, o si el sistema empieza a frenar su crédito cuando las reservas metálicas están saliendo del país, las contracciones se vuelven *violentas*, y en ese momento estalla la crisis. Si éste hubiera sido el caso de Inglaterra, las repercusiones habrían sido catastróficas a nivel mundial, por ser Londres uno de los centros financieros más importantes de la época. Efectivamente, las tasas de interés se habrían elevado a niveles extraordinarios para atraer fondos de otras plazas financieras; política que habría sido seguida por los demás países. Precipitando así la venta forzada de activos financieros tanto en el mercado interno como internacional, con la consiguiente caída de sus precios. En un escenario de recesión y pánico, el mercado mundial habría sido incapaz de ofrecer una solución (Hawtrey, 1919: 244-246).

Sin embargo, la capacidad y efectividad del sistema oro-estándar no sólo dependió de su mecanismo de doble reserva y de la oportunidad y flexibilidad con que actuaba el Banco de Inglaterra, sino también de la entrada a Inglaterra de constantes flujos de capitales externos por concepto de dividendos y remesas que generaban las inversiones y préstamos externos ingleses.¹⁶ En efecto, durante el periodo 1870-1914, Gran Bretaña acumuló un alto volumen de activos en el exterior, que le permitieron financiar la cuenta corriente de comercio y servicios de la balanza de pagos, e incluso registrar altos excedentes. De hecho, durante la primera década del siglo xx, el alto déficit de la cuenta corriente fue financiado a través de la cuenta de capital.

¹⁵Véase la nota 10.

¹⁶Hacia 1900, Gran Bretaña era un imperio que había acumulado una enorme cantidad de activos en el exterior derivados de las fuertes inversiones en ferrocarriles y compañías de acero, en particular en Estados Unidos y América Latina. Entre 1870-1914, el 40 por ciento del ahorro británico, que representaba el 25 por ciento del PNB, se encontraba colocado en el extranjero (Lelart, 1998: 14).

Con el propósito de equilibrar sus cuentas, para mantener estable su tasa de cambio, Gran Bretaña se veía obligada a otorgar préstamos o realizar nuevas inversiones en el exterior, cada año. Si los cambios le eran favorables, el ritmo de préstamos e inversiones externas se aceleraba; en caso contrario, estas corrientes disminuían, mediante la elevación de la tasa de redescuento. Ello aumentaba el costo corriente sobre los valores y los ingresos que se podían obtener de cuentas a corto plazo dentro del país. El encarecimiento de los fondos en el mercado monetario de Londres, significaba que el volumen del financiamiento disminuiría, aunque en muchos casos sólo significaba un cambio en el plazo del préstamo (Minsky, 1986: 13-14).

La Primera Guerra Mundial causó efectos devastadores en la distribución de las reservas de oro a nivel mundial, concentrándose en los países emisores de crédito, principalmente en Estados Unidos. Después de un retiro de seis años del sistema oro-estándar, Inglaterra regresaba en 1925 a la convertibilidad oro, con la paridad previa a la guerra, pero con precios y salarios altos, a causa de los gastos de guerra, que la colocaron en desventaja en la competencia internacional. En 1929, el colapso del mercado norteamericano empeoró la situación de Inglaterra; por un lado, el alto valor de la libra esterlina con respecto a las otras monedas, agravó el deterioro de su balanza en cuenta corriente, y por el otro, las altas tasas de interés para atraer oro a Londres profundizaron el paro (Lelart, 1998). Finalmente, en 1931, Gran Bretaña abandonará el sistema de oro-estándar.

Durante el periodo de entreguerras, el comercio internacional registró fuertes fluctuaciones que se reflejaron en grandes embarques de oro entre las naciones que comerciaban entre sí; en el caso de Inglaterra se registró una fuerte reducción en sus reservas de oro. Hasta antes de 1914, Hawtrey estaba de acuerdo en que en tal situación, el Banco de Inglaterra actuara mediante la reducción de billetes en circulación, a través de la venta de valores gubernamentales. Mediante las operaciones de mercado abierto se retiraba liquidez del sistema bancario y se elevaba la tasa de interés

para atraer depósitos en dinero y desalentar los préstamos. Alternativamente, también se elevaba el tipo de interés para los depósitos en oro.¹⁷ Sin embargo, hacia principios de la década de los treinta, si bien Hawtrey seguía recomendando reducir inmediatamente los salarios,¹⁸ como una primera medida, ya que la reducción de la tasa de interés podría generar una salida de reservas; no obstante, él considera necesario bajar la tasa de interés y devaluar la moneda de acuerdo con el déficit de la balanza comercial. Es decir, siguiendo a Hawtrey, una recesión económica como la que registraba Gran Bretaña,¹⁹ sólo podía ser resuelta mediante una política de crédito barato y depreciación de la moneda, para estimular el crecimiento del producto y el empleo, primero, y una posición competitiva en el comercio exterior, posteriormente (Hawtrey, 1933a: 4).

Las lecciones del planteamiento de Hawtrey

La tesis central de Hawtrey de la inestabilidad económica en un contexto de economía crediticia, previa a la emergencia de los mercados financieros y de capital, como característica determinante del sistema de producción capitalista, permite rescatar algunas lecciones para los países en desarrollo, donde el sistema financiero todavía no alcanza su etapa de madurez. En estos países el crédito continúa enfrentando limitaciones como las analizadas por Hawtrey bajo el sistema oro-estándar. Si bien no

¹⁷En Gran Bretaña se le denominó a esta tasa, “tasa bancaria” (Bank Rate).

¹⁸Hacia 1931, Hawtrey había moderado su concepción sobre la flexibilidad de los precios, de ahí que argumentara que la reducción de los salarios sólo debía cubrir la baja en los precios (Hawtrey, 1933b: 4).

¹⁹La crisis de 1929, con todas sus secuelas del paro, obligaban a Inglaterra a evitar efectos deflacionarios, de tal manera que se rechazaba la instrumentación de políticas monetarias restrictivas con tipos de interés elevados. La estabilidad de la moneda pasaba a segundo plazo. Después de la Segunda Guerra Mundial, esta situación empeoró, Gran Bretaña se encontraba devastada; de tal forma que su prioridad era la reconstrucción de su economía. La reconstrucción económica debía basarse en la liquidación de una buena parte de sus inversiones extranjeras, comenzando por los títulos más rentables y seguros, y deseando obtener créditos baratos. Las obligaciones derivadas del papel internacional de su moneda no eran ya sostenibles. Gran Bretaña tenía que renunciar a ser el banco central del mundo (Lelart, 1998: 23).

está limitado por el oro, sí por las monedas convertibles, específicamente por el dólar; ello explica que el crédito esté determinado por los movimientos de los flujos de capitales internacionales y, por tanto, por el nivel de las reservas internacionales en el banco central.

En los países en desarrollo el banco central utiliza instrumentos recomendados por Hawtrey, como las operaciones de mercado abierto y la tasa de interés de corto plazo. La reducción de las reservas internacionales sigue generando incrementos en la tasa de interés y contracción del crédito, que provocan fuertes recesiones económicas como las analizadas por Hawtrey, y cuyos efectos ya los padecieron México en 1994-1995, las economías del sudeste asiático en 1997-1998, Rusia en 1998, y Turquía en 2001 (Toporowski, 2003: 147).

Bajo el sistema oro-estándar, el tipo de cambio se mantuvo fijo, y la única alternativa para corregir los desequilibrios externos era suspender la convertibilidad de billetes del banco central en oro; tal y como lo hizo Gran Bretaña en 1914. Esta inflexibilidad fue reconocida en los acuerdos de Bretton Woods, al contemplar la modificación del tipo de cambio bajo circunstancias excepcionales. Después de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, la depreciación del tipo de cambio se volvió una práctica muy recurrente para obtener ventajas competitivas en el comercio internacional (al elevarse las exportaciones) y ahorrar reservas internacionales (con la disminución de las importaciones). Sin embargo, la desregulación y liberalización de los sistemas financieros de los países en desarrollo introdujeron otros factores no presentes en el sistema oro-estándar. Uno de ellos y, quizás el más importante, es la presencia de altos flujos de capitales externos a nivel internacional, que han convertido a las monedas de reserva internacional, en el factor determinante del nivel del crédito y, en consecuencia de la estabilidad monetaria en las economías en desarrollo. Cancelando la posibilidad de utilizar la depreciación de la moneda para corregir los desequilibrios del sector externo, para recurrir en su lugar al mecanismo prevaleciente en el sistema oro-estándar, esto es, altas tasas de interés para depósitos en reservas internacionales en el banco central. Dicha estrategia confi-

gura un circuito contradictorio: primero, las altas tasas de interés elevan el tipo de cambio, el cual ante la imposibilidad de depreciarse debido al objetivo de estabilidad monetaria, se mantendrá estable (tipo de cambio real *apreciado*); segundo, la entrada de nuevos flujos de capitales externos, permite sostener un tipo de cambio alto, pero también agudiza el carácter inestable del crédito y, por tanto, el estancamiento económico. Consecuentemente, bajo la nueva estructura financiera liberalizada, nos encontramos bajo una especie de sistema de oro-estándar limitado por los flujos de capitales externos, pero con el agravante de que los factores causantes de inestabilidad financiera y económica, analizados por Hawtrey, se han agudizado debido a la ausencia de un marco institucional regulatorio.

EL NUEVO CICLO MONETARIO:
LIBERALIZACIÓN FINANCIERA
Y FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS
EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

LA MAYOR integración de los sistemas financieros locales al mercado financiero internacional representa un reto para la conducción de los bancos centrales. La principal implicación, cuyos efectos ya son visibles, es la menor efectividad de la política monetaria para atenuar el ciclo económico. Por ejemplo, desde mediados de los años noventa ha sido necesario instrumentar variaciones mayores en la tasa de interés instrumento (bonos gubernamentales) para activar o moderar la demanda agregada; siendo que en décadas pasadas se obtenían los mismos resultados con variaciones menores. Lo mismo sucede con el control de la inflación, incluso es factible que con mayores variaciones en las tasas de interés, el efecto deseado no se logre o se logre en menor medida.

Flujos de capitales y tipo de cambio

Tras el abandono de los acuerdos de Bretton Woods, los flujos de capitales internacionales empezaron a desempeñar un papel rele-

vante en el manejo del tipo de cambio y el diseño de la política monetaria, pues la excesiva entrada de divisas dificulta el control de los agregados monetarios y el manejo de la política de tasas de interés y tipo de cambio, lo que a su vez influye en el control de la inflación.

La afluencia masiva de capitales externos a los países en desarrollo se debe en gran medida a la implementación de programas de estabilización interna, basados en políticas radicales de desregulación económica, en concreto las referentes a la apertura comercial y desregulación financiera. La eliminación de las restricciones en la operación del mercado y la desregulación del sector financiero contribuyeron a mejorar las expectativas de rentabilidad de la inversión, resultado de la percepción de una mayor solidez de los fundamentos macroeconómicos (Kregel, 1999). Sin embargo, las causas directas que incidieron en el flujo creciente de recursos externos estaban más ligadas al retiro de los controles sobre la cuenta de capitales y la instrumentación de políticas monetarias restrictivas, a las privatizaciones de un amplio sector de empresas públicas, a los movimientos contrarios en las tasas de interés de otros países y a la diversificación de las inversiones internacionales. Ello explica que en una década, varias de las economías en desarrollo que había presentado una fuerte escasez de recursos externos, como consecuencia de la insolvencia para hacer frente al problema de su deuda externa, se convirtieran en mercados de capitales emergentes.

En economías pequeñas y abiertas, con régimen de tipo de cambio fijo (tipo de cambio nominal estable), en un contexto de libre movilidad de capitales, el control de la oferta monetaria constituye uno de los principales problemas. Por ejemplo, una contracción del crédito interno, *ceteris paribus*, para disminuir la liquidez, provoca presiones sobre el tipo de cambio. Para evitar que éste se aprecie, el banco central debe intervenir en el mercado cambiario, vendiendo moneda nacional y comprando moneda extranjera. Esta política modifica el componente interno de la base monetaria, mediante una compensación en sentido contrario de su componente externo. En la medida que estos efectos contrarres-

ten en su totalidad las variaciones del crédito interno, la base monetaria se determinará independientemente de las políticas del banco central; es decir, la oferta nominal de dinero no podrá ser controlada por el banco central.

Para mantener un flujo constante de capitales externos, es muy común que la autoridad monetaria de las economías emergentes sostenga una tasa de cambio semifija. Esta estabilidad cambiaria, generalmente es un simple resultado del mismo flujo de capitales y de la creciente acumulación de reservas internacionales en el banco central, generado por el proceso de esterilización de divisas, como medida necesaria para preservar la estabilidad monetaria interna. En consecuencia, la estabilidad del tipo de cambio nominal desempeña un papel central en la política monetaria antiinflacionaria. Mientras la fijación de la tasa de cambio permite reducir el efecto de la inflación importada que generan las expectativas de futuras depreciaciones de la moneda, la estabilidad del tipo de cambio nominal refuerza la entrada de nuevos flujos de capitales y la permanencia de los existentes.

Política monetaria y equilibrio externo

Sin embargo, el mantenimiento por largos periodos de un tipo de cambio sobrevaluado, que en la práctica actúa como un tipo de cambio fijo, afectará la competitividad del sector externo, pues erosiona la competitividad de las exportaciones y estimula las importaciones, que ya de por sí pueden ser elevadas debido al alto grado de apertura comercial. Ello obliga a la autoridad monetaria a reevaluar las consecuencias económicas de que la absorción de los flujos de capitales se lleve a cabo mediante la apreciación del tipo de cambio. Si se quiere evitar el deterioro de la competitividad externa es necesario realizar un ajuste cambiario, pero ello repercutirá en una alza en el nivel de precios, lo que obstaculizará el cumplimiento de la meta inflacionaria. Así que, la autoridad monetaria optará por mantener una apreciación del tipo de cambio real. El sostenimiento de un tipo de cambio nominal estable dependerá de la capacidad del banco central para evitar o controlar una

expansión de la oferta monetaria, o para sostener una estructura deseada de tasas de interés internas. Dicha capacidad está determinada por el margen que tenga la autoridad monetaria para absorber o esterilizar el alto flujo de divisas, la cual depende a su vez del desarrollo del mercado financiero local (Chick, 1988) y del monto de la pérdida que el banco central esté dispuesto a absorber. La pérdida se origina porque el banco central debe emitir pagarés que paguen tasas de interés reales mayores a los rendimientos que recibe por los activos internacionales acumulados.

De lo anterior se desprende que, en un contexto de altos flujos de capitales externos, la autoridad monetaria de los países en desarrollo recurrirá a la semifijación del tipo de cambio nominal para mantener estable el nivel de precios, debido a que el banco central no tiene posibilidades de controlar la oferta nominal de dinero. Ello tiene implicaciones importantes en materia de política monetaria, pues significa que los precios no son determinados por la oferta de dinero, sino por el manejo del tipo de cambio. En consecuencia, la estabilidad de precios, que es el objetivo último de la política monetaria, dependerá del mantenimiento de un tipo de cambio nominal fijo, que en la práctica significa un tipo de cambio real sobrevaluado (Dornbusch, 1998).

El banco central puede recurrir a las variaciones de su crédito interno para influir en la oferta monetaria, a través de un proceso de ajuste de las tasas de interés de mercado que no implique fuertes variaciones del tipo de cambio. Sin embargo, el instituto emisor únicamente puede intervenir indirectamente en este proceso, mediante la determinación de la tasa de interés nominal de corto plazo de los bonos públicos (tasa instrumento). Para evitar una reducción del diferencial de las tasas internas con respecto a las externas, que propicie una reducción en la entrada de flujos de capitales o incluso su salida masiva, la autoridad monetaria se ve obligada a recurrir a una contracción del crédito interno del banco central. En otras palabras, la capacidad del banco central para absorber el alto flujo de divisas dependerá de la contracción del crédito interno (Kregel, 1999).

LA POLÍTICA MONETARIA Y EL TIPO DE CAMBIO EN MÉXICO

CON EL otorgamiento de la autonomía al Banco de México en 1993, su intervención ha cambiado tanto en sus objetivos como en sus funciones. Bajo este marco, el comportamiento discrecional del instituto emisor se amplió al obtener independencia para determinar el volumen del crédito primario y libertad de su junta de gobierno para tomar decisiones y administrar la institución. Esta amplia autonomía quedó plasmada en su ley orgánica, al establecerse como objetivo prioritario la estabilidad de los precios internos y como función central la constitución y manejo de las reservas que requiera el logro de dicho objetivo; en tanto que el objetivo de coadyuvar al crecimiento económico quedaba relegado a un segundo plano (Ramírez, 2001).

Para el logro de su objetivo prioritario, el Banco de México ha venido adoptando como objetivo intermedio de la política monetaria, el saldo promedio acumulado en la cuenta que los bancos comerciales mantienen en el banco central. Mediante el cumplimiento de este objetivo, el instituto central influye en la tasa de interés real y, a través de ésta afecta el volumen de crédito y el nivel de la demanda agregada (Murillo, 1995).

El control de la liquidez y el tipo de cambio como ancla nominal, 1988-1994

Los flujos de capitales externos, por sus efectos desestabilizadores derivados de su carácter altamente volátil, han determinado en gran medida el diseño y ejecución de la política monetaria en México. Durante el periodo de 1988 a 1994, la política monetaria se apoya en el tipo de cambio como ancla nominal, buscando influir en las expectativas de inflación. Con ese propósito las acciones del Banco de México se orientaron al sostenimiento de un tipo de cambio, que mediante las operaciones de esterilización buscaba mantenerse dentro de una banda; en tanto que las

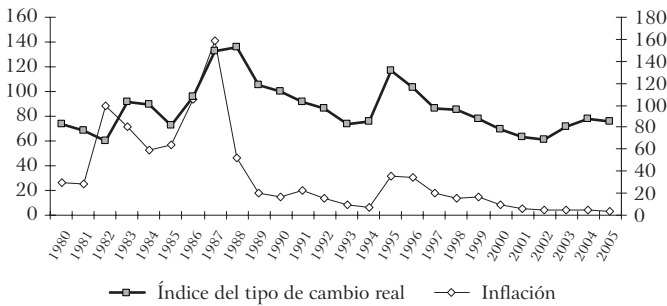
variaciones en la liquidez se compensaban por medio del crédito interno neto.

La estrategia de banda cambiaria que consistió en ligeros deslizamientos diarios, al margen de la brecha inflacionaria entre México y Estados Unidos, condujo a la constante sobrevaluación del peso y deterioro de la balanza comercial. Se suponía que el aumento de la productividad revertiría el desequilibrio externo al elevar la competitividad de las exportaciones. Sin embargo, ello no sucedió, y en 1994 el déficit en cuenta corriente alcanzó el 7 por ciento, como proporción del PIB, en tanto que el peso presentaba una sobrevaluación de más del 30 por ciento.

En un contexto de apertura comercial y liberalización financiera, la política antiinflacionaria se sustentó en la entrada de flujos de capitales externos atraídos por la privatización de un sector importante de empresas públicas, el auge del mercado bursátil, las altas tasas de interés y el endeudamiento público y privado (Huerta, 1995). En tal situación, era evidente que los ajustes cambiarios no pretendían corregir el desequilibrio externo, pues la desvalorización de los activos que genera una devaluación hubiera provocado la reversión de los flujos de capitales externos.

Durante el periodo 1990-1994 el índice del tipo de cambio real presentó una tendencia a sobrevaluarse, misma que se refleja en un índice menor a los 100 puntos que representa el punto de equilibrio; mientras que el índice de precios registra un comportamiento muy ligado a la evolución de índice del tipo de cambio (véase gráfica 1). Dicho comportamiento confirma que éste fue usado como ancla nominal contra la inflación, que el aumento en la sobrevaluación del peso, que agravó el déficit en la cuenta corriente, precipitara la crisis (que ya se veía venir desde finales de 1993) con la macrodevaluación de diciembre de 1994. El ajuste cambiario se reflejó inmediatamente en un repunte inflacionario y en una subvaluación del peso del 17 por ciento en 1995, la cual se erosionó rápidamente, pues para 1996 el nivel de subvaluación sólo era del 3 por ciento. A partir de ese año, el gobierno ha recurrido

GRÁFICA 1
 ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL E INFLACIÓN



Fuente: INEGI, *Estadísticas Históricas de México*, 1980; y Banco de México, *Indicadores Económicos*, varios años.

de manera permanente a la apreciación de la moneda para contener las presiones inflacionarias; en particular durante los años 2000-2003. Para finales de 2005, el tipo de cambio registró una sobrevaluación del 25 por ciento (véase gráfica 1 y el siguiente cuadro). Por otro lado, estos indicadores ratifican la afirmación de que en México el mecanismo de transmisión de la política monetaria va del tipo de cambio a los precios (Mántey, 1995 y 2004).

TIPO DE CAMBIO, PRECIOS Y SECTOR EXTERNO

Año	Balanza de pagos (millones de dólares)					
	Margen de sub-sobrevaluación ¹ sub (-) sobre (+)	Inflación 1990=100	Cuenta corriente	Cuenta comercial	Cuenta de capital	Reservas internacionales
1988	-2.06	51.65	-2,377.0	97,623.0	-1,164.0	6,348.9
1989	-2.83	19.70	-5,822.0	-5,822.0	3,177.0	6,620.4
1990	6.40	16.32	-7,451.0	-882.4	8,114.6	10,168.3
1991	17.48	22.70	-14,646.7	-7,279.1	24,785.9	17,546.6
1992	25.82	15.48	24,438.5	-15,933.8	26,485.8	18,554.2
1993	32.71	9.74	-23,399.2	-13,480.5	32,341.3	24,537.5
1994	9.39	6.95	-29,662.0	-18,463.7	14,975.6	6,148.2
1995	-16.80	35.00	-1,576.7	7,088.5	15,331.6	15,741.0
1996	-3.62	34.39	-2,507.6	6,530.9	4,327.2	17,509.2
1997	10.16	20.65	-7,665.0	623.6	16,638.7	28,002.9

Año	Margen de sub-sobrevaluación ¹ sub (-) sobre (+)	Inflación 1990=100	Balanza de pagos (millones de dólares)			
			Cuenta corriente	Cuenta comercial	Cuenta de capital	Reservas internacionales
1998	5.55	15.93	-16,072.4	-7,913.5	18,737.0	30,139.8
1999	21.54	16.56	-14,011.9	-5,583.7	13,902.7	30,733.4
2000	27.70	9.49	-18,188.3	-8,003.0	18,474.5	33,554.9
2001	35.25	6.37	-18,169.9	-9,953.7	25,676.3	40,879.9
2002	24.00	5.04	-13,772.0	-7,916.2	22,570.0	47,984.0
2003	15.99	4.54	-8,936.1	-5,623.7	17,649.6	57,434.9
2004	18.73	4.69	-7,179.6	-8,811.1	13,706.2	61,496.3
2005	27.17	3.52	-5,708.3	-7,558.4	13,826	68,668.9

¹A diciembre de cada año

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, *Indicadores Económicos* e INEGI, *Anuario Estadístico*, 2000 y 2004

El control de la liquidez y el tipo de cambio, 1995-2004: ¿tipo de cambio flexible o flotación sucia?

Con la devaluación del peso en 1994 y el retorno a un escenario de elevada inflación, la credibilidad del Banco de México se vio seriamente dañada. Para restablecer el ambiente de confianza, la autoridad monetaria anuncia en marzo de 1995 el abandono del tipo de cambio como ancla nominal, y ratifica el objetivo prioritario de combate a la inflación. Para el logro de dicho objetivo, se declara que se instrumentará un tipo de cambio *flexible* que permitiera enfrentar los efectos negativos generados por la alta volatilidad de los flujos de capitales externos (Carstens y Werner, 1999; Martínez, Sánchez y Werner, 2001). Bajo este esquema monetario, el manejo de las reservas internacionales le permitirá al instituto emisor garantizar la estabilidad de la moneda, mediante la compensación de los desequilibrios entre ingresos y egresos de divisas del país.

Dicha estrategia representó un cambio importante en la instrumentación de la política monetaria, al convertir a la tasa de

interés en el principal mecanismo de control de la liquidez, y cuyas variaciones se realizaría a través del “corto”. Este mecanismo opera a través de la determinación diaria de un objetivo de saldo acumulado de las cuentas de los bancos en el banco central (Díaz de León y Greenham, 2001; Castellanos, 2000). En consecuencia, las señales de política monetaria se transmiten por medio de la cantidad deseada en los saldos acumulados. Así, cuando el Banco de México determina como objetivo un saldo acumulado negativo (“corto”), ello indica que no está dispuesto a proporcionar recursos a la tasa de interés de mercado; obligando a los bancos comerciales a obtener fondos a través del sobregiro o en el mercado de dinero. De esta forma, el Banco de México envía la señal de que ha adoptado una política monetaria restrictiva de tasas de interés.

A partir de 1996 y hasta 2005, es factible distinguir dos etapas en el manejo de la política monetaria y cambiaria. Durante la primera etapa, que va de 1996 a 1999, el desempeño de la economía nacional se vio afectado por algunos eventos internacionales, como las crisis de las economías asiáticas, rusa y brasileña y la caída de los precios internacionales del petróleo que obligaron a realizar un ajuste cambiario. Con el consecuente deterioro en el clima de negocios que se reflejó en la caída de la Bolsa de Valores y un aumento de las tasas de interés. Ante tal situación, el Banco de México puso en marcha políticas altamente restrictivas que lograron frenar las presiones inflacionarias. Por un lado, se aplicó el “corto” y se ajustó el tipo de cambio para enfrentar los efectos de la crisis asiática y restablecer la competitividad de las exportaciones mexicanas (véase cuadro anterior). A pesar del carácter altamente restrictivo de estas medidas, la meta inflacionaria no se logró, pero sus efectos contractivos sí actuaron sobre la demanda agregada. Por el otro, la caída del precio internacional del petróleo en 1998, se tradujo en un recorte del gasto público, que a su vez se reflejó en un deterioro social.

Dado el clima de incertidumbre financiera que estas medidas generaron, el gobierno federal recurrió al llamado *blindaje financiero*, que consiste en la contratación de crédito con el Fondo Moneta-

rio Internacional y otras instituciones financieras.²⁰ Si bien la contratación de estos créditos no incrementó el endeudamiento externo, debido a que no se hizo uso de los mismos, y sólo servía, según la autoridad monetaria, como factor psicológico para restablecer el clima de negocios y para desalentar la especulación contra el peso; en la práctica ello permitió contener el ajuste cambiario. De tal forma que el peso registró una constante apreciación, misma que no se corrigió con el reducido ajuste del tipo de cambio, ya que para 1999 ésta era de 21 por ciento.

Al parecer, durante la etapa 1996-1999, el tipo de cambio *flexible* logró sortear los efectos inflacionarios de los choques externos, mediante la estrategia de sobrevaluación del tipo de cambio; sin embargo, el aletargamiento del crecimiento económico y el creciente desempleo se hicieron presentes, dejando ver que la estabilidad monetaria carecía de sustento económico real.

En la segunda etapa, 2000-2005, la capacidad del Banco de México, para influir en las tasas de interés y en el nivel de precios, se vio severamente afectada, como consecuencia del alto flujo de capitales externos. Efectivamente, desde 2000 se vienen registrando una entrada inusitada de capital extranjero; no obstante, en 2001 éstos provenían principalmente de las fusiones de los tres bancos mexicanos más grandes con bancos internacionales.²¹ En consecuencia, si dejamos de lado estas operaciones, es claro que el desempeño de la economía mexicana está provocando una pérdida paulatina de su capacidad para atraer inversión extranjera directa (IED).

En este ambiente, el incremento en la entrada de flujos de capital externo, estimulados por el establecimiento de altas tasas de interés internas que la política monetaria contractiva propicia, obliga al Banco de México a esterilizar divisas para evitar un cre-

²⁰De 1999 a 2001 se extendieron líneas de crédito a México por los siguientes montos: 1999-2000, 23,000 millones de dólares; 2000-2001, 26,000 millones de dólares; y en 2001, 15 millones de dólares. Véase *Informe del Banco de México*, 2000 y 2001.

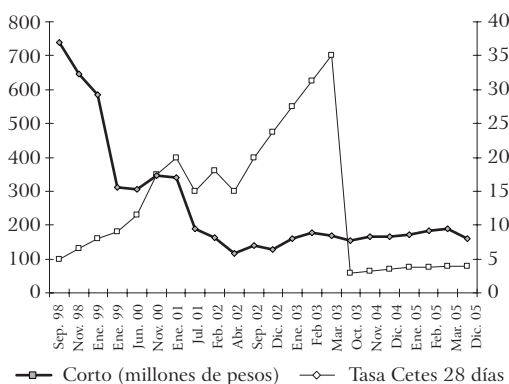
²¹Nos referimos a Banamex-Citigroup, Bancomer-bbv y Serfin-Santander. Si consideramos el valor del renglón de inversión extranjera directa de la balanza de pagos, tenemos que de los 26,569 millones de dólares captados en 2001, 46 por ciento corresponde a la fusión Banamex-Citigroup. Para 2003, dicho renglón había disminuido a 10,731 millones de dólares, cifra inferior a las remesas (13,266 millones de dólares) y a los ingresos por exportaciones de crudo (16,835 millones de dólares).

cimiento de la base monetaria, que a su vez presione sobre los precios y, por tanto, sobre el tipo de cambio. Pero, esta política ha resultado altamente costosa para el gobierno federal, porque implica por un lado, un crecimiento del endeudamiento tanto interno como externo y, por el otro, el incremento en las reservas internacionales genera pérdida para el Banco de México, ocasionadas por el alto diferencial entre la rentabilidad de sus obligaciones en títulos del Tesoro norteamericano (a tasas de interés reales bajas) y sus obligaciones internas (a tasas de interés reales altas).

El incremento en el *stock* de reservas internacionales ha permitido a la autoridad monetaria mantener el tipo de cambio en altos niveles de sobrevaluación, con el consecuente deterioro de la competitividad del sector exportador. En 2001 el alto margen de sobrevaluación, 35 por ciento, llevó a los sectores manufacturero y maquinador a solicitar la intervención del Banco de México para disminuir el desequilibrio cambiario (Garzón, 2002). En 2002 se da un ajuste cambiario que rebasó la barrera de los 10 pesos por dólar, disminuyendo el porcentaje de apreciación del peso de 24 por ciento en 2002 a 16 por ciento en 2003. Este ajuste cambiario parcial (del 8 por ciento) no fue suficiente para contener la presión al alza en el nivel de precios. Para corregir la inestabilidad monetaria se incrementa el “corto”, que pasa de 300 a 400 millones en septiembre de 2002 y de 400 a 700 millones en el primer semestre de 2003. Si bien esta medida incidió en una pequeña disminución de las tasas de interés nominales (de 8.86 a 8.43 por ciento), no tuvo el mismo efecto en la tasa de inflación, que fue de 5.7 por ciento anual, nivel superior a la meta de 4.5 por ciento para el primer semestre de 2003 (véase gráfica 2). En cambio, el PIB sólo creció en un 0.9 por ciento, el déficit público fue de 1.25 por ciento, como proporción del PIB, por arriba del 0.65 planeado. Como vemos, nuevamente el costo de mantener estable el tipo de cambio y, por tanto, evitar presiones inflacionarias, recayó en la contracción del nivel producto y el empleo. Estos resultados por sí mismos hablan del carácter altamente contractivo de la política monetaria antiinflacionaria.

En 2003 el peso presenta una depreciación con respecto al dólar, la cual coincide con los preparativos de la guerra de Iraq,

GRÁFICA 2
RELACIÓN “CORTO” - TASA DE INTERÉS



De lo anterior se desprende que, en la práctica y, en términos generales, la política monetaria antiinflacionaria que se viene aplicando desde 1996, sigue estando sostenida por el anclaje del tipo de cambio, pues las variaciones en el tipo de cambio real son estrictamente controladas (*flotación sucia*) por el instituto emisor. En otras palabras, no existe una flexibilidad real del tipo de cambio, ya que la estabilidad relativa de la tasa de cambio nominal se sostiene en la permanente apreciación de la tasa real. Esta política cambiaria, en combinación con las altas tasas de interés reales internas, han venido reforzando la entrada de grandes volúmenes de capitales externos, que a su vez permiten sostener un tipo de cambio apreciado. Ello pone en duda la capacidad del Banco de México para incidir en la tasa de interés y en el tipo de cambio, a través del mecanismo del “corto”.

En consecuencia, el mantenimiento de la estabilidad monetaria depende, por un lado, del monto de reservas internacionales acumuladas en el Banco de México y, por el otro, de la contracción del crédito interno generada por la política monetaria restrictiva basada en el “corto”. La combinación de una política monetaria basada en altas tasas de interés, que contraen el crédito interno y un tipo de cambio apreciado, exhibida por la autoridad monetaria como una *estrategia monetaria exitosa*, porque permite acercarse al objetivo de inflación; en realidad ha tenido un alto costo económico y social. En efecto, la grave contracción en el crecimiento económico y las fuertes presiones sobre el sector externo, están erosionando la capacidad generada de empleos. Al respecto cabe mencionar que entre 2004-2005, las exportaciones mexicanas perdieron competitividad en los mercados internacionales (Banco de México, 2006). En este sentido, el estancamiento económico con estabilidad monetaria que caracteriza la evolución de las últimas dos décadas de la economía mexicana, cuestiona la tesis neoliberal que sostiene, que una baja inflación conduce necesariamente a un crecimiento del producto y el empleo, a sus niveles próximos a los potenciales (curva de Philips).

A MANERA DE CONCLUSIÓN

EN LOS PAÍSES en desarrollo la reducción de las reservas internacionales sigue generando incrementos en la tasa de interés y contracción del crédito, que provocan fuertes recesiones económicas como las analizadas por Hawtrey, y cuyos efectos ya los padeció México en 1994-1995.

La desregulación y liberalización de los sistemas financieros de los países en desarrollo introdujeron otros factores no presentes en el sistema oro-estándar. Uno de ellos y, quizás el más importante, es la presencia de altos flujos de capitales externos a nivel internacional, que han convertido a las monedas de reserva internacional en el factor determinante del nivel del crédito y, en consecuencia de la estabilidad monetaria en las economías en desarrollo. Ello cancela la posibilidad de utilizar la depreciación de la moneda para corregir los desequilibrios del sector externo, recurriendo en su lugar al mecanismo prevaleciente en el sistema oro-estándar, esto es, altas tasas de interés para depósitos en reservas internacionales en el banco central.

Esta estrategia genera un mecanismo contradictorio en los países en desarrollo. Por un lado, las altas tasas de interés elevan el tipo de cambio, el cual ante la imposibilidad de depreciarse debido al objetivo de estabilidad monetaria, se mantendrá estable (tipo de cambio real *apreciado*); segundo, la entrada de nuevos flujos de capitales externos, permite sostener un tipo de cambio alto, pero también agudiza el carácter inestable del crédito y, por tanto, el estancamiento económico. Así, la nueva estructura financiera liberalizada está sostenida por una especie de sistema de oro-estándar, pero ahora limitado por los flujos de capitales externos, con el agravante de que los factores causantes de inestabilidad financiera y económica, analizados por Hawtrey, se han agudizado debido a la ausencia de un marco institucional regulatorio.

En el caso de México, la estabilidad en el tipo de cambio y, por ende, la estabilidad monetaria están sostenida por la acumulación de reservas internacionales y por el mecanismo del "corto", que eleva las tasas de interés y contrae el crédito interno. Sin

embargo, la constante sobrevaluación del tipo de cambio produce efectos negativos directos sobre las variables macroeconómicas reales (nivel de inversión, empleo, etcétera), el sector externo y el mercado de capitales.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE MÉXICO, *Informe Anual*, 2000 y 2002.
- , “La conducción de la política monetaria del Banco de México a través del régimen de saldos diarios”, documento interno, México, 2003.
- , *Informe sobre la inflación y Programa Monetario para 2006*, México, enero de 2006.
- BORDO, M.D., “El prestamista de última instancia: puntos de vista alternativos y experiencia histórica”, en L. Bendesky (comp.), *El papel de la banca central en la actualidad*, México, CEMLA-Banco de España, 1990, pp. 1-23.
- CARSTENS, A.G. y A.M. Werner, “México’s Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime”, documento de investigación, núm. 9905, Banco de México, mayo de 1999.
- CASTELLANOS, S., “El efecto del corto sobre la estructura de tasas de interés”, *Serie Documentos de Investigación*, núm. 2000, Banco de México, junio de 2000.
- CHICK, V., “The evolution of the banking system and Theory of monetary”, en S.T. Frowen (ed.), *Monetary theory and monetary policy*, New tracks for the 1990’s, St. Martin’s Press, 1988.
- DÍAZ DE LEÓN, A. y L. Greenham, “Política monetaria y tasas de interés: experiencia reciente para el caso de México”, *Economía Mexicana*, nueva época, vol. x, núm. 2, CIDE, 2001, pp. 213-258.
- DORNBUSCH, R., *Keys of Prosperity, Free Markets, Sound Money, and a Bit of Luck*, Londres, MIT, 1998.
- GARZÓN, Felipe, “Apreciación del tipo de cambio del 40 desde 1990”, *El Financiero*, 17 de junio de 2002.
- HAWTREY, R.G., *Currency and Credit*, Londres, Longmans, Green and Co., 1919.
- , *The Gold Standard in Theory and Practice*, Londres, Longmans, Green and Co., 1927.

- , *Trade Depression and the Way Out*, Londres, Longmans, Green and Co., 1933a.
- , *The Act of Central Banking*, Londres, Longmans, Green and Co., 1933b.
- , “The nature of profit”, *The economic Journal*, septiembre de 1951.
- , *Capital and Employment*, Londres, Longmans, Green and Co., 1952.
- HUERTA, G. Arturo, *Causas y remedios de la crisis económica en México*, México, Diana, 1995.
- KREGEL, J., “Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods”, *Comercio Exterior*, enero de 1999.
- MANTEY, A. Guadalupe, “La política monetaria en México y la tasa de interés real”, *Investigación Económica*, núm. 211, Facultad de Economía-UNAM, enero-marzo de 1995.
- , “La política monetaria en México”; en Eugenia C., Alicia G. y Alma Ch. (comps.), *Economía financiera contemporánea*, México, Miguel Ángel Porrúa-UNAM, 2004.
- MARTÍNEZ, T.L., “El efecto de la política monetaria sobre el comportamiento de los bancos comerciales: el mercado lechero en México”, Banco de México, Serie Documentos de Investigación, núm. 9, 506, agosto de 1995.
- MARTÍNEZ, L., O. Sánchez y A. Werner, “Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México”, Banco de México, Dirección General de Investigación Económica, marzo de 2001.
- MINSKY, H.P., “Global Consequences of Financial Deregulation”, Working papers series, núm. 86, Washington University, 1986.
- RAMÍREZ, S.E., *Moneda, banca y mercados financieros en México*, México, Prentice Hall, 2001.
- TOPOROWSKI, J., “El ciclo monetario vuelve a visitar a los países en desarrollo”, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, México, FES-Acatlán-Miguel Ángel Porrúa, 2003, pp. 133-149.

Tercera parte

*Estrategias financieras
para el desarrollo nacional
con mercados
oligopólicos globales*

TRACY MOTT*

*El papel de los mercados financieros
en la actividad macroeconómica***

INTRODUCCIÓN

DE MANERA frecuente se argumenta que los mercados financieros tienen gran importancia en el comportamiento económico y empresarial porque son una fuente de financiamiento importante para el crecimiento económico. Este planteamiento es criticado por quienes cuestionan al mercado financiero, por estar gobernado bajo cierto grado de irracionalidad, debido a la actividad de especulación. Asimismo, hay controversias sobre el grado de financiamiento que las empresas obtienen de estos mercados. A partir del hecho que la mayor parte de las operaciones de los títulos de deuda y renta variable se realizan en el mercado secundario surgen varias interrogantes: ¿están muy relacionados estos mercados con el financiamiento? Adicionalmente, si las reglas que gobiernan los precios de los títulos comerciados en dichos mercados se realizan con base en la especulación, ¿no tendría este mercado un efecto perverso sobre la actividad económica?

Este trabajo busca ofrecer evidencias para realizar un análisis relevante sobre el mercado financiero y contestar las interrogantes expuestas anteriormente. Específicamente determinar si el

* Profesor asociado del Departamento de Economía de la Universidad de Denver, Estados Unidos. Quisiera agradecer a Martín Vostry por la sugerencia de algunas referencias bibliográficas. Versiones anteriores de este trabajo fueron presentadas en “The Kaleckian Analysis and the New Millennium”, patrocinado por la Union for Radical Political Economics en el seminario Allied Social Science Association, Boston, febrero de 2000, en el seminario del Departamento de Economía de la Universidad de California, Riverside, abril de 2002, y en el Biental Post-Keynesian Workshop de Kansas City, en junio de 2002.

** Traducción realizada por Noemi Levy Orlik.

mercado financiero afecta la economía deteniéndose en los cómo, dónde, y por qué; y precisar si los efectos de este mercado son benéficos o perjudiciales para la economía. Nuestro punto de partida será estudiar el mercado de acciones y de capital.

EL MERCADO DE CAPITALES

UN CAMINO para explicar la determinación del precio de las acciones comunes es señalar que su valor debería ser determinado de manera similar al de otros activos financieros o reales. Ello implica que el valor de cualquier activo previamente producido debería representar, en todo momento, la mejor estimación del comprador o vendedor potencial o cualquier agente del mercado. La base de la estimación debe realizarse considerando solamente el valor monetario que se espera obtener del activo, lo cual depende de la estimación del valor del rendimiento del mejor postor. Por consiguiente, están relacionados con los rendimientos esperados, la velocidad esperada de realización y la voluntad del inversionista marginal de pagar dichos rendimientos.

Los rendimientos de las acciones comunes están compuestos por los dividendos pagados más la apreciación de precios. En función de la estimación de estos factores, el inversionista está dispuesto a adquirirlas a un precio que otorgue un porcentaje de rendimiento igual al de otros instrumentos financieros, ajustados por diferenciales de riesgo. De considerarse las ganancias anuales de una empresa como la mejor aproximación de los dividendos más la apreciación del precio, el precio corriente (P) debería igualarse a las estimaciones de los ingresos de esas empresas de los años futuros (E_1, \dots, E_n) descontados por la tasa de rendimiento (R) necesaria para igualar el rendimiento ajustado por el riesgo al equivalente del rendimiento de los otros activos, formalizado en la ecuación (1);

$$P = \frac{E_1}{1+R} + \dots + \frac{E_n}{(1+R)^n}. \quad (1)$$

Permitiendo que $E_n = E_0(1 + g)^n$ donde g es igual la tasa de crecimiento esperada de ganancias, tenemos;

$$P = \frac{E_0(1 + g)}{R - g}, \text{ si } n \rightarrow \infty \quad (2)$$

La determinación de los precios de las acciones con base en sus “fundamentos” debería mantenerse a través del arbitraje entre los activos. La tasa de descuento (R) debería reflejar la diferencia de riesgos entre los activos, los cuales están dados por las diferentes expectativas sobre la certidumbre de los rendimientos en el tiempo de madurez, el grado de “profundidad” de los mercados, etcétera, así como por el grado de aversión del tenedor marginal de cada activo.

Si embargo, debido a que el elemento expectativas tiene una función predominante en la determinación de la valuación, en todo momento las expectativas dominantes serán las que determinarán el precio de los títulos de capital. Por consiguiente, la visión sobre las expectativas del mercado, en sí mismas, serán la mejor guía. Este es el planteamiento expuesto de manera muy brillante por John Maynard Keynes (1964 [1936]), en el capítulo 12. En consecuencia, los fundamentos sólo afectan al valor porque inciden sobre las expectativas y en sí mismos, no son más que sus propias expectativas, así como opiniones sobre cuál es la información relevante y en cuánto puede diferir del mercado. De este modo, el precio de las acciones puede romper su conexión con la información existente sobre sus fundamentos. Joan Robinson (1980 [1951]: 257-258) señaló: “no hay escapatoria del hecho que el precio actual de cualquier objeto de largo plazo, con bajos costos de almacenamiento está fuertemente influido por el precio que se espera en el futuro. Si la tasa de interés depende de las agujetas de las botas (*i.e.*, se determina por sí misma), también lo están el precio de las pinturas de Picasso”, lo cual, también aplica a los precios de las acciones de capital.

La prueba de los determinantes fundamentales (así como varias determinantes “técnicas” que reglamentan los pronósticos

de la psicología del mercado) de los precios de los activos de capital no han mostrado mejor habilidad, a partir del análisis de los “fundamentos”, para predecir las valuaciones de las decisiones aleatorias.¹ La explicación más importante proviene, por supuesto, de los seguidores de la “hipótesis de la eficiencia de los mercados” (EMH por sus siglas en inglés, nota del traductor). El argumento es que cualquier información que debería estar contenida en el precio de las acciones de capitales, está incorporada en ellos, desde el momento en que aparece en el mercado con eficiencias informativas.

Desde mi perspectiva, así como de otros profesionales, el apoyo más fuerte a esta noción –si habría alguna estrategia públicamente viable que produjese excesos sistemáticos de ganancias en los mercados–, es que su adopción por el resto de la comunidad de inversionistas eliminaría su valor mediante una inmediata reacción de precios a la información explotable por esta estrategia. La EMH permite la presencia de ganancias en exceso con base en un mayor riesgo sistemático, debido a que se supone que el inversionista promedio es aversor al riesgo. Empero, esta implicación teórica particular no ha sido corroborada, al menos, cuando se mide el riesgo a través de los planteamientos propuestos hasta ahora.

EVIDENCIA ALTERNATIVA SOBRE MERCADOS EFICIENTES

UN CAMINO más interesante que se abre sobre este tema son las anomalías relacionadas a la EMH en el sentido de que se han descubierto determinantes sistémicos de sobrerrendimientos. Desde esta perspectiva, el argumento de mayor interés es la evidencia descubierta por muchos estudios sobre la reacción de los “valores” de las acciones, *i.e.*, las acciones con precios menores al promedio con relación a la razón de precios a ingresos del mercado en su conjunto.² Si se puede mostrar que estas acciones son

¹Véase la bibliografía de Burton Malkiel (2003), capítulo 8, para profundizar más sobre estos estudios.

²Véase la bibliografía de Malkiel (2003), capítulo 11, por un número de referencias.

más riesgosas que el promedio, estos resultados no serán contradictorios con la EMH. Sin embargo, para los propósitos de este trabajo, no nos interesa argumentar en favor de la EMH. Se buscará explicar sobrerreacción del conjunto de las acciones consistente con rendimientos en excesos sistemáticos al incurrir en riesgos en demasía.

Un estudio reciente de Joseph Piotroski (2000) encuentra que, entre 1976 y 1996, en una muestra de 14,000 valores en capitales (cuyos precios oscilan en alrededor del 40 por ciento del valor contable) el exceso de rendimientos de las acciones se explica por solamente el 25 por ciento de las acciones de capital. Este autor también encuentra una asociación entre el rendimiento excepcional de las acciones y ciertos indicadores financieros, lo cual podría refutar la EMH o finalizar con dichas anomalías.

La existencia generalizada de lo que Werner DeBondt y Richard Thaler (1985) han denominado efecto “ganador-perdedor” se ha considerado como resultado de una sobrerreacción irracional por los “conductistas”. Aquellos que buscan salvar a la EMH, a la luz de este fenómeno, generalmente, lo relacionan a diferenciales de riesgo.

Edgar Peters (1991) encuentra otros resultados interesantes. Este autor argumenta que la distribución de los rendimientos obtenidos por las acciones no está distribuida normalmente, lo cual, desde la perspectiva de la EMH, implica un análisis estadístico engañoso. La distribución de rendimientos de las acciones muestra colas “anchas” e inestabilidad por la volatilidad de los rendimientos de las acciones.³ Ese argumento apoya la proposición de que los precios de las acciones son excesivamente volátiles en relación con los “fundamentos”, argumento presentado por Robert Shiller (1989).

Peters, también presenta evidencia de que el precio de las acciones de los capitales no sigue los “caminos aleatorios” de la

³ Benoit Mandelbrot (1964) sugiere que las ganancias de capital pertenecen a la familia de distribución de “paretianos estables”, que tienen varianzas no definidas o infinitas, en vez de ser distribuciones gaussianas leptocurosíticas (altas cimas y colas anchas). Paul Cootner (1964) fue el primero de muchos economistas que apoyaba la EMH que argumentó lo contrario.

EMH en su presentación débil, sino que exhibe “caminos aleatorios parciales”. Este autor conjetura que muchos inversionistas reaccionan a las tendencias sólo en precios particulares de acciones de capital que han estado observando. La evidencia estadística del camino aleatorio parcial proviene del trabajo del hidrólogo H.E. Hurst, quien participó en el proyecto de la presa del río Nilo iniciado en 1907, por varios años. Hurst necesitaba descubrir una política de descarga y asegurar que los niveles de depósitos de agua nunca fueran demasiado bajos o altos. Este autor midió las fluctuaciones de las reservas de agua afectadas por los influjos de las lluvias provenientes del Valle del Nilo y encontró que dichas fluctuaciones no eran completamente aleatorias, sino que mostraban movimientos persistentes en ciertas direcciones.

Si dichos movimientos fueran completamente aleatorios, su rango incrementaría en el tiempo en forma cuadrática. Hurst, para poder comparar diferentes tipos de series de tiempo, dividió el rango, r (la diferencia entre el nivel máximo y el mínimo en un periodo simple) de las fluctuaciones de la desviación estándar, s , para crear una razón sin dimensiones. Para ello formuló la siguiente ecuación

$$\frac{r}{s} = (aN)^H, \quad (3)$$

donde a es una constante, N es el número de observaciones de las series de datos examinados y H es el “exponente de Hurts”.

Si estas series tuvieran un verdadero camino aleatorio, el rango debería incrementar con base en la raíz cuadrada del número de observaciones y las series que responden a un camino aleatorio, deberían tener un exponente Hurst de 0.5. Un exponente Hurst significativamente diferente y mayor que 0.5, muestra mayor persistencia en el sentido de que un movimiento ascendente o descendente tiene una probabilidad mayor a 50 por ciento de ser seguida por una dirección en el mismo sentido. Las series exhiben cierta “memoria”. Esto puede aun ser caracterizado por tener cierta aleatoriedad, pero las series no serán tan “agitadas”

(*choppy*) como un camino aleatorio.⁴ Una serie de rendimientos de acciones de capital con un exponente Hurst mayor a 0.5 aún puede mostrar ciertas reversiones, pero ocurrirá con menor frecuencia y el cambio de dirección tiene una posibilidad mayor a 50 por ciento de persistir posteriormente.⁵

Peters (1991) descubrió exponentes Hurst mayores a 0.5 en un gran número de series de rendimientos de acciones, así como para el índice de las 500 de S&P (Standard and Poor, nota del traductor) en considerables muestras del periodo. La pregunta, entonces, es, ¿cómo encaja esto en las observaciones del efecto ganador-perdedor? Aunque las series con exponentes Hurst mayores a 0.5 muestran cierta persistencia, también tienen ciertos reveses a partir de lo cual generan ciertas tendencias; pero recuérdese que esto no implica certidumbre para prever –al menos por un tiempo–, un movimiento persistente en la dirección opuesta, ni tampoco se conoce la certeza del tiempo de duración. Adicionalmente, Peters encuentra un $H > 0.5$ en los mismos datos que otros encuentran en el efecto ganador-perdedor.

Desde mi perspectiva el trabajo de Peters otorga una visión para percibir las violaciones al principio de la EMH que, empero, no implica la presencia de rendimientos sistémicos en exceso sin riesgo. El comportamiento de los rendimientos descritos por series con exponentes Hurst mayores a 0.5, encaja con el razonamiento de que los inversionistas sobrereaccionan, lo cual, sin embargo, no es un comportamiento suficientemente sistemático para ser predecible. Tampoco esta sobrereacción debe considerarse irracional, ni señalar que constituyen un acto irracional las

⁴Debería resaltarse que un “camino aleatorio parcial” no es lo mismo que un “camino aleatorio con velocidad”. Un camino aleatorio con velocidad tiene una oportunidad mayor en 50 por ciento de tener una tendencia ascendente (variable) (si la velocidad es ascendente), como la probabilidad de que la volada de una moneda cargada sea mayor al 50 por ciento. La persistencia dentro de un camino aleatorio parcial, tal cual fue definido anteriormente, no tendrá la probabilidad de presentar una serie con mayor *versus* menor tendencia, a menos, el camino aleatorio parcial presente cierta velocidad.

⁵El nivel de las series de la presa del valle del Nilo presentadas por Hurst tuvieron un exponente de 0.9, que después las midió para otros ríos para los cuales encontró que $H > 0.5$. Véase Peters (1991: 61-66). Esta clase de patrón se debe a la persistencia normal observada para las lluvias. Días lluviosos generalmente son seguidos por días lluviosos y los días secos son frecuentemente seguidos por días secos.

tendencias ascendentes o descendentes que muestran ciertas persistencias. Lo que hemos denominado irracional o “imprudente” en términos del lenguaje cotidiano es ignorar la precariedad de esta persistencia. El hecho de que el mercado no sea un camino aleatorio en sí mismo no implica que pueda vencerse.

Sería conveniente, si fuese posible, tener una explicación más profunda del comportamiento observado en los rendimientos de las acciones de capital. Peters (1991) presiona su explicación hacia un estado de cosas que podría generar una dinámica no lineal en los rendimientos de las acciones, acompañados de una dependencia sensible a las condiciones iniciales y la posibilidad de bifurcaciones en el sistema de coherencia hacia el caos y de regreso. Sin embargo, este autor nunca consigue rebasar las sugerencias sobre modelos explicatorios. Los conductistas y los economistas psicólogos pueden ofrecer un número de factores adicionales.

En el contexto de este trabajo me adhiero a la noción de Keynes (1964, [1936] capítulo 12); que los precios de las acciones están gobernadas, en la práctica, por “convenciones”, a través de las cuales, implícitamente, se asume que continuará el estado actual de las cosas, siempre y cuando no existan razones para esperar un cambio de patrones, como aquellos descritos por Peters. Aunado a esto, el argumento de Nicolas Kaldor (1939) acerca de que la especulación en los mercados es conveniente para la estabilización de precios, si los especuladores tienen suficientes razones para percibir, con cierto grado de certeza, un “precio normal” para un activo especulativo. En el mercado de capitales, Keynes, efectivamente, expuso que las “nuevas” noticias de que todos disponemos, generan una sobrerreacción en los mercados. Estas noticias pueden estar relacionadas con lo que se espera afecte al ingreso de las empresas y al valor de mercado, pero, también, pueden estar conectadas con factores que afectan la psicología del mercado. Estas actitudes no son irracionales, porque no importa si el mercado se mueve debido a un factor que efectivamente influye en los valores de las empresas o, por factores que sólo se espera afecten la opinión del mercado, siempre y cuando el mercado responda a estos factores. Por consiguiente, apostar a la

irracionalidad no es por sí mismo irracional. Considerando este planteamiento, Keynes concluyó que esa base de evaluación es consistente con periodos de relativa calma interrumpidos por cambios inesperados y violentos.

Supóngase que el mercado de capitales se distingue por tendencias de sobrerreacción a las “noticias”, las cuales, sin embargo, ni son aleatorias ni predecibles –como los movimientos de un sistema caótico y dinámico. Entonces, ¿cuáles son las implicaciones de este análisis del mercado de capitales sobre la economía? Podría decirse que los efectos directos actuarán como un efecto de reforzamiento a las fuerzas que causan movimientos cíclicos en la producción y el empleo, debido a que el mercado de capitales es más reactivo a la economía (o viceversa). Cualesquiera que sean los efectos directos del mercado sobre el gasto de la inversión y el consumo, son menos importantes que los demás factores. A medida que se asume al mercado más como la “cola” del perro que el propio animal, el “meneo” de la cola es considerado como una sobrerreacción al estado del perro, lo cual sirve para exagerar el espíritu ascendente o descendente del perro.

EL MERCADO DE DEUDAS

KEYNES presentó su famosa teoría de la preferencia por la liquidez del interés en el capítulo 13 de la *Teoría general*. Aunque estaba consciente de que existe un sinnúmero de tasas de interés, argumentó que todas se podían subsumir en una tasa de interés general representando a todo un grupo. La tasa de interés está determinada por la demanda de la liquidez relativa y la oferta disponible. Lo que se contabiliza como “liquidez” es la oferta que responde a dicho deseo, que Keynes denominó “dinero”. En un pie de página, Keynes (1964 [1936]: 167), señaló que “podemos trazar la línea entre «dinero» y «deudas» en cualquier punto que se considere más conveniente para enfrentar cualquier problema particular”.

En dicho texto argumenta que la tasa de interés es el premio por renunciar a la liquidez. ¿Por qué las personas desean liqui-

dez? Keynes contestó que eso se debe a la incertidumbre sobre el futuro de la tasa de interés. Si no se sabe cuál será la tasa de interés que regirá en el futuro, tampoco se conocerá el valor futuro de la riqueza. Por consiguiente, se necesita un premio de liquidez para desprenderse del “dinero” que no está sujeto al riesgo de la tasa de interés, mientras que otros solamente aceptarán “dinero” en las transacciones. La incertidumbre sobre las tasas de interés futuras también permiten especular sobre los movimientos de la tasa de interés para obtener ganancias de éstas, a partir de lo cual surge el deseo de retener “dinero”, especialmente cuando se apuesta al descenso de ésta.

El resto del capítulo 13 y una parte significativa del capítulo 15, examina cómo cambios en la cantidad de “dinero” afectan a la tasa de interés y al conjunto de la economía. En el contexto de nuestro trabajo nos interesa analizar el argumento de Keynes sobre el efecto de la psicología del mercado en la determinación de la tasa de interés. Keynes (1964 [1936]: 203) concluyó que la tasa de interés es un fenómeno “convencional”. Dice: “el valor actual... está fuertemente gobernado por la visión prevaleciente en relación al valor que se espera que predomine”.

Parece tener sentido considerar al “dinero” –que satisface la preferencia por la liquidez– no solamente como moneda y depósitos bancarios, sino también como títulos monetarios de mercado, por el reducido plazo de dichos títulos para alcanzar la madurez. Ello implica que están sujetos a reducidos riesgos de interés.⁶ Desde esta perspectiva, se sigue que la tasa de interés convencional, desde la perspectiva de Keynes, era la tasa de bonos.

En el capítulo 15 (1964 [1936]: 201) Keynes prosiguió con el análisis de los factores que afectan la especulación en los movimientos de la tasa de interés de largo plazo. Señala que no es el nivel absoluto de r sino el grado de divergencia con respecto a lo que se considera un nivel relativamente seguro de r . Empero, la mayoría de las investigaciones realizadas con posterioridad a Keynes sobre la determinación de la tasa de interés de largo pla-

⁶Véase también Tracy Mott (1985-1986).

zo, ha tenido lugar en el contexto de las *expectativas* de la estructura de las tasas de interés. La teoría de Keynes es bastante parecida a una teoría de expectativas, aunque hay diferencias significativas en recientes reinterpretaciones de la teoría.

La lógica de la teoría de las expectativas es que los prestatarios sólo se endeudan a una tasa de largo plazo mayor que la corta, si las expectativas indican que ésta subirá en monto tal, que valga la pena. Por consiguiente, la tasa de interés de largo plazo se considera determinada por las expectativas de los movimientos futuros de la tasa de corto plazo.

Trabajos recientes, basados en esta hipótesis, han enfatizado la consistencia de la teoría de las expectativas con la hipótesis de las expectativas racionales. Por tanto, la teoría de las expectativas supone que no deben existir errores sistemáticos en mantener tasas de largo plazo, con expectativas de tasa de interés de corto plazo. Ello implica que no debe existir inconsistencia con la presencia de un premio de liquidez o riesgo, en las tasas de largo plazo, debido a la existencia del “hábitat preferido” actual, en la parte final de la estructura de la tasa de corto plazo del mercado de prestatarios y prestamistas (*i.e.*, tasa de largo plazo), debido a que son *aversores* de riesgos a cambios en la posición de capital, semejante a la noción de Keynes de la preferencia de la liquidez.

Empero, trabajos recientes han mostrado algunos problemas en el planteamiento de la hipótesis de las expectativas.⁷ Pese a ello no sería justo decir que las hipótesis de las expectativas no tienen méritos. Existe un grado de independencia de las tasas de interés de largo plazo con respecto a las tasas de corto plazo, que no es consistente con la teoría, a menos que se explique por un premio de riesgo variante en el tiempo.⁸

Pero, ¿cuál es la relevancia de esta discusión con el trabajo de Keynes? El autor de la *Teoría general* se refirió a la tasa de interés

⁷ Véanse, por ejemplo, los trabajos de Robert Shiller, John Campbell y Kemit Schoenholtz (1983), Gregory Mankiw y Lawrence Summers (1984), Mankiw (1986) y Campbell y Shiller (1987).

⁸ Adicionalmente a los artículos reseñados en el pie de página anterior, véase también a Shiller (1989) y (1990) para examen de trabajos que contienen una discusión interesante y valiosa.

de largo plazo como resultado de una convención. Pero, ¿qué determina la convención? A este respecto interesa analizar el cambio de la tasa de largo plazo para aquellos que retienen títulos, a fin de obtener ganancias provenientes de sus ventas o para aquellos que necesitan venderlos de manera previa a su madurez. Keynes describió la convención como la divergencia de las tasas actuales con respecto a las tasas “seguras”. Kaldor (1939) la denominó la divergencia del precio actual con respecto al precio que se espera sea “normal”.

¿Qué bases se requieren para determinar cuál es el precio “normal” o la tasa de interés de largo plazo? Cuando se arriba a la discusión del capítulo 15, Keynes supone que se ha leído el capítulo 12, donde se alude a la forma de construcción de las convenciones relacionadas con el mercado de valores. Empero, las ideas sobre el precio normal en el mercado de bonos, quizás tengan un mejor fundamento que las bases de las subastas en el mercado de valores y prevalecerá cualquiera de las ideas que sean dominantes; pero, ¿cuál idea debería dominar?

Aunque las tasas de interés de largo plazo no deberían ser determinadas estrictamente por las expectativas futuras de las tasas de interés de corto plazo, éstas ciertamente son afectadas por la competencia de las tasas actuales o esperadas que prevalezcan en la parte final de la estructura de mercado de corto plazo. Por consiguiente, en la medida en que el banco central puede afectar a las tasas de interés de corto plazo, las relativas sobre la política monetaria se vuelven relevantes.

Keynes y Kaldor otorgaron importancia al comportamiento reciente de las tasas de interés de largo plazo como variable que afecta la concepción de la tasa normal. Por consiguiente, Keynes señala que si el banco central utiliza la política monetaria para modificar las tasas de interés, pero no está dispuesto a negociar con todo el espectro de madurez de las deudas, los agentes no deben resistir y, quizás no lo harán, si la política es al menos, modestamente, persistente y consistente.

La sugerencia práctica de este planteamiento es que las tasas de largo plazo deberían moverse más lentamente que lo que per-

miten las expectativas rígidas y la teoría de la preferencia por la liquidez. Esto ha sido otro resultado proveniente de los trabajos empíricos.

MERCADOS FINANCIEROS Y LA ECONOMÍA

JAN TOPOROWSKI (1993, 1994, 1995, 1999, 2000), ha criticado la función que se aduce tienen los mercados financieros en el crecimiento de una economía capitalista. Este autor señala que su función no es incrementar el financiamiento para nuevos proyectos de inversión o la expansión de las empresas existentes. El autor en cuestión, parcialmente, se basa en el “principio del riesgo creciente” de Michael Kalecki (1937, 1954), donde se sostiene que debido a que el financiamiento induce a un mayor riesgo de liquidez a la propiedad de la empresa, se prefieren flujos de efectivo generados por las empresas internamente y éstos son los que gobierna el financiamiento de la empresa.⁹

Adicionalmente, Toporowski argumenta que los mercados financieros son demasiado volátiles para constituirse en una fuente fiable de financiamiento. De cierta manera la propuesta de este autor encaja en las proposiciones del riesgo creciente de Kalecki, en tanto, descansa sobre la idea de que las utilidades de los productos de mercado se vuelven más riesgosas como fuente de flujo de efectivo, para liquidar las obligaciones de mercado y, por consiguiente, contribuyen a incrementar la volatilidad de los rendimientos de los bonos y las acciones corporativas, cuyas bases se encuentran en la habilidad de las empresas para enfrentar pagos de intereses y dividendos. Sin embargo, extiende el argumento al incorporar un elemento adicional: señala que esta fuente de financiamiento de volatilidad del mercado financiero induce a un aumento de ésta, la cual proviene de la especulación del mercado financiero que es atraída por dicha volatilidad.

Este último punto fue elaborado de manera brillante por Keynes (1964 [1936], capítulo 12). Sin embargo, este autor se

⁹Este planteamiento ha recibido un significativo soporte empírico en trabajos económicos. Véanse Steven Fazzari y Tracy Mott (1986-1987) y Steve Fazzari, Glenn Hubbard y Bruce Petersen (1988) y las referencias citadas en esos trabajos.

interesó sólo en este aspecto porque temía que los especuladores del mercado financiero pudieran provocar que las utilidades esperadas de la inversión (“eficiencia marginal del capital”) fluctuara en mayor medida que la tasa de interés relevante, y por consiguiente desestabilizaran el flujo de financiamiento de la inversión. Toporowski modifica este señalamiento, al suponer que esta es una razón adicional para argumentar que el mercado financiero no es la fuente principal de la inversión de las empresas.

El propósito de los mercados financieros no es incrementar fondos de financiamiento para las inversiones productivas. Desde la perspectiva de Toporowski, los mercados financieros permiten a sus dueños reponer sus reservas líquidas a medida que sus inversiones se vuelven exitosas o, en algunos casos, cuando se espera que sean exitosas. La flotación de una nueva emisión de bonos o acciones no puede proporcionar a una empresa, por sí sola, el financiamiento necesario para su expansión u otros proyectos. Sin embargo, puede otorgar al empresario habilidad para “apalancar” su financiamiento interno, construir un colchón, o recorrer de manera segura una distancia mayor que, de otra manera, no transitaría. Una oferta pública exitosa inicial, para una empresa joven o para un mercado favorable a las acciones de empresas viejas, permite a los propietarios reducir el riesgo de la riqueza personal en juego, en la empresa de negocios.

Empero, en la actualidad, la existencia de tales mercados mejoran la habilidad de obtener ganancias por el solo hecho de operar con transacciones, más allá de las funciones de los bancos y de los intermediarios financieros que prestan a una tasa mayor que la otorgada a depósitos. Los mercados secundarios de deuda y obligaciones de capital accionario, como sostuvo de manera brillante Keynes (1964 [1936], capítulo 12), además de ampliar la liquidez para incrementar inversiones productivas, actúan como vehículos para especular con base en movimientos del precio del mercado, que pueden incrementar la volatilidad de dichos precios, a punto tal, que desincentiven la inversión productiva. Ello, empero, no se debe a que la “eficiencia marginal de capital” se vuelva muy volátil con relación a una tasa de interés relevante, de tal

manera, que las empresas no pueden permitirse demandar los préstamos que requieren. Más bien, es resultado de la preocupación originada por la necesidad de proteger el valor de los activos financieros.

Tal como lo percibieron los economistas que presenciaron el surgimiento de las compañías por acciones, entre los que destacan Carlos Marx (1967 [1894]) y Thornstein Veblen (1975 [1904]), la importancia del sector financiero, utilizando la terminología de Marx, proviene de la habilidad no sólo de generar ganancias a partir del circuito monetario que se convierte en capital industrial y se realiza como dinero incrementado (D-M-D'), sino también del circuito monetario convertido directamente en más dinero (D-D').

Toporowski, en relación con el comportamiento de las empresas, analiza los problemas que se presentan por la sobrecapitalización en la fase creciente del ciclo de negocios y la subcapitalización en la fase decreciente, cuando los mercados financieros reaccionan al estado presente de cosas. Al respecto, Keynes puntualizó que dichas tendencias no pueden ser derrotadas por inversionistas prudentes que se esperan para periodos más largos, cuando no hay bases para predecir el largo plazo que aliente a los inversionistas prudentes a invertir. Toporowski resalta que la sobrecapitalización provoca que las empresas se vean obligadas a mantener altos los valores de las acciones. Desde su perspectiva, en la práctica las empresas deben manejar sus acciones pendientes, como obligaciones casi idénticas a las deudas; deben preservar efectivo, para mantener el incremento del valor de sus acciones a medida que se desarrolla la sobrecapitalización y, consecutivamente, restringir su gasto de inversión. A medida que se desvanece la fase creciente del ciclo en una etapa depresiva, se requiere preservar el valor mediante la reducción del gasto en inversión. En el transcurso del desarrollo de la fase descendiente cae el flujo de efectivo agravándose aún más el problema. En esta fase, cae la valuación del mercado financiero pese a los intentos de estabilización por parte de las empresas. La subcapitalización resultante, eventualmente, contribuirá al resurgimiento del gasto de inversión productiva, a través de la creación de espacios que permitan

el aumento del valor de mercado, mientras más flujos de efectivo se canalizan a la inversión productiva.

En este tipo de ganancia financiera (D-D') que aparece en forma similar a los créditos bancarios, se comparten riesgos, lo cual permite a los intermediarios enfrentar el riesgo de los préstamos primarios de manera más segura que los individuos por sí solos, en el conjunto (*pool*) de los préstamos. Ello permitiría incrementar el pago a los prestamistas primarios y reducir el costo a los prestatarios originales, manteniéndose una brecha positiva entre lo que se cobra a los prestatarios y los prestamistas. La intermediación incrementa la liquidez y reduce el riesgo de los participantes primarios que obtienen ganancias por los beneficios de este proceso. Todos los agentes están expuestos a algún riesgo; el grado de "preferencia de liquidez" puede considerarse que determina el tamaño de los rendimientos esperados. Tal como a este respecto señaló Keynes (1964 [1936], capítulo 13), la tasa de interés es el premio por renunciar a la liquidez.

Podría definirse a la "especulación" como apostar sobre el precio futuro de un activo.¹⁰ Esta definición puede contrastarse con la asunción del riesgo por ceder un monto de liquidez que, obviamente, contiene algún tipo de especulación al ir de menos a más. La distinción que se busca resaltar es la que se observa en las teorías de la estructura de la tasa de interés (presentada anteriormente). A medida que el margen entre la tasa de corto y largo plazos se determina por las expectativas de los agentes sobre el movimiento futuro de la tasa de interés, los jugadores apuestan con base en las adivinanzas que tienen sobre esos movimientos (que pueden estar basados, como sugirió Keynes, en adivinar las suposiciones de los otros agentes). Si el margen se encuentra sistemáticamente por encima de esas adivinanzas, ello se deberá a la preferencia de liquidez (aversión al capital de riesgo), que inducirá a ganancias sistemáticas para todos aquellos que puedan asumir

¹⁰Esta definición difiere de la de Keynes (1964 [1936]: 158) donde denomina especulación a "la actividad de pronosticar la psicología del mercado" y la actitud *empresarial* como "la actividad de pronosticar el probable rendimiento de los activos a lo largo de toda su existencia".

dicho riesgo (*v.gr.*, un intermediario que pueda conjuntar el riesgo está en posibilidades de “tomar prestado en el corto plazo” y “prestar en plazos más largos”).

Aquellas ganancias que persigan rendimientos mediante la asunción sistemática de riesgos pueden retardar la inversión productiva y el empleo si la preferencia por la liquidez es excesiva, porque la riqueza disponible está altamente concentrada o existe un grado excesivo de temor acerca del éxito de la actividad económica, o se despliegue una política monetaria altamente restrictiva. Las restricciones sobre dichas actividades retardarán el gasto de inversión de las empresas si la tasa de interés se encuentra en las “nubes”; pero como la mayor parte de la inversión se financia a través de fondos internos, el mayor daño ocurre cuando las tasas de interés y las restricciones crediticias reducen la habilidad de las familias a financiar la vivienda y consumo duradero, lo cual tenderá a reducir el flujo de efectivo de las empresas.

LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA POLÍTICA ECONÓMICA

KEYNES abogó por un banco central que mantuviera una política de bajas tasas de interés para eliminar tales problemas. Aunque puso demasiado énfasis en la importancia del efecto de la tasa de interés sobre la inversión, no estaba equivocado en defender las bajas tasas de interés, pese a estar consciente de que ello no era suficiente para activar la economía. Empero, se equivocó porque los bancos centrales no siguieron políticas de bajas tasas de interés. La pregunta es: ¿por qué no se hizo?

Podría utilizarse la teoría de refinanciamiento del mercado financiero de Toporowski para ayudarnos a responder esta interrogante. A medida que las empresas están preocupadas en preservar su valor de mercado, también se afecta el comportamiento de dichas empresas en relación con la inversión, tal como se ha descrito anteriormente, e influye en la conducción de la política monetaria. Obviamente, el aumento de la tasa de interés es desfavorable para la preservación de activos de valor. Asimismo,

tiende a retardar o reducir la inflación de los precios en bienes y servicios, lo cual se vuelve más obvio, a medida que el área de una sola moneda es más abierta en el comercio con áreas de diferentes monedas.

La riqueza del mercado financiero está dominada por dinero y, como la inflación en los bienes y servicios reduce el valor del dinero, tal como puntualizó Veblen (1975 [1904]: 82-85), se vuelve problemática la depreciación concomitante del valor estándar de la riqueza capitalizada. Incrementos en la tasa de interés para mantener una política de “dinero sano” podría considerarse benéfica en comparación con los daños que inicialmente podría provocarse a la valuación de los mercados financieros. Esta política ayudaría a preservar el valor subalterno de la moneda en términos de las monedas extranjeras, así como otras alternativas para mantener la riqueza. Se induce un movimiento desde los activos reales hacia los financieros, especialmente cuando generan niveles de rendimientos crecientes en términos reales, estableciendo las bases para la apreciación de activos financieros a medida que se espera una caída en la tasa de interés esperada.¹¹

La restricción crediticia remueve la sobrecapitalización de las empresas y establece las bases para una apreciación renovada. Esto podría considerarse un desarrollo adicional en las ideas de Kalecki (1991 [1943]) relacionadas al “ciclo de las políticas de los negocios”. Preocupaciones relacionadas con preservar la riqueza del mercado financiero induce a políticas que, inicialmente, pueden ser dañinas, pero parecen ser “sensatas” para aquellos que, como Veblen, están más preocupados por “hacer dinero” que por “producir cosas”. La mentalidad del rentista ha dominado el espíritu empresarial. La obtención de ganancias financieras desde la perspectiva de asunción de riesgo en la intermediación podría ser neutralizada por las políticas impulsadas por Keynes, si no están

¹¹Argumentaré que este patrón encaja perfectamente en la economía norteamericana del periodo de 1979 a 1999. Han tenido lugar algunos desarrollos nuevos por la aparición de nuevas industrias y su contribución al crecimiento de la productividad puede alterar ligeramente la situación descrita. Sin embargo, las preocupaciones sobre la inflación de los precios nunca ha desaparecido de manera permanente.

relacionadas con preservar el valor de la moneda y la riqueza monetaria, que emergen en el capitalismo maduro.

Cuando el mercado financiero de un país está dominado por capital extranjero, se vuelve más peligrosa la relación entre el mercado financiero y el funcionamiento macroeconómico. No sólo los problemas que emergen de la sobre o subcapitalización son resultado de las fluctuaciones domésticas del ciclo económico, también ocurren por entradas y salidas de capital generadas por condiciones desde las fronteras e incluso, si dichos movimientos se deben únicamente a condiciones domésticas, son agravadas por la atracción o repulsión de los fondos externos. Si la confianza de los mercados financieros proporciona financiamiento para la inversión y ello presiona a que las empresas tengan que agrandar a un “amo” que huirá cuando más se le requiere, se empeora el problema cuando el amo tiene diversidad de posibilidades para colocar sus fondos.

Lo anterior explica por qué estos mercados no son la fuente preferida de financiamiento de la inversión y por qué tampoco *deberían serlo*, lo cual no implica que desaparezca su efecto desestabilizador o, al menos, agrave los movimientos la actividad macroeconómica. La estabilidad del crecimiento económico requiere fuentes de financiamiento alternativas y otros gastos, para neutralizar dichos movimientos. Éste debería ser el papel del gobierno porque puede permitirse tener una visión de largo plazo. Obviamente, ello conlleva el peligro de la corrupción, porque el gobierno puede asignar fondos para enriquecer a una élite, en vez de promover el crecimiento del conjunto de la economía. Sin embargo, este es un tema que corresponde a otro trabajo.

BIBLIOGRAFÍA

- CAMPBELL, John y Robert Shiller, “Cointegration and Tests of Present Value Models”, *Journal of Political Economy* 95, 1987, pp. 1062-1088.
- COOTNER, Paul, “Comments on the Variation of Certain Speculative Prices”, en Paul Cootner (ed.), *The Random Character of Stock Market Prices*, Cambridge, MA, MIT Press, 1964.

- DEBONDT, Werner y Richard Thaler, "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance* 40, 1985, pp. 793-805.
- FAZZARI, Steven y Tracy Mott, "The Investment Theories of Kalecki and Keynes: An Empirical Study of Firm Data, 1970-1982", *Journal of Post Keynesian Economics* 9, 1986-1987, pp. 171-187.
- , Glenn Hubbard y Bruce Petersen, "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1988, pp. 141-206.
- KALDOR, Nicholas, "Speculation and Economic Stability", *Review of Economic Studies* 7, 1939, pp. 1-27.
- KALECKI, Michał, "The Principle of Increasing Risk", *Economica* 4 (new series), 1937, pp. 440-447.
- , *Collected Works of Michał Kalecki*, vol. 1, Jerzy Osiatyński (ed.), Oxford, Eng., Clarendon Press, 1990.
- KEYNES, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Nueva York, Harcourt Brace, 1964 (1936).
- MALKIEL, Burton, *A Random Walk down Wall Street*, Nueva York, Norton & Company, 2003.
- MANDELBROT, Benoit, "The Variation of Certain Speculative Prices", en Paul Cootner (ed.), *The Random Character of Stock Market Prices*, Cambridge, MA, MIT Press, 1964.
- MANKIW, Gregory, "The Term Structure of Interest Rates Revisited", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1986, pp. 61-110.
- y Lawrence Summers, "Do Long-Term Interest Rates Overreact to Short-Term Interest Rates", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1984, pp. 223-247.
- MARX, Karl, *Capital*, vol. III, Nueva York, International Publishers, 1967 (1894).
- MOTT, Tracy, "Towards a Post-Keynesian Formulation of Liquidity Preference", *Journal of Post Keynesian Economics* 8, 1985-1986, pp. 222-232.
- PETERS, Edgar, *Chaos and Order in the Capital Markets*, Nueva York, John Wiley and Sons, 1991.
- PIOTROSKI, Joseph, "Value Investing: The Use of Historical Financial Statement Information to Separate Winners from Losers", *Journal of Accounting Research* 38, Supplement, 2000, pp. 1-41.
- ROBINSON, Joan, "The Rate of Interest", en *Collected Economic Papers*, Cambridge, MA, MIT Press, 1980 (1951).
- SHILLER, Robert, "Market Volatility", Cambridge, MA, MIT Press, 1989.

- , “The Term Structure of Interest Rates”, en Benjamin Friedman y Frank Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Amsterdam, North-Holland, 1990, pp. 627-722.
- , John Campbell y Kermit Schoenholtz, “Forward Rates and Future Policy: Interpreting the Term Structure of Interest Rates”, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1983, pp. 173-223.
- TOPOROWSKI, Jan, *The Economics of the Financial Markets and the 1987 Crash*, Aldershot, Eng., Edward Elgar Publishing, 1993.
- , “Corporate Liquidity, Capital Markets, and Their Valuation”, *Economie Appliquée* 46, 1994, pp. 65-84.
- , “A Refinancing Theory of Capital Markets and Their Valuation”, *Social Concept* 7, 1995, pp. 107-127.
- , “Monetary Policy in an Era of Capital Market Inflation”, mimeo., 1999.
- , *The End of Finance*, Londres y Nueva York, Routledge, 2000.
- VEBLEN, Thorstein, *The Theory of Business Enterprise*, Clifton, NJ, Augustus M. Kelley Publishers, 1975 (1904).

*Desarrollo económico, empresas dinámicas
y capital de riesgo*

INTRODUCCIÓN

EL PRESENTE ensayo propone relacionar cuatro temas centrales para la discusión del desarrollo económico-social de México. Primero, la ubicación de la actual revolución tecnológica y su configuración como economía global del conocimiento y del aprendizaje. Segundo, la constitución de una nueva vía o modalidad de desarrollo industrial en México, que expresa algunos de los requerimientos del cambio mundial que se alude en el punto anterior. Tercero, el papel de las pequeñas empresas dinámicas en la reestructuración reciente del cluster de Guadalajara, quizá la expresión territorial más importante de la nueva modalidad por cuanto expresa el surgimiento de un tipo superior de aprendizaje tecnológico entre empresas electrónico-informáticas locales. La nueva modalidad de aprendizaje empresarial surgida en esa localidad debe consolidarse y extenderse nacionalmente, lo que exige una nueva estrategia nacional de desarrollo, incluida la de financiamiento. Ese último constituye el cuarto tema y corolario de la ponencia.

Debido a su configuración como tema de frontera, el tratamiento que se efectúa es en buena parte tentativo y se apoya en hipótesis que aún están en discusión. Sobre todo la formulación de los requerimientos de estrategia nacional es esquemática y tienen, por ahora, el propósito de sugerir posibles líneas de estudio. Por limi-

* Proyectos de investigación: Aprendizaje tecnológico en México dentro del nuevo patrón tecno-industrial mundial y el nuevo ciclo industrial mundial (PAPIIT) y La nueva economía del conocimiento y el aprendizaje en México. Un enfoque comparativo y sectorial (Conacyt).

taciones de espacio se ofrece en este capítulo sólo una síntesis de una investigación más amplia centrada en la inserción de México a la economía del conocimiento. Parte medular de esa investigación es un trabajo de campo iniciado en 2001, cuya primera etapa culminó a finales de 2004 (véase nota 6). En la bibliografía se ofrecen referencias para ubicar las fuentes de la investigación de fondo.

REVOLUCIÓN TECNOLÓGICA, CONOCIMIENTO Y APRENDIZAJE

EN LOS años noventa se consolidó la difusión del nuevo paradigma tecnológico estructurado en torno a las tecnologías de la información y comunicación, combinado con la organización flexible y en redes. Esta difusión provocó una oleada de crecimiento económico cuyo epicentro estuvo situado en Estados Unidos y Asia oriental, para desplazarse crecientemente a China.¹ Como consecuencia tanto del proceso de difusión como de la aceleración del crecimiento, se consolidaron cambios estructurales en la economía global de muy amplio espectro. Desde el punto de vista de la organización productiva se articuló un nuevo patrón industrial de naturaleza electrónico-informática y comunicacional, que sustenta las posibilidades de crecimiento a largo plazo del nuevo paradigma (Dabat y Ordóñez, en prensa; Dabat y Rivera, 2004). En términos espaciales y territoriales ha tenido lugar un salto en la integración mundial de la producción, lo que provocó a su vez repercusiones antitéticas: simultaneidad, ubicuidad y efectos a distancia junto con mayor adhesión al territorio local (Held *et al.*, 1999; Cooke, 2001). Desde la perspectiva de la composición de los insumos, aumentó dramáticamente el peso del conocimiento en la reproducción social, reforzando el cambio en la estructura de

¹ Se adopta la hipótesis formulada por Carlota Pérez (2001) de que las revoluciones tecnológicas se propagan a través de cuatro etapas: instalación, crecimiento temprano, crecimiento tardío y madurez. La etapa de crecimiento temprano abarca fundamentalmente los años noventa y fue la base de la ola de crecimiento centrado en Estados Unidos y Asia oriental. Pérez formula esta hipótesis inspirada en la teoría del ciclo de vida del producto (Hirsch, 1975 y Vernon, 1975) y en la teoría del ciclo de vida tecnológico de (Abernathy y Utterback, 1978).

los sistemas económicos (Foray, 2000). La creciente importancia de los insumos de conocimiento deriva no sólo de transformaciones operacionales e instrumentales en las tecnologías, sino fundamentalmente de la consolidación de sus bases epistemológicas, gracias a lo cual desde mediados del siglo xx hay una correspondencia casi completa entre el cómo y el porqué en el terreno del *conocimiento útil* (Mokyr, 2002). Intentando captar la interrelación de esos fenómenos se ha propuesto el controversial concepto de *economía del conocimiento*.

El conocimiento ha jugado un papel a lo largo de la historia, pero desde mediados del siglo xx y sobre todo a partir de las últimas décadas del mismo estamos ante un cambio cualitativo que se expresa a tres niveles sobre los cuales hay un creciente acuerdo:

- a) el capital intangible (capacidades humanas tanto individuales como colectivas) sobrepasa la parte tangible (principalmente infraestructura y equipos);
- b) dada la creciente importancia del conocimiento no incorporado, el aprendizaje tecnológico y social se convierte en una actividad central para impulsar el crecimiento económico en países, regiones, localidades y empresas; y
- c) el aumento explosivo de la riqueza originada a partir de los activos intangibles ha implicado grandes transformaciones organizativas que afectan el comportamiento de los agentes productivos en todos los niveles de su actividad (formación de cadenas, redes, desintegración vertical, etcétera).

Las posibilidades actuales de desarrollo económico dependen de la configuración actual de la economía del conocimiento y el aprendizaje. Si en los setenta, la etapa que se toma como referencia de las políticas de desarrollo en América Latina, lo decisivo fue la inversión masiva en proyectos intensivos en capital, con tecnología madura y calificación laboral estandarizada, el pasaje a una nueva etapa del ciclo tecnológico ha modificado dramáticamente los requerimientos. Actualmente debe predominar una acumulación cognoscitiva más que financiera, construyendo estructuras

que permitan generar y diseminar socialmente un nuevo conocimiento entre todos los agentes productivos; en ese nuevo sistema integrado destaca el papel de las instituciones educativas, de innovación empresarial, de calificación laboral y de interconexión (infraestructura moderna de comunicaciones y transportes). Las políticas de financiamiento deben situarse en un nuevo contexto porque debido a la incertidumbre relacionada con el cambio tecnológico acelerado y el aprendizaje, se requiere un nuevo enfoque para evaluar el riesgo.

Aunque el actual contexto global entraña barreras a la entrada relacionadas a la conformación de grandes oligopolios globales que tiende a encerrar en sí parte del nuevo conocimiento útil, la aglomeración territorial de los agentes innovadores le permite a ciertas naciones que poseen ventajas competitivas específicas insertarse exitosamente en el proceso descrito.

La ubicación del Estado en el nuevo marco histórico es crucial. Aunque se requiere un agente colectivo, para resolver importantes fallas de mercado en el desarrollo tecnológico, la institución estatal en esta nueva época tiene menor capacidad de acción en comparación con la etapa de madurez del fordismo. La consolidación de agentes e instituciones con poder no territorial, ha mermado el control tradicional del Estado, obligándole a una nueva negociación (Held *et al.*: 9). Por otro lado, la reforma neoliberal actuando conjuntamente con la descentralización del poder propia del nuevo paradigma, tiende a colocar al Estado en posición de cierta igualdad frente a los grupos privados, con los cuales debe llegar a acuerdos. Los atributos de visión de conjunto, representación de los intereses colectivos, infalibilidad y acceso ilimitado a la información de los setenta, han cedido su lugar a una nueva delimitación de funciones, que apuntan como alternativa a un papel de promotor y coordinador de la acción colectiva. Ese rol implica asimilar la configuración y las funciones de la economía de redes que representa la organización más avanzada de los agentes innovadores.

Los países de reciente industrialización que avanzando más rápidamente fueron los que acumularon a partir de los setenta,

mayores capacidades de gestión pública, de coordinación socioinstitucional y de conocimiento para la producción (los tigres asiáticos). Otro grupo heterogéneo, entre los que cabe contar a México, pero entre los que sobresale China y la India, están reposicionándose más tardíamente pero con éxito en la competencia global. México se vio favorecido por su proximidad a Estados Unidos, el epicentro del nuevo paradigma tecnológico, lo cual le confirió ventajas enormes de localización, que después negoció bajo el TLCAN. Desafortunadamente, gran parte de las oportunidades obtenidas en la década de los noventa se diluyeron por carencias de coordinación y estrategia, de modo que el pasaje a la siguiente década exige crear nuevos marcos que brinden coherencia de conjunto, aprovechando los avances de mayor valía logrados previamente. Sólo de esa manera podrá fortalecerse el núcleo endógeno de la nueva modalidad de desarrollo en México.

LA REINSERCIÓN INTERNACIONAL DE MÉXICO Y LAS INDUSTRIAS EXPORTADORAS DEL NORTE DEL PAÍS

Nueva modalidad de desarrollo industrial y núcleo endógeno

Comenzando la década de los ochenta, en el contexto de la crisis estructural asociada al agotamiento de la industrialización por sustitución de importaciones, comenzó en México un proceso de reespecialización industrial cuyo punto de partida fue la industria maquiladora de exportación (IME). En la siguiente década, la IME se transformó tecnológica y organizativamente y gracias al impulso que le brindó la firma del TLCAN, se convirtió en la base de una nueva modalidad de desarrollo industrial en México, que implica la reconfiguración de su núcleo endógeno de desarrollo.²

²El concepto designa el fundamento socioproductivo y tecnológico de la economía nacional y la fuente del desarrollo nacional autónomo (Fajnzylber, 1983). Las industrias que descienden de la vieja IME, están rearticulando el núcleo endógeno de la economía nacional, aunque con importantes fracturas referidas a su componente tecnológico, debido a la limitada acumulación de esas capacidades entre empresas locales y nacionales, como se explicará más adelante.

En tanto la mayoría de los países de América Latina han tendido a seguir una modalidad de desarrollo centrada en la industrialización de los recursos naturales, en México la parte más dinámica de su economía depende crecientemente de la inserción a encadenamientos productivos globales (Gereffi, 1995), coordinados por corporaciones multinacionales; dichas empresas están orientadas a aprovechar las ventajas de localización y salariales que ofrece el país.³ Sus operaciones integran territorialmente el suroeste de Estados Unidos con el norte de México, para constituir uno de los espacios económicos más dinámicos de la economía de América del Norte.

Los sectores industriales en los que se sustenta la nueva modalidad son automotriz-autopartes, electrónicos y confección. A su vez, dentro del sector electrónico coexiste una diversidad de subsectores que incluyen bienes de consumo y bienes industriales. Las CMN (que actúan como Original Equipment Manufacturing u OEM) o los compradores globales (para el caso de confecciones) son los coordinadores de las estructuras de cadenas y redes de producción y han delegado la manufactura principalmente a un tipo especial de empresa (Contract Manufacturers) que efectúa importaciones masivas de partes, componentes, pero dependiendo, al igual que las empresas OEM, de personal mexicano en las principales categorías laborales, técnicas y profesionales. En tercer lugar se sitúan los proveedores mexicanos confinados en su gran mayoría a productos de bajo valor agregado, pero producidos con un nivel de eficiencia que supera los estándares a nivel nacional.

El concepto de IME reflejaba la realidad de las plantas gemelas de ensamble simple que reexportan la totalidad del producto final

³ "...esa evidencia avala el argumento de que están emergiendo en América Latina dos distintos patrones de desarrollo; uno de ellos al norte de Panamá, el otro hacia el sur de ese mismo país. La modalidad orientada a las exportaciones en el norte se basa no solamente en las ventajas comparativas que derivan de la fuerza laboral de baja calificación, sino también, significativamente, en la proximidad geográfica a Estados Unidos". [...] En América del Sur, por otro lado, esos factores han sido insignificantes, y la respuesta a la apertura comercial ha sido determinada por la dotación natural de recursos de los países, marcados por diferencias en las condiciones iniciales (como por ejemplo, el nivel de industrialización) y el impacto de los acuerdos subregionales de libre comercio (Mercosur, Pacto Andino). Véase Reinhardt y Peres, 2000, pp. 1552 y 1553.

maduro, empleando mano de obra de baja calificación. La nueva estructura empresarial que se gestó a partir de la nueva realidad creada por el TLCAN representa un ascenso en prácticamente todos los niveles de la organización productiva. Ello se percibe en los nuevos clusters industriales se trate del “valle del televisor a color” de Tijuana y sus alrededores, del de autopartes centrado en Ciudad Juárez, de la llamada capital de la mezcilla en Torreón, de la aglomeración electrónica de Guadalajara y municipios colindantes, así como de otras aglomeraciones en gestación en varias partes del país, que aunque se encuentran en etapa incipiente avanzan en la misma dirección que los primeros.⁴

Gracias a que las empresas globales trasladaron a México segmentos completos de la manufactura, las operaciones productivas en estos clusters experimentaron un ascenso tecnológico y organizativo a lo largo de la cadena de valor. Ha crecido considerablemente la calificación de la fuerza laboral y el peso de ingenieros y técnicos de formación local empieza a ser predominante. Las actividades intensivas en ingeniería se han visto favorecidas sobre todo por la apertura de dos centros de investigación y desarrollo (caso Centro Técnico Delphi y del laboratorio INTEL de Guadalajara), que expresa la gran potencialidad del proceso.

Organizada sobre bases distintas y bajo nuevas vinculaciones con la industria y el mercado nacional, los nuevos sectores constituyeron el fundamento del auge exportador mexicano de los noventa, que a su vez se convirtió en el componente más dinámico de la economía nacional. Operando sobre la base de importación masiva de partes y componentes, generaron flujos crecientes de exportación, con un superávit en el mercado norteamericano. La expansión de los nuevos sectores produjo la generación masiva de puestos laborales, en un momento en que el empleo en la mayoría de las ramas de la manufactura “tradicional” los eliminaba. Su dinamismo y perspectivas de crecimiento es muy superior al otro sector de la industria que presenta un patrón homogéneo de

⁴Entre la amplia bibliografía sobre el tema destaca: Koido (2003), Dussel (1998), Ramírez (1997), Carrillo y Hualde (1997), Contreras y Evans (2003), Carrillo e Hinojosa (2003), Lara (2003) y Bair y Gereffi (2001).

comportamiento: el de los *commodities* industriales (hierro y acero, petroquímicos, minerales no ferrosos, celulosa y papel, resinas y fibras sintéticas, etcétera), los herederos de la ISI, que enfrenta condiciones de saturación en el mercado mundial. La diferencia más importante entre el nuevo grupo industrial y los *commodities* es que el primero forma parte de una estructura integrada mundialmente, en la que México tiene una inserción atada institucional y geopolíticamente al TLCAN. Además, las posibilidades de acumular nuevas capacidades tecnológicas son mayores en las industrias cercanas a la frontera tecnológica.

Aunque los efectos territoriales de la nueva modalidad de desarrollo son fuertes, como lo expresa la aparición de dinámicos mercados laborales y la formación de redes empresariales, los efectos endógenos, o sea la interiorización empresarial local de las nuevas capacidades tecnológicas y organizativas es débil conforme se desprende de numerosa evidencia. Pero también hay evidencia de que la vía específica de inserción de las empresas domésticas a las cadenas de valor que prevaleció en los noventa quedó agotada. Ésta consistía en tratar de avanzar desde el escaño más bajo, por ejemplo abasteciendo empaques, moldes, cables, etcétera. Hasta, eventualmente, productos de mayor valor agregado. Como se sugirió en la primera parte, el elevamiento de barreras a la entrada propias del ciclo de vida tecnológico se volvió adverso a un ascenso industrial de estas características.⁵ Las nuevas posibilidades de ascenso industrial y de consolidación endógena parecen ser los que se prefiguran a partir de la reorganización del cluster de Guadalajara.

DESARROLLO, EMPRESA Y FINANCIAMIENTO: EL MARCO DE REFERENCIA

EN LO QUE hemos conceptualizado como la nueva modalidad de desarrollo industrial en México, hay, como hemos visto, dos ca-

⁵La aparición de lo que Sturgeon (2002) llama organización modular entre las empresas globales de la electrónica, determinó la aparición de especialistas en manufactura (*contract manufacturer*) que han tendido a desplazar proveedores locales de países en desarrollo.

racterísticas sobresalientes: la importancia de las aglomeraciones territoriales de empresas (*clusters*) y el papel de las pequeñas y medianas empresas dinámicas locales. A su vez, como se desprende de la breve exposición efectuada en el primer apartado, es crucial para el desarrollo nacional que se consolide la operación de esas empresas locales innovadoras. Sin embargo, su inserción dentro de una nueva estrategia de desarrollo plantea diversos problemas. Para los fines de esta exposición hay uno que sobresale: la mayor parte de sus activos son intangibles, es decir, están representados por conocimientos, calificaciones laborales superiores, rutinas operacionales para integrarse y operan como parte de redes de proveedores, etcétera. Financiar las operaciones de estas empresas es un problema para el que el sistema financiero del país no está preparado, por razones obvias. Adheridos a pautas tradicionales, los bancos comerciales financian a empresas que exhiban activos tangibles suficientes para cubrir el riesgo de la operación crediticia. Obviamente otros países, incluso los de reciente industrialización, han pasado por problemas semejantes y han generado respuestas institucionales, primordialmente la creación del llamado capital de riesgo (CR). Se trata de instituciones capaces de financiar operaciones en las cuales el riesgo tecnológico es alto y los activos son primordialmente intangibles. Queremos llamar, por lo tanto, la atención de que una nueva estrategia de financiamiento del desarrollo estaría incompleta si no contempla la creación de este nuevo tipo de agente.

Diversos especialistas podrán estar de acuerdo en que se requiere una nueva forma o modalidad de financiamiento para las pequeñas empresas dinámicas, pero que ese requerimiento en México es débil debido a que la estructura industrial tiene otras características: el papel protagónico lo tienen las grandes empresas pertenecientes a conglomerados que resuelven sus necesidades de financiamiento por otras vías bien conocidas; que las pequeñas y medianas empresas no son tecnológicamente dinámicas y que por ende no requieren el tipo de agente crediticio que se menciona.

La respuesta a esos dos cuestionamientos se dio en la primera y segunda parte de este documento. En la nueva modalidad de

desarrollo industrial es clave el papel de las pequeñas empresas locales que presenta ciertos atributos:

- a)* están ligadas a redes y cadenas globales de producción y en consecuencia están sometidas a requerimientos tecnológicos y organizativos muy exigentes;
- b)* la modalidad de inserción varía considerablemente, ya que en la mayoría de los casos las empresas locales se especializan en productos de valor agregado bajo y medio. A ese grupo se ha sumado recientemente un pequeño grupo de empresas locales que han ascendido en la cadena de valor.

La extensa literatura que se ha dedicado a lo que impropiamente se denomina IME, ha avanzado en la ubicación y caracterización de las empresas locales a que se hace referencia en el punto *b)*. Sin embargo, persisten diversas interrogantes sobre amplitud, forma de operación, calificación de las capacidades tecnológicas que poseen, etcétera. En consecuencia, se requiere un trabajo muy amplio de investigación no sólo para conocer el fenómeno productivo-empresarial, sino también para verificar o rectificar las hipótesis propuestas aquí para enmarcar ese proceso.

Con esa idea en mente se presentan a continuación los resultados de una investigación de campo que se centra en la aparición de empresas locales dinámicas en el cluster electrónico de Guadalajara. Los resultados de esa investigación de campo están precedidos por una ubicación del proceso de constitución del cluster apoyado en bibliografía considerada fundacional.⁶

⁶La duda que persiste es que, aparte del caso de Guadalajara, qué tan amplia es la participación de empresas locales dinámicas en las otras aglomeraciones territoriales del norte y noroeste del país y por tanto si es válido el argumento a favor de nuevas formas de financiamiento. La literatura que se cita en la nota de pie 4, destaca el papel de esas empresas, aunque a excepción de Ramírez, destacan su escaso ascenso en la cadena de valor. No obstante esa caracterización, queda de manifiesto que esas empresas realizaron importantes innovaciones para integrarse a la redes de proveedoras centradas en empresas OEM. La hipótesis presentada aquí sobre la declinación de la vía de ascenso desde abajo y la apertura de otra vía más avanzada de inserción, está relacionada con el papel de las estrategias e instrumentos de acción pública y activismo colectivo.

LA REESTRUCTURACIÓN
DEL CLUSTER DE GUADALAJARA
Y LAS PEQUEÑAS EMPRESAS DINÁMICAS⁷

EN TANTO, prevaleció a nivel nacional una modalidad de industrialización basada en la protección del mercado interno, la intervención estatal directa y el liderazgo formal de la empresa nacional (véanse Wilson Peres, 1990; Rivera, 2002), se estableció en Guadalajara, a finales de los sesenta una modesta industria eléctrica y en menor medida electrónica cuyos pilares fueron las filiales de Motorola y Burroughs (Palacios, 2003: 235). Cuando en 1972 se amplió la cobertura territorial del Programa para la Industrialización de la Franja Fronteriza Norte o Programa de Maquila, ambas filiales comenzaron a importar partes y componentes libres de aranceles para ensamblarlos y exportarlos, lo que dio inicio a lo que se ha conocido como industria maquiladora de exportación (IME) de productos eléctrico-electrónicos en dicha localidad (Palacios, 2003: 235). Los principales productos fueron radios, cables, fuentes de poder, etcétera. Al principio, el ensamble de equipo de telecomunicaciones y computadoras tenía una participación muy modesta (Warman, 1994).

La localidad cuenta con diversas ventajas competitivas que atrajeron a las empresas extranjeras. Entre ellas sobresale la proximidad a Estados Unidos (ventaja de localización). Dicha proximidad, unida al clima favorable, atrajo tradicionalmente a turistas estadounidenses, así como a jubilados de ese país que se estable-

⁷Esta parte del artículo deriva de una investigación de campo sobre industria electrónica que comenzó en 2001 bajo la conducción de Sergio Ordóñez, centrándose principalmente en el cluster de Guadalajara. Esa etapa culminó con una serie de entrevistas efectuadas entre el 21 al 25 de noviembre de 2004 a directores de empresas, personal del gobierno estatal (Secretaría de Economía), la cámara de la industria electrónica (Canieti), de Cadelec (Cadena Productiva de la Electrónica) y de Cinestav (Centro de Investigación y Estudios Avanzados del Instituto Politécnico Nacional). En el anexo se presenta la relación de personas e instituciones entrevistadas. Esta etapa de la actividad de campo se efectuó con el apoyo de Conacyt, dentro del proyecto La nueva economía del conocimiento y el aprendizaje en México. un enfoque comparativo y sectorial, coordinado por Miguel A. Rivera Ríos y con la participación de Alejandro Dabat y Sergio Ordóñez, quienes en equipo llevaron a cabo la actividad final de campo. El texto que viene a continuación es una síntesis de pasaje de ese documento titulado: el mismo se encuentra en proceso de publicación.

cían permanentemente (Palacios, 2003: 235). La infraestructura de comunicaciones y transportes fue ampliándose y mejorando gradualmente, así como la formación de personal profesional, técnico y laboral (Dussel, 1998). A finales de los ochenta comenzó la construcción en mayor escala de parques o corredores industriales, situados en la periferia de la ciudad y en los municipios colindantes.

Los especialistas en el tema coinciden que la etapa propiamente electrónica del cluster se inició en 1985, cuando el gobierno federal expidió una autorización para que se estableciera una planta de ensamble de microcomputadoras de IBM, en el parque industrial de El Salto. Dicha planta quedó exenta del requisito constitucional de propiedad nacional mayoritaria. Como señala Wilson Peres (Palacios, 2003: 90 y ss.), la petición de la IBM contradecía lo establecido por el Programa para la Promoción de Equipo de Cómputo, Modulares y Periféricos dado a conocer en 1981, que formaba parte del Plan Nacional de Desarrollo 1979-1982. Bajo el Programa de 1981 se pretendía revitalizar la sustitución de importaciones y complementarla con la exportación, pero manteniendo un nivel elevado de contenido nacional en la producción doméstica de microcomputadoras, el objetivo central del programa, en opinión de Wilson Peres, la aceptación del proyecto de IBM representó la derrota del grupo gubernamental que respaldaba una política industrial tradicional y fortaleció en cambio al grupo “aperturista”.⁸

La autorización concedida a IBM tiene una importancia capital por tres razones. Por un lado, detrás de la medida puramente aperturista, se encontraba una nueva propuesta de política industrial y de asimilación de capacidades tecnológicas por empresas locales que a la fecha no tiene equivalente en México. Por otro lado, como sustento de lo anterior, IBM echó a andar un programa de proveedores que fue el punto de partida para la integración de

⁸En realidad el grupo de la Secretaría de Industria y Comercio que respaldaba el Programa de 1981, no se identificaba con una política industrial “tradicional”, como la que prevaleció en los años sesenta-setenta, sino otra de transición, ajustada formalmente a las propuestas de Balassa, pero que tenía fuertes inconsistencias por las metas de “contenido nacional”, que la hacía inviable (Balassa, 1983).

empresas locales, que después adoptaron otras empresas extranjeras como Hewlett-Packard. Finalmente, la autorización concedida a IBM fue el detonante posterior⁹ de la llegada de empresas extranjeras en gran escala que llevó al cluster a su máximo potencial en los noventa, constituyendo uno de los pilares del auge exportador mexicano y de su nueva modalidad de desarrollo industrial.

Las exportaciones totales de productos electrónicos a Estados Unidos, el mercado que llegó a absorber el 80 por ciento de las mismas, pasó de 749 millones de dólares en 1990 a 38.4 mil millones en 2001, año en que se alcanza el máximo. La participación del estado de Jalisco se situó por encima del 30 por ciento, alcanzando su máximo en 1999, con el 38 por ciento, o sea, poco más de 9,000 millones de dólares.

*Agentes participantes, inserción local a redes de proveedores y tipo de aprendizaje*¹⁰

La organización industrial que se consolidó en los noventa estuvo definida por la participación de los siguientes agentes empresariales:

- a) Las filiales de varias de las principales empresas transnacionales del sector actuando como OEM-ODM,¹¹ de propiedad 100

⁹Por unos años prevaleció una reglamentación dual, la de 1981 y la 1985. Unisys y su filial de capital mayoritariamente mexicano Compubur, se mantuvo dentro de la reglamentación de 1981. Otras cambiaron de reglamentación como Hewlett-Packard; hubo retiros como el de Apple Computers, pero progresivamente se generalizó la autorización al 100 por ciento que se convirtió posteriormente en ley. Véase Wilson Peres, *op. cit.*, p. 90. De acuerdo con Palacios, Compubur fue disuelta en 1997 y sus operaciones pasaron a manos de Solectron el más importante contratista internacional de manufactura en la localidad (Palacios, 2003: 337-338).

¹⁰Utilizamos aprendizaje tecnológico en un sentido equivalente al de *upgrading* de Gereffi (1995, 2004), en tanto ambos apuntan a la idea de acumulación de capacidades tecnológicas y organizativas requeridas para avanzar en la escala de desarrollo y por ende en la cadena de valor mundial.

¹¹En la literatura sobre cadenas productivas y redes empresariales, los conceptos de OEM (Original Equipment Manufacturers) y ODM (Original Design Manufacturers) se han utilizado en dos sentidos. Por un lado, autores como Gereffi (1995, 2004) y Hobday (1995), lo aplican a las empresas subcontratistas asiáticas que manufacturan y diseñan para empresas transnacionales de marca, mientras que estas últimas, en lugar de OEM-ODM, serían más bien OBM (Original Brand Manufacturers). A diferencia de esta conceptualización, los estudiosos

por ciento extranjera (IBM, HP, NEC, Motorola, Lucent, Siemens, etcétera) que poseen las patentes y marcas, diseñan los productos y centralizan las redes de proveedores.

b) Un grupo de grandes *contract manufacturers*¹² (empresas CM) igualmente extranjeras, que manufacturan por contrato conforme el pedido y diseño de las OEM-ODM. Su fuerza deriva (a diferencia de subcontratistas especializados) de la capacidad en manufactura genérica, operando a base de enormes economías de escala y del rango global de sus operaciones.

c) Un número relativamente pequeño de empresas de gestión interna, del tipo *spin offs* o *start ups*, que se integran a las redes de proveedores. Se trata de firmas que se gestan en el contexto e iniciativa empresarial local, representando el elemento empresarial endógeno en el que se centraliza el aprendizaje tecnológico de la firma mexicana.

Esos agentes se relacionan en redes de proveedores, que se pueden estudiar como una sucesión de círculos. Los círculos en los que se organizan las redes de proveedores, de acuerdo con una investigación pionera de Dussel, son tres. El primer círculo o más bien el epicentro está constituido por empresas OEM-ODM (Palacios,

del cluster de Guadalajara, llaman empresas OEM-OED a la empresa transnacional de marca en pleno proceso de desprendimiento de las actividades manufactureras, concentrada en I&D, diseño y mercadeo (véase nota 9). Para conservar la terminología adoptada en México, que hemos utilizado en otros trabajos, continuaremos llamando OEM-ODM a la empresa transnacional líder.

¹²La estructura modular de las empresas internacionales, dentro de la cual se inscriben los *contract manufacturers* comenzó a propagarse desde finales de los ochenta-principios de los noventa. La empresa que le dio prominencia en los medios de difusión a esa estructura modular fue Apple Computer, cuando en 1996 vendió sus plantas de manufactura en Estados Unidos a SCI, quien se comprometió a seguir fabricando las computadoras sobre la base del diseño proporcionado por su nuevo cliente, lo que puede considerarse el modelo de la relación entre las OEM-ODM y CM (Sturgeon, 2002). Para finales de los noventa las firmas electrónicas más importantes como IBM, Nortel, 3Com, HP, Lucent, etcétera, no sólo compraban a proveedores externos, sino habían vendido sus plantas domésticas y en el extranjero. También las compañías más jóvenes como Sun Microsystems, Cisco System, Silicon Graphics, etcétera, ya habían adoptado esa misma organización (Sturgeon, *op. cit.*). Los mayores contratistas manufactureros del mundo operan en México y cuatro de las cinco primeras (Solelectron, Flextronics International, Sanmina/SCI y Jabil Circuit) en Guadalajara desde el arranque mismo del *boom* exportador. Desde comienzos de la nueva década, las CM comenzaron a llamarse Electronic Manufacturers Services (empresas EMS).

2003: 41) que ocupan la posición líder en tanto son las coordinadoras de encadenamientos globales dirigidos por el productor, de acuerdo con la terminología de Gereffi (1995). El segundo círculo está representado principalmente por los especialistas en manufactura a nivel global (Palacios, 2003: 41; Dussel, 1998), que como vimos tienen capacidad de organización productiva, logística y coordinación cualitativamente superiores.

En el tercer círculo participan lo que Dussel llama proveedores de productos “necesarios”, es decir, complementos como empaques, inyecciones de plástico, flejes, cables, etcétera. Desde mediados de los ochenta ingresaron numerosas empresas locales y nacionales a este círculo, aprovechando la disposición de las empresas líderes de organizar a estos proveedores y traspasar conocimiento de manufactura y organización de la producción de acuerdo con los estándares internacionales. De acuerdo con Dussel, desde mediados de los noventa el proceso de integración de proveedores locales se volvió más restrictivo en un contexto caracterizado por la liberalización de las importaciones (Dussel, 1998: 41).¹³ Tiende a haber consenso que la necesidad de abatir más los costos llevó a centralizar los pedidos en un puñado de CM, capaces de abatir costos al operar en gran escala.

Aunque las empresas domésticas se especializaron en productos de la categoría inferior, establecieron lo que Bell y Albu (1999) denominan *sistemas de conocimiento*, que implicaron la instalación de nuevos procesos, desarrollo de nuevos productos o el mejoramiento de los existentes, así como avances en gestión y control de calidad¹⁴ (véase cuadro 1).

¹³Dussel (2003) insiste correctamente en que la generalización de los diferentes programas de importación temporal (PITEX, ALTEX y de maquiladoras) dejó adicionalmente en desventaja a los proveedores locales ya que premiaba fiscalmente la importación de partes y componentes.

¹⁴Los flujos de conocimiento entre empresas, al interior de la empresa o entre agentes empresariales y no empresariales se distinguen de los flujos de materiales, aunque frecuentemente se traslapen con ellos. Ese conocimiento permite instituir el cambio tecnológico en la empresa, en tanto estén creadas las capacidades apropiadas para ello. Dichas capacidades tienen diferentes grados de complejidad que van desde las rutinas requeridas para garantizar la eficiencia de los sistemas de producción, hasta las que se requieren para diseñar nuevos productos, nueva maquinaria y renovar los procesos y canales de abastecimiento y distribución (Bell y Albu, 1999: 1723).

CUADRO 1
SISTEMAS Y CAPACIDADES DE CONOCIMIENTO EN CUATRO
EMPRESAS LOCALES TRADICIONALES DE GUADALAJARA
(Mediados de los noventa)

	<i>Desarrollo de nuevos procesos</i>	<i>Desarrollo de nuevos productos</i>	<i>Avances de gestión y control de calidad</i>	<i>Upgrading en productos</i>
Yamaver ¹	x	x	x	
Ureblok	x	x	x	
Compuworld	x	x	x	x
E. Pantera	x	x	x	x

Fuente: Elaborado conforme a información proveniente de Dussel, *op. cit.*, pp. 53-59.

¹ Es una empresa de capital extranjero con participación minoritaria de un inversionista nacional.

La asistencia técnica y gerencial que recibieron de las corporaciones extranjeras fueron determinantes para efectuar el aprendizaje tecnológico necesario a fin de establecer los sistemas de conocimiento para nuevos productos y procesos. Este avance les exigió a estas empresas sustanciales inversiones en equipo, instalaciones y capacitación de obreros especializados, técnicos e ingenieros. La principal limitante en la instauración de los sistemas de conocimiento fue la alta dependencia de la importación de insumos que en algunos casos llegó al 90 por ciento del abastecimiento (Dussel, 1998: 52). Los sustitutos nacionales, cuando los había, eran de inferior calidad.

Lamentablemente como ya se señaló, el reto de pasar a productos de mayor valor agregado y por tanto ascender en las redes de subcontratación, no se satisfizo, ya que las presiones competitivas se agudizaron y las empresas OEM cambiaron de táctica.¹⁵ El agotamiento de esta vía de aprendizaje provocó desaliento entre los especialistas. Desde la perspectiva de finales de los noventa, Palacios

¹⁵ Este proceso de "expulsión" parece formar parte de una tendencia más general característica de los noventa, en la cual, con la excepción de los países manufactureros por excelencia como los de Asia oriental, las empresas de las economías emergentes tienden a abandonar el hardware y especializarse en software (véase Sridharan, 1996). Esa tendencia enmarca el desarrollo de empresas especializadas en servicios de software en Guadalajara, que discutiremos más adelante.

(Dussel, 1998: 334) señalaba que se había desvanecido la posibilidad de formar un cuarto círculo de proveedores constituido por pequeñas empresas locales innovadoras. Para Rivera Vargas y Maldonado (2004: 206), la experiencia de Guadalajara corroboraba la hipótesis de que las empresas proveedoras de países en desarrollo se limitaba al estadio de imitación por duplicación.

*La nueva modalidad del aprendizaje
y su base institucional: el papel
del Centro de Tecnología de Semiconductores (CTS)
y de la Cadena de la Industria Electrónica (Cadelec)*

Varias de las empresas locales a las que nos referimos en el punto 3 surgieron en el auge de los noventa, pero se consolidaron en el contexto de la reestructuración de 2001-2003 y en la expansión subsiguiente.¹⁶ ASCI por ejemplo fue fundada en 1993 y hasta 2001 tuvo 35 empleados para pasar a 100 en 2004.¹⁷ El contexto que posibilitó el crecimiento acelerado de ASCI y de las restantes empresas del mismo tipo persiste y existen nuevos proyectos en gestación encabezados por ingenieros que adquirieron experiencia en empresas transnacionales, pero principalmente en conexión con el puntal tecnológico de la región: CTS.¹⁸

Ese papel le confiere a CTS un rango institucional sin precedentes en México, que curiosamente ha sido poco discutido académicamente. Varias de las nuevas empresas fueron fundadas y están dirigidas por ingenieros-empresarios formados en el CTS. Como se sabe, la creación del CTS fue resultado del acuerdo auspiciado por la Secretaría de Fomento Industrial, para que IBM se asociara con el Cinvestav-IPN, mencionado anteriormente. Su objetivo era crear un laboratorio destinado a desarrollar capacidades tecnológicas endógenas en diseño de semiconductores, que sirviera de soporte al aprendizaje tecnológico local. En un análisis se argumenta que el retiro posterior de IBM obligó al CTS a desligarse de

¹⁶Punto en el que coincidieron los directivos de las OEM locales entrevistados.

¹⁷Entrevista con Miguel A. Casillas responsable de desarrollo de negocios de ASCI.

¹⁸Entrevista con Francisco de la Torre, Cinestav-CTS.

las actividades locales y se orientó al mercado externo (véase Dussel, 1998: 63). Lo anterior es cierto, pero también del CTS ha sido el crisol del cual salió el talento en ingeniería y las conexiones con empresas globales, fundamentos en la segunda vía de aprendizaje. De acuerdo con Francisco de la Torre de Cinvestav, la búsqueda internacional de clientes que tuvo que realizar el laboratorio una vez que se retiró IBM, en lugar de dispersar a los ingenieros mexicanos, aumentó su arraigo local y el interés de firmas externas en los recursos del cluster.¹⁹

A través de CTS se han canalizado numerosos proyectos externos hacia el cluster y la red de relaciones profesionales gestada en su interior ha permitido asegurar el soporte técnico y profesional de los *start-ups*.²⁰ Mixbaal es el ejemplo más sobresaliente (véase cuadro 5), pero también lo es DTCom, especializada en diseño y prueba de producto. Esta última fue creada por un ingeniero que adquirió experiencia en CTS, Jesús Palomino Echartea, apoyándose en las conexiones y capacidad tecnológica del laboratorio. La reputación del personal surgido del laboratorio llamó la atención de INTEL, quien compró a DTCom para convertirlo en centro regional de diseño, confiriéndole sustancial autonomía a Palomino y su equipo. Aunque Sergio Fernández fundador de ASCI no tuvo una etapa formativa en CTS, se benefició de la relación entre CTS y HP, el cliente más importante del laboratorio después del retiro de IBM.²¹ Dentro de la literatura sobre coordinación cognoscitiva e institucional de los clusters, podría definirse el CTS como eje de un incipiente sistema regional de innovación, ya que ha actuado como enlace entre empresas globales, locales, gobierno local, personal especializado, asociaciones empresariales e instituciones educativas.

Cadelec es la otra institución que expresa el nuevo activismo colectivo en el cluster y contribuyó en la reestructuración de la cadena de proveedores que se produjo en respuesta a la crisis. Fue fundada en 1997 como asociación civil, por iniciativa de las principales OEM y CM de la localidad (IBM, HP, Intel, Jabil Circuit y

¹⁹Declaraciones en la entrevista, Cinestav-Guadalajara.

²⁰Cinvestav-Guadalajara.

²¹Declaraciones de Cinvestav.

Solectrón, que son sus fundadores y patrocinadores), contando con el apoyo de la Canieti y del gobierno del estado. Su función consiste en desarrollar e integrar empresas proveedoras, sin discriminar si son locales, nacionales o extranjeras. Para llevar a cabo esa función posee una metodología para que las empresas postulantes obtengan certificación internacional, crédito, asistencia técnica y capacitación especializada. Cadelec evalúa las propuestas de proveedores potenciales, partiendo de las necesidades de sus patrocinadores que participan en las reuniones de arranque, seguimiento y cierre de los proyectos de evaluación. El costo mensual por consultoría especializada de 10 meses de duración es de unos 2,000 dólares, de los cuales hay un reembolso (con apoyo estatal y federal) del 50 por ciento para pequeñas y medianas empresas.²²

La demanda global de servicios avanzados (desarrollo de software, diseño y prueba de sistemas, etcétera) ha crecido explosivamente en los últimos 10 años como producto de la necesidad de interconexión, integración y comunicación entre sistemas que acompaña el predominio del software sobre el hardware (véase *The Economist*, Survey, 13 de noviembre de 2004). La constitución de nichos para la producción de servicios de software, así como sus productos, ha tendido a reubicarse en economías emergentes entre las que sobresale la India, Filipinas, Brasil, Irlanda, e Israel. Si consideramos que esos servicios y productos de software se pueden clasificar por el valor añadido por las empresas locales en nivel alto, medio y bajo, México se ubica en la categoría media (desarrollo de soluciones, software para integración de sistemas y para prueba de producto), en contraposición a la India en el que predominan los de bajo valor agregado (gestión de legados, mantenimiento, migración e ITES), aunque con tendencia a desplazarse hacia el escaño superior.²³ Las empresas locales en Irlanda, por su parte, se especializan en la producción de software empaquetado para empresas OEM (D'Costa y Sridharan, 2004).

²² Información en CD de presentación, complementada con entrevista a Jacobo González, director general, Cadelec.

²³ En cuanto a México, no debe olvidarse que pese a este avance local, a nivel nacional el país se encuentra más atrasado en la producción de software y servicios de software que Brasil y Argentina, por ejemplo. Véase Mochi, 2004.

Como se advierte de la información proporcionada por el cuadro 2, el proceso de aprendizaje de estas nuevas empresas difiere sustancialmente del que siguieron las empresas locales tradicionales, porque poseen activos de conocimiento creados a partir de la alta formación y calificación de la fuerza laboral (proporción dominante de ingenieros en la fuerza laboral).²⁴

CUADRO 2
ACTIVIDADES DE EMPRESAS PROVEEDORAS
DE SERVICIOS AVANZADOS
(Mediados década del 2000)

		<i>Flujos de innovaciones incrementales patentables</i>	<i>Actividades de investigación y desarrollo</i>	<i>Proyectos regulares con clientes globales</i>	<i>Alta proporción de ingenieros en la fuerza laboral</i>
ASCI*	Alta	x	x	x	x
MIXBAAL**	Alta	x	x	x	x

* ASCI fue fundada por Sergio Fernández, doctorado en ciencias computacionales en Estados Unidos; la empresa se ha ido constituyendo como laboratorio de desarrollo y prueba de software, prueba equipo de cómputo y periféricos, interconexión de equipos, tecnología de reconocimiento de imagen, etcétera.

Su principal cliente es HP para quien desarrolla diversos tipos de software principalmente de aplicación, para manejo de hojas de impresora, proceso sobre el cual tiene un prestigio continental. Tiene ocho patentes en proceso.

** MIXBAAL fue creada en 1994 por un grupo de ingenieros que se desarrollaron profesionalmente en Cinvestav-CTS, al frente de quienes está J.M. Garduño, cofundador del laboratorio y su director hasta 1997. Se especializa en diseño y manufactura de equipos de telecomunicaciones para redes de acceso.

Su principal cliente es Telmex, pero Estados Unidos es dueña de una firma que utiliza para obtener contratos internacionales.

Fuente: Entrevistas realizadas por el equipo coordinado por Dabat, Rivera y Ordóñez en Guadalajara; los entrevistados fueron Miguel A. Casillas para ASCI y J.M. Garduño para MIXBAAL.

Considerando que es posible trasladar las capacidades tecnológicas acumuladas en un segmento a otro del mercado de software, del software de aplicación al software de Internet, o al desarrollo de productos (Casper y Glimstedt, 2001), el potencial

²⁴De los 100 empleados que tiene ASCI en 2004, cuatro tienen grado de doctor (electrónica, sistemas y óptica), 20 son maestros en ciencias computacionales, 10 son técnicos y el resto, o sea, 66 son ingenieros (entrevista con Miguel A. Casillas, ASCI).

de crecimiento de las empresas locales es considerable. El reto consiste en integrarse a las redes de subcontratación y aprovechar las oportunidades de *outsourcing* que ofrecen las empresas OEM.

Paradójicamente, la consolidación del dominio chino sobre los productos electrónicos de alto volumen, tuvo el efecto de fortalecer la posición inicial de las nuevas empresas mexicanas. Esta nueva vía de aprendizaje no podrá consolidarse si el incipiente sistema regional de innovación centrado en CTS no se institucionaliza. Otra paradoja, que expresa la carencia de lo que los agentes locales del cluster llaman la falta de una estrategia nacional para la industria es la ausencia de un proyecto de crecimiento de ese laboratorio.²⁵ Al no existir ese proyecto de crecimiento, el talento empresarial, científico y de ingeniería quedará corto ante las demandas de servicios globales que se orienta en una medida cada vez mayor hacia los centros emergentes. Trataremos esa cuestión en un marco más amplio.

CAPITAL DE RIESGO Y ESTRATEGIA DE DESARROLLO

MIENTRAS LA innovación²⁶ ocupe un lugar marginal en las actividades productivas de un país, el capital de riesgo (CR) carece de relevancia. Sólo cuando una sociedad y su economía se orientan hacia la innovación y cuando, adicionalmente, las pequeñas y medianas empresas son protagonistas centrales de ese proceso, el CR se convierte y pasa a acupar un lugar central en el fomento a

²⁵CTS que ha tenido un record impresionante en el diseño de circuitos integrados y desarrollo de tarjetas, para clientes globales, no ha rebasado, desde su creación, el tamaño de 30 ingenieros. Considerando que CTS ha cumplido en una escala minúscula un papel equivalente a los laboratorios creados por el Instituto Avanzado de Ciencias y Tecnología de Corea del Sur (véase Kim, 1997), su crecimiento debiera haberse planteado como parte de la reestructuración del cluster. Ninguno de los entrevistados dio una respuesta satisfactoria a esta observación.

²⁶Definimos innovación en el sentido de la nueva literatura sobre el cambio tecnológico en el que se indica que innovación no sólo comprende la creación de elementos nuevos para la sociedad y la economía, sino también nuevos para los recién llegados. En ese sentido la innovación sería consustancial al aprendizaje y permitiría ascender gradualmente en una escala que lleva de las innovaciones adaptativas, las innovaciones incrementales y finalmente todas aquellas de mayor rango (véase Bell y Albu, 1999: 1716).

la acumulación de capital y el desarrollo económico. Sabemos que cuando la innovación tecnológica la realizan grandes empresas o conglomerados, éstos tienen a su alcance fuentes alternativas de financiamiento que implica un marco institucional y conductual muy diferente.

Por las dos consideraciones anteriores, el caso de México, aunque se encuentra en un estado embrionario, tiende a reflejar las mismas necesidades de Israel, India, Taiwán e Irlanda, que crearon sistemas de CR. Estos países se inspiraron y en cierta medida también se apoyaron en el modelo de Silicon Valley en el condado de Santa Clara, California, la cuna del CR. Los países mencionados en mayor o menor grado copiaron el modelo de Silicon Valley, pero adaptándolo a sus necesidades específicas, así como a las particularidades de su entorno nacional. En nuestra opinión allí radica el meollo del problema, ya que la clave del éxito en esta transformación institucional radica en combinar necesidades con posibilidades, creando caminos alternativos para llegar al mismo resultado.

Para contribuir al planteamiento del problema sobre la adopción y adaptación de este sistema, se expone a continuación una explicación básica sobre la lógica de operación del CR, junto con algunas características sobresalientes de la experiencia de la India, citando el trabajo pionero de Dossani y Kenney (2002). Este ejercicio comparativo es muy limitado y su única finalidad es abrir la discusión sobre un tema prácticamente ausente en la literatura sobre economía mexicana. Obviamente un siguiente paso, que rebasa las posibilidades de este artículo, es evaluar las iniciativas existentes en el país sobre la creación de un sistema de capital de riesgo.

En la costa este de los Estados Unidos la respuesta más general a la emergencia masiva de *start-ups* en industrias nuevas como semiconductores, software y equipo de cómputo, consistió en proporcionarles capital sobre bases acordes a la magnitud del riesgo pero también al potencial de rentabilidad de las actividades de estas empresas (véase Saxenian, 1974: 38-40). A cambio del capital estos nuevos inversionistas demandaban una participación accionaria sustancial y por lo general también un asiento en la

Junta de Directores (Dossani y Kenney, 2002: 29). La participación del CR terminaba cuando, al cabo de un plazo variable de entre 3 y siete años, la empresa se vendía, se registraba en la bolsa de valores, se vendía a otra firma o quebraba (Dossani y Kenney, 2003: 29). Obviamente la mejor alternativa es cuando la empresa cotiza en el mercado de valores, ya que los CR tienen la opción de vender su participación, recuperar la liquidez e invertir en otra empresa. Este rasgo hace patente la importancia del mercado de valores, pero no en un sentido absoluto, sino relativo, como lo revela la experiencia de la India. Ese país tiene un sistema financiero centrado en bancos, pero con una bolsa de valores que brinda acceso a las pequeñas empresas.

De acuerdo con Dossani y Kenney, un prerequisite tan importante como el anterior es la existencia de “espíritu empresarial”, entendido en el sentido de la disposición a arriesgar capital o emprender operaciones financieras o empresariales con un importante componente de incertidumbre o de riesgo. Esta cuestión remite a otra más general que es el papel del Estado. Aunque este problema no ha sido abordado sistemáticamente, no se cuestiona la intervención estatal *per se*, sino que se discute cuáles iniciativas serían las más adecuadas y sobre todo la relación de aquellas con la capacidad individual y social para identificar y asumir riesgos, es decir, nuevas oportunidades para generar mayor riqueza. Aunque los gobiernos pueden contribuir con fondos, esa capacidad individual y social no es estrictamente un problema de gestión pública, sino que se relaciona con la forma como se estructuran los canales de la conducta social y sus determinantes culturales, pecuniarios y sociales.

La experiencia de la India arroja las siguientes lecciones para los países como México.²⁷

a) la implantación de la industria de CR en ese país requirió condiciones básicas de apoyo estatales (algunas no intencionales) y no estatales, para dar lugar a una forma híbrida que

²⁷ Lo anterior procede de Dossani y Kenney, *op. cit.*, pp. 233 a 239. Las otras citas bibliográficas que complementan esas referencias son de autores que refuerzan el argumento central de los primeros.

demandó, en el curso del proceso, posteriores cambios institucionales;

b) aunque la economía de la India está dominada por grandes conglomerados y empresas estatales, existe un fuerte espíritu empresarial favorable a los pequeños negocios; a lo anterior se suma la alta valoración social de la educación, especialmente en ingeniería;

c) su sistema financiero está relativamente desarrollado con preponderancia de la banca al menudeo, pero la bolsa de valores está considerada como la más avanzada entre los países en desarrollo. Su fuerza derivó de una estrategia estatal orientada a reducir el poder de los conglomerados; además como contrapeso al sistema soviético de gestión industrial, el gobierno emitió disposiciones para que se dispersara la tenencia accionaria en las empresas;

d) un rasgo central de la bolsa de valores es que abre la puerta a las empresas en gestación, es decir, no exige que para cotizar en ella sean rentables de inmediato; las *start-ups* tienen un plazo de hasta tres años después de su registro para ser rentables.

En un proceso histórico que vinculó el proteccionismo y el reconocimiento internacional a la formación en ingeniería, la India desarrolló una industria dedicada a servicios de software ligada a redes globales. En ella las *start-ups* tuvieron un papel protagónico (ello también lo destaca D'Costa, 2004);

f) los hindúes no residentes que hicieron fortuna en Silicon Valley mantuvieron contacto regular con sus comunidades de origen y se establecieron en la industria de CR ligada primordialmente a servicios de software. Su participación fue crucial para la creación de vínculos con corporaciones extranjeras y para atraer financiamiento internacional.

CONCLUSIONES

LA UBICACIÓN del desarrollo industrial de México en el marco de la constitución de la economía global del conocimiento ha permi-

tido formular lo que a nuestro juicio son hipótesis centrales para perfilar una nueva estrategia de desarrollo y de financiamiento. Los cambios estructurales aparecidos en la última década indican la importancia de empresas locales dinámicas, cuyo desarrollo, sin embargo, ha sido desigual y difícilmente podrá consolidarse sin la creación de nuevos canales de financiamiento, entre los que sin duda destacan los proveedores de capital de riesgo. El análisis del caso de las empresas locales del cluster electrónico de Guadalajara es a nuestro juicio la expresión más elocuente de este proceso e indica la potencialidad del mismo, pero también los eventuales costos de no crear nuevas instancias de fomento económico y financiero.

Paradójicamente estos nuevos requerimientos se presentan en momentos en que por inercia prevalece la idea de la vieja estrategia de desarrollo de los años setenta, centrada en la promoción de grandes proyectos maduros intensivos en capital. Este desfase es en cierto modo natural, ya que la década del setenta fue una etapa de importantes iniciativas que dejaron una huella perdurable en la mentalidad colectiva. Sin embargo, el cambio histórico mundial se ha traducido en el pasaje a un nuevo estadio tecnológico que exige condiciones diferentes para una inserción exitosa, entre ellas la acumulación cognoscitiva, la elevación drástica de la calificación laboral, la modernización y ampliación de la infraestructura de comunicaciones y transportes y obviamente vehículos idóneos de financiamiento.

Aprender de la experiencia de otros países en materia de capital de riesgo es una tarea apremiante que no puede dissociarse de la exigencia más general de reformular la estrategia de desarrollo en su conjunto. En ese terreno, la experiencia de los últimos años ha sido en muchos sentidos de retroceso, pero no todo cuenta del lado negativo, ya que la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, en su calidad de macroiniciativa para el desarrollo, actuó como la gestara de los procesos que hemos discutido. Si al cabo de unos 10 años decayó la fuerza de esta iniciativa fue por la incapacidad de responder estratégicamente a los desafíos que derivaron de la inserción de México a la economía de Norteamérica.

BIBLIOGRAFÍA

- ABERNATHY, W. y J.M. Utterback, "Patterns of Innovation in Technology", *Technology Review*, 80 (7), 1978.
- BAIR, Jennifer y Gary Gereffi, "Local Clusters in Global Chains: The Causes and Consequences of Export Dynamism in Torreón's Blue Jeans Industry", *World Development*, vol. 29, núm. 11, 2001, pp. 1885-1903.
- BALASSA, Bela, "La política de comercio exterior en México", *Comercio Exterior*, marzo de 1983.
- BELL, M. y M. Albu, "Knowledge Systems and Technological Dynamism in Industrial Clusters in Developing Countries", *World Development*, vol. 27, núm. 9, septiembre de 1999, pp. 1715-1734.
- CONTRERAS, Óscar y Rhoda Evans, "Más allá de las maquiladoras: el complejo manufacturero del televisor en el norte de México", en Óscar Contreras y Jorge Carrillo (coords.), *Hecho en Norteamérica. Cinco estudios sobre la integración de México en América del Norte*, México, Cal y Arena, 2003.
- CARRILLO, J. y R. Hinojosa, "Cableando a Norteamérica: las industrias de arneses automotrices", en Óscar Contreras y Jorge Carrillo (coords.), *Hecho en Norteamérica. Cinco estudios sobre la integración de México en América del Norte*, México, Cal y Arena, 2003.
- _____ y A. Hualde, "Maquiladoras de tercera generación. El caso de Delphi-General Motors", *Comercio Exterior*, vol. 47, núm. 9, septiembre de 1997.
- CASPER, S. y H. Glimstedt, "Economic Organization, Innovation System, and the Internet", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 17, núm. 2, 2001.
- COOKE, Philip, "Regional Innovation System, Clusters and the Knowledge Economy", *Industrial and Corporate Change*, vol. 10, núm. 4, 2001, pp. 945-974.
- DABAT, Alejandro, "Economía informática y nueva industria electrónica de exportación en México", *Problemas del Desarrollo*, vol. 53, núm. 137, abril-junio de 2004.
- _____ y Miguel Rivera R., "Nuevo ciclo industrial mundial e inserción de países en desarrollo", en A. Dabat, M. Rivera, J., Wilkie (coords.), *Globalización y cambio tecnológico. México en el nuevo ciclo industrial mundial*, México, UDEG, UNAM, UCLA, Profmex y Juan Pablos editor, 2004.
- _____ y S. Ordóñez, "Revolución Informática, nuevo ciclo industrial y división internacional del trabajo", *Cuadernos de Investigación*, CRIM-UNAM (en prensa).

- D'Costa, Anthony, "The Indian Software Industry in the Global Division of Labour", en A. D'Costa, y E. Sridharan (edits.), *India in the Global Software Industry. Integration, Firms Strategies and Development*, Londres, Palgrave Macmillan, 2004.
- DIETER, Ernst, "Redes globales de producción, difusión de conocimiento y formación de capacidades locales. Un marco conceptual", en E. Dussel, J. Palacios y G. Woo (coords.), *La Industria electrónica en México*, México, Universidad de Guadalajara, 2003.
- DOSSANI, Rufiq y Martin Kenney, "Creating an Environment for Venture Capital in India", *World Development*, vol. 30, núm. 2, febrero de 2002, pp. 227-253.
- DUSSEL, E., "La subcontratación como proceso de aprendizaje: el caso de la electrónica en Jalisco (Mexico) en la década del noventa", Santiago, CEPAL, 1998.
- , "Polarizing Mexico. The Impact of Liberalization Strategy", Lynne Rienner Publisher, Boulder, 2000.
- , "Ser maquila o no ser maquila ¿es esa la pregunta?", *Comercio Exterior*, vol. 91. núm., 4, 2003, pp. 329-336.
- FAJNZYLBER, Fernando, "La industrialización trunca de América Latina", México, Nueva Imagen, 1983.
- FORAY, Dominique, "Economics of Knowledge", Cambridge, The MIT Press, 2000.
- GEREFFI, Gary, "Global Production System and Third World Development", en Barbara Stallings (ed.), *Global Change, Regional Response*, Cambridge, Cambridge University Press, 1995.
- , "La transformación de la industria de la confección en América del Norte", en A. Dabat, M. Rivera R. y J. Wilkie (coords.), *Globalización y cambio tecnológico. México en el nuevo ciclo industrial mundial*, México, UDEG, UNAM, Profmex y Juan Pablos editor, 2004.
- GREEN, Roy, I. Duggan, M. Giblin, M. Moroney y L. Smyth, "The Boundaryless Cluster: Information and Communication Technology in Ireland", en OECD, *Innovative Clusters, Drivers of National Innovation System*, París, OECD, 2001.
- HELD, D., A. McGrew A., Goldbaltt y J. Perraton, *Global Transformation: Politics, Economic and Culture*, Stanford, Polity Press, Stanford University Press, 1999.
- HIRSCH, Seev, "The Product Cycle Model of International Trade. A Multi-Country Cross-Section Analysis", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 37 (4), noviembre de 1975, pp. 305-317.

- HOBDDAY, Michael, *Innovation in East Asia. The Challenge to Japan*, Edward Elgar, Aldershot, 1995.
- INEGI, *Sistema de cuentas nacionales*, México, varios años.
- KAPLISNKY, R., "Globalisation, Industrialisation and the Pursuit of the NTH Rent. IDS", *Discussion Paper*, núm. 365, Sussex, Institute of Development Studies, 1998.
- , "Export Processing Zones in the Dominican Republic: Transforming Manufactures into Commodities", *World Development*, vol. 21, núm. 11, 1993.
- KIM, Linsu, "Imitation to Innovation. The Dynamics of Korea's Technological Learning", Boston, Harvard Business School Press, 1997.
- KOIDO, Akihiro, "La industria de televisores a color en la frontera de México con Estados Unidos: potencial o límites del desarrollo local", *Comercio Exterior*, vol. 53, núm. 4, 2003, pp. 356-372.
- LARA RIVERO, Arturo, "Arneses de tercera generación. La migración de firmas de Estados Unidos al norte de México", en Óscar Contreras y Jorge Carrillo (coords.), *Hecho en Norteamérica. Cinco estudios sobre la integración de México en América del Norte*, México, Cal y Arena, 2003.
- MOCHI, Prudencio, "La industria del software en México", en *Problemas del Desarrollo*, vol. 53, núm. 137, abril-junio de 2004.
- MOKYR, Joel, "The Gift of Athena. Historical Origins of the Knowledge Economy", Princeton, Princeton University Press, 2002.
- ORDÓÑEZ, Sergio, "La nueva división interindustrial del trabajo y empresas electrónicas en México", en A. Dabat, M. Rivera, J. Wilkie (coords.), *Globalización y cambio tecnológico. México en el nuevo ciclo industrial mundial*, México, UDEG, UNAM, UCLA, Profmex y Juan Pablos editor, 2004.
- , "La nueva fase del desarrollo y el capitalismo del conocimiento: elementos teóricos", *Comercio Exterior*, vol. 24, núm. 1, enero de 2004.
- PALACIOS LARA, Juan, "La industria electrónica en Jalisco: ¿de aglomeración desarticulada a complejo industrial integrado?", en Enrique Dussel, J. Palacios y G. Woo (coords.), *La industria electrónica en México: Problemática, perspectivas y propuestas*, México, Universidad de Guadalajara, 2003.
- , "Production Networks and Industrial Clustering. Electronic Manufacturing in Guadalajara", México, Universidad de Guadalajara, 2001.

- PÉREZ, Carlota, “Cambio tecnológico y oportunidades de desarrollo como blanco móvil”, *Revista de la CEPAL*, núm. 75, diciembre de 2001, pp. 115-136.
- PERES NÚÑEZ, Wilson, “Foreign Direct Investment and Industrial Development in Mexico”, París, OECD, 1990.
- RAMÍREZ, Juan Carlos, “Los modelos de organización de las industrias de exportación en México”, *Comercio Exterior*, enero de 1997.
- REINHARDT, Nola y Wilson Peres, “Latin America’s New Economic Model: Micro Responses and Economic Restructuring”, *World Development*, vol 28, núm. 9, 2000, pp. 1543-1565.
- RIVERA RÍOS, Miguel A., “La inserción de México en la economía global”, en J. Basave *et al.* (coords.), *Globalización y alternativas incluyentes para el siglo XXI*, México, UNAM, UAM-I y Miguel Ángel Porrúa, 2002.
- , “Global Knowledge Economy and Accumulation of Technological Capabilities in Mexico. Lessons from the restructuring of the Guadalajara electronic cluster Paper presented at the Western Hemispheric Development Challenges in The Global Context, 10th annual Conference”, México, Laredo, Texas and Monterrey, 20-23 de abril de 2005.
- RIVERA VARGAS, María y J. Maldonado, “Aprendizaje tecnológico en los proveedores de la industria electrónica, Guadalajara, México”, *Comercio Exterior*, vol. 54, núm. 3, 2004, pp. 196-206.
- SAXENIAN, Annalee, *Regional Advantage. Culture and Competition in Silicon Valley and Route 128*, Cambridge, Harvard University Press, 1974.
- SECRETARÍA DE ECONOMÍA, “Programa para la competitividad de la industria electrónica y de alta tecnología, México”, 2003.
- SRIDHARAN, E., “The Political Economy of Industrial Promotion: Brazilian, and Korea Electronics in Comparative Perspective”, Praeger, Westport, 1969-1994, 1996.
- STURGEON, Timothy, *Modular Production Networks: a New American Model of Industrial Organization*, Industrial and Corporate Change, vol. 11, núm. 3, 2002.
- VERNON, Raymond, “The Product-Cycle Hypothesis in a New International Environment”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 41, 1975, pp. 255-267.
- WARMAN, José, “La competitividad de la industria electrónica: situación y perspectivas”, en F. Clavijo y J. Casar, *La industria mexicana en el mercado mundial. Elementos para una política industrial*, México, Fondo de Cultura Económica, 1994.

IRMA MANRIQUE CAMPOS*

Banca de desarrollo en México: ¿nuevas instituciones?

INTRODUCCIÓN

ES BIEN sabido que banca de desarrollo significa, de manera general, aquel grupo de instituciones financieras para el desarrollo o fomento que abarcan una amplia gama de organizaciones que actúan a nivel mundial, regional subregional y nacional. Si bien cada una de estas instituciones tiene su propia especificidad y modalidad operativa, éstas se abocan, en mayor o menor medida, al desarrollo económico y social mediante la movilización de recursos financieros; la creación de la capacidad técnica, institucional y de conocimiento y la provisión de bienes públicos globales, regionales o nacionales según sea el caso.¹

En el contexto de los países, operan los bancos de desarrollo nacionales o locales cuya misión principal es la de promover el desarrollo productivo, a través de la asistencia técnica y la intermediación financiera de los recursos provenientes del Estado, de la banca multilateral y del sistema financiero privado. Por lo menos en México y otros países latinoamericanos, sus actividades se dirigen hacia sectores que normalmente no encuentran un acceso fácil al mercado financiero privado, tales como las pequeñas y medianas empresas, el sector agrícola, proyectos de medio ambiente y actividades de innovación tecnológica.

* Investigadora titular de tiempo completo del IIEC de la UNAM.

¹ Por ejemplo, la Banca Multilateral de Desarrollo opera con varios países movilizandolos recursos financieros de fuentes oficiales a mercados financieros privados; el Banco Mundial a nivel global hace también operaciones regionales; el BID es también banco a escala regional en América Latina y el Caribe, así como otros bien conocidos como el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), el Banco de Desarrollo del Caribe (BDC) y otros.

Los precedentes históricos de la banca de desarrollo se remontan a los albores del siglo XIX, momento de la acelerada industrialización en los países europeos, que requirió de grandes instituciones financieras. En México, el origen de la banca de desarrollo se ubica en la década de los años veinte del siglo pasado, y desde esos años, su papel ha sido el de instrumento de la política económica nacional. Esta banca fue creada para proveer, con recursos básicamente estatales, servicios financieros a sectores prioritarios para el desarrollo integral de la nación² por lo que sus actividades van desde la promoción del ahorro y la inversión; el desarrollo del sistema financiero; el crecimiento de la planta industrial y el apoyo de proyectos de gran impacto regional, hasta el financiamiento de grandes obras de infraestructura, y de empresas y sectores clave para el desarrollo nacional.

Su injerencia y significado han sido fundamentales en la economía nacional y, con el devenir de profundos cambios en el orden económico internacional y nacional, puede decirse que la banca de desarrollo ha pasado por un largo proceso de transformaciones: desde la reconstrucción material del país, pasando por el financiamiento del modelo de desarrollo sustitutivo, hasta su especialización con fines de apoyo a la “modernización” del sistema financiero y los sectores productivos, propiciando a la vez, la inserción de la economía en los mercados mundiales.

Aquí se plantea la hipótesis de que, a pesar de que las políticas originales de estas instituciones han sufrido modificaciones en la medida en que se han plegado a las reformas financieras instrumentadas desde los años noventa en términos de liberalización, apertura y desregulación y, de que su importancia en el financiamiento productivo ha decrecido ostensiblemente, esta banca juega un papel fundamental a través de la creación y constitución de diversos instrumentos y mecanismos financieros, que pueden instrumentarse tanto mediante operaciones de primero como de “segundo piso” y propiciar el desarrollo de actividades financieras muy rentables, como intermediarios financieros especializados.

² El Banco Nacional de Crédito Agrícola surge en 1926; el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (hoy Banobras), en 1933; Nacional Financiera en 1934; el Banco Nacional de Crédito Ejidal en 1935 y el Banco Nacional de Comercio Exterior en 1937.

México adoptó reformas de mercado como parte de su ajuste estructural y de una estrategia orientada a la exportación. Y aunque las reformas y la apertura comercial han resultado críticas para el desarrollo económico, el gobierno aún tiene un papel central que cumplir, ya que, idealmente, la intervención gubernamental requiere ser efectuada por medio de una banca de desarrollo íntimamente relacionada con otras entidades de gobierno, para la aplicación de políticas consistentes y coordinadas entre las instituciones.

En concordancia con lo anterior, el objetivo de este trabajo es demostrar que la experiencia de las primeras reformas ha contribuido a generar lo que parece ser un consenso creciente: la necesidad de iniciar, en este ámbito, otras reformas, las de “segunda generación”. Ya que si las primeras se centraron casi exclusivamente en la reducción del papel de Estado, la estabilidad y la ampliación del espacio de competencia del mercado, el énfasis ahora corresponde a los aspectos positivos de la actuación del Estado. Es decir, aquellos aspectos que resultan fundamentales para asegurar el buen funcionamiento del mercado, en particular, *el fortalecimiento institucional*.

INSTITUCIONALIDAD FRENTE A LA GLOBALIZACIÓN

EN LOS últimos 20 años ha crecido la importancia que algunos analistas le otorgan a la corriente institucionalista en el desarrollo económico, quizá básicamente ante la insatisfactoria falta de respuestas de la economía convencional, pues el tiempo ha demostrado que el cambio estructural no consiste simplemente en adoptar “buenas políticas públicas”, sino asegurar el dinamismo de un proceso de cambio permanente, el cual requiere instituciones que se ajusten a la problemática nacional y que permitan enfrentar los nuevos retos. Aquellas experiencias de reformas también han revelado que frecuentemente existen fallas en el ordenamiento temporal de las políticas públicas pero, sobre todo, resaltan la insuficiencia de los esfuerzos del fortalecimiento institucional que debieron acompañar a las medidas liberalizadoras. Es, pues

muy claro que el papel de las instituciones tendrá que enfocarse desde una perspectiva diferente, esto es, procurando la eficiencia tanto de los mecanismos de mercado como del Estado en la asignación de los recursos y a la distribución de los ingresos (Ayala, 2000). No es extraño que la creación o reforma de las instituciones haya sido destacada, especialmente, para las economías “en desarrollo”, porque es donde éstas resultan francamente inadecuadas.

Aunque el debate sobre las reformas de “segunda generación” conlleva el malestar de profundizar en la privatización total del sector bancario, incluida la banca de desarrollo, pareciera contradictorio mencionarlas como complementarias a un fortalecimiento institucional, ya que no podemos desconocer que esta corriente pertenece a una de las ramas de la teoría convencional dominante, y la sola creación y reforma de instituciones no garantiza soluciones definitivas a problemas estructurales del crecimiento y el desarrollo.

No cabe duda de que la existencia de fallos de mercado en sectores económicos, la carencia de financiamiento de largo plazo a la micro, pequeña y mediana empresa, la información asimétrica y la segmentación endógena del crédito, justifican plenamente la existencia de la banca de desarrollo pública, ya que si en países desarrollados que cuentan con sistemas financieros profundos, la banca pública juega un activo papel en el financiamiento productivo, con mayor razón para los no desarrollados. Años de crisis subsecuentes y transformaciones radicales que se coronaron con la privatización y la apertura, tienen como posible asidero una banca pública de desarrollo, aunque quizá con renovadas modalidades operacionales y de gobierno corporativo.

Resulta interesante señalar que hasta en los documentos emanados del Consenso de Monterrey, de profundo raigambre conservador, se expresa la convicción que en países de “ingreso medio”, como México, es necesaria la reafirmación del papel determinante de los bancos multilaterales de desarrollo (Casilda, 2005), esto es, de una intervención estatal multinacional. En este documento se sostiene, en particular, que además de apoyar a los países

pobres que no tienen suficiente acceso a los mercados internacionales de capital, estos bancos de desarrollo locales, regionales y subregionales “deberían atenuar las repercusiones de la excesiva inestabilidad de los mercados financieros” ya que durante mucho tiempo han cumplido una función anticíclica en el financiamiento multilateral.

Es sabido que los países latinoamericanos, salvo algunas excepciones, se caracterizan por mercados financieros de menor tamaño y sofisticación, con menores instrumentos de intermediación financiera que los países desarrollados. Son economías que en general cuentan con una larga historia inflacionaria y una alta concentración en el financiamiento de corto plazo. Como se dijo, los mercados de crédito son segmentados, lo que se traduce en un menor acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas (Pymes), agricultores pequeños, jóvenes sin historial crediticio pero, con frecuencia, con proyectos innovadores. Además, el sistema financiero latinoamericano, al igual que el europeo, está más centrado en el crédito bancario. La importancia de otras modalidades de financiamiento como el mercado de bonos y el mercado accionario, es baja.

BANCA DE DESARROLLO EN MÉXICO

EN AMÉRICA Latina los pasos pioneros hacia la banca de desarrollo se dieron en México, en las tres primeras décadas del siglo XX, específicamente en 1934 con la creación de Nacional Financiera,³ a ello le siguió la creación de otros bancos de desarrollo. De la misma manera, se crearon bancos de desarrollo en el resto de los países latinoamericanos, pues han sido el resultado de políticas públicas adoptadas con la concepción de desarrollo vigente en la época de su creación. Del diagnóstico sobre los obstáculos del desarrollo, surgió la tesis de que se requería un proceso vigoroso de acumulación de capital para elevar la tasa de crecimiento, pero que este proceso sólo sería posible con la intervención del Estado.

³Encargada originalmente de la colocación de bonos del gobierno y de la promoción de la venta de acciones de nuevas empresas privadas. En 1941 fue reorganizada para otorgar créditos a largo plazo a la industria.

Por ello es que desde los años treinta la banca mexicana de desarrollo ha estado asociada al progreso material del país; sin embargo, particularmente a partir de la década de los años ochenta, tareas y funciones variaron ante el cambio de marco de una estrategia económica distinta, cuyo objetivo era reducir la presencia estatal. Pese a ello, la banca de desarrollo ha jugado un papel prioritario en la solución de los profundos problemas económicos que acarreó la crisis de deuda en 1982 y las reformas financieras de principios de los noventa que conllevaron desregulación, reprivatización y extranjerización bancarias.

La banca de desarrollo, desregulada y de *segundo piso*, hubo de encontrar la manera de hacer su papel *de banca de fomento* en una economía abierta; apoyar a las micro, pequeñas y medianas empresas que enfrentaban más desventajas que ventajas como sujetos de crédito y, conjuntamente desarrollar modalidades de financiamiento que implicaron desde entonces condiciones de *negociabilidad, oportunidad, simplicidad, agilidad y permanencia*. En estos parámetros, el programa gubernamental de financiamiento por asociaciones, en particular por medio de uniones de crédito, arrendadoras y empresas de factoraje, representó una forma de organización e impulso a las *alianzas estratégicas*.

A mediados de la década de los años noventa, la banca de desarrollo estaba conformada sólo por siete instituciones:⁴ y, hasta hace unos años, cada uno de esos bancos de desarrollo integraba *clusters* o constelaciones institucionales para facilitar el cumplimiento de su cometido, y establecer nexos orgánicos entre productores y el Banco de México, esto es, con la política financiera del gobierno. Así, en cierto momento, esta banca ha servido y sigue sirviendo como agente financiero del gobierno federal en la captación de ahorro y crédito del exterior.

El complejo de circunstancias internacionales acarreado por la desregulación y liberalización financieras ha empujado al cambio de estrategias e instituciones nacionales y ha impuesto cambios

⁴Nafin, Bacomext, Banobras, Banrural, Fina, BNCl, Banjército y fideicomisos de fomento económico: los de apoyo a la agricultura (FIRA), el de apoyo a la vivienda de interés social (Fovi) y el fondo de desarrollo comercial (Fidec).

profundos en las reglas sociales básicas y la fuerza relativa de los distintos actores económicos y sociales. El no incorporarse al nuevo orden económico internacional pareció amenazar a México con la segregación de los mercados más dinámicos, de las redes mundiales de producción e intercambio y de la incesante corriente de innovaciones tecnológicas.

Bajo esta lógica, los cambios fueron tajantes para adaptar a nuestros países al nuevo paradigma universal que preconiza economías sin fronteras y modernización democrática. La tarea significó, como ya se ha dicho, instrumentar reformas que abarcaron desde el sistema jurídico y de la justicia, la formación de redes actuantes de seguridad social, el combate a la corrupción, hasta la supervisión bancaria modernizada.

Así, en 2002, se reforma de manera importante la estructura general de la banca de desarrollo,⁵ con la justificación de ampliar su capacidad de respuesta “para que ofrezca servicios eficientes, *fomente y fortalezca a los intermediarios financieros y amplíe la cobertura de éstos*”.⁶

Las reformas establecen tres aspectos fundamentales: el fortalecimiento de su capital, su autonomía de gestión y responsabilidad fiscal. Por medio de lo cual se establece la modernización: más eficiencia en la constitución y operación de sus consejos directivos, para que puedan aprobar sus presupuestos generales dentro de los parámetros del gasto programado que en cada caso convenga en virtud de no utilizar recursos fiscales para esos gastos e inversiones. Para complementar estas reformas, se les otorga facultades adicionales al consejo directivo en materia de presupuestos para gastos e inversión, sueldos y prestaciones, “a efecto de hacer congruente la reforma en cuanto a modernización administrativa se refiere”.

⁵Se reformaron, adicionaron y derogaron diversas disposiciones de la legislación bancaria, que afectó en particular a la Ley de Instituciones de Crédito, a la Ley Orgánica de Nacional Financiera, a la Ley Orgánica del Sistema Banrural, a la Ley Orgánica del Banco Nacional de Comercio Exterior, a la Ley Orgánica del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos y a la Ley Orgánica del Banco Nacional del Ejército y la Armada.

⁶“Dictamen de la Comisión de Hacienda y Crédito Público, sobre Leyes Orgánicas de la Banca de Desarrollo”, en *Gaceta Parlamentaria*, Cámara de Diputados, número 986-IV, 24 de abril de 2002.

Con el propósito de “fortalecer al consejo directivo y permitirle un mejor desempeño, se incorpora la figura de consejero independiente”⁷...el cual representará a la serie “B” de certificados de aportación patrimonial de cada una de las instituciones, y su número junto con los demás consejeros de la serie “B” guardará proporción con los consejeros de la serie “A”. Al órgano de administración de cada banco “se le otorga la facultad de crear comités de *sueldos y prestaciones* y de administración integral de riesgos. Es decir, serán los que *opinarán y propondrán los términos y las condiciones bajo las cuales se desarrollarán las relaciones entre las instituciones de banca de desarrollo y sus trabajadores*, de acuerdo con las condiciones del mercado y las posibilidades de cada institución de banca de desarrollo, acordes con el sector”. Esto es, no será más a través de sus sindicatos.

Además, “con la intención de que cada una de estas instituciones atienda a los sectores que les corresponde conforme a su objeto y no distraiga recursos a sectores o personas determinadas o que pertenezca a grupos de intereses comunes...” la iniciativa propone que se definan los alcances para operaciones crediticias en estos casos, evitando se dupliquen objetivos y funciones.

Entre los cambios más drásticos se encontraba también el de fusionar algunas de estas instituciones y, aunque la estructura actual está conformada por las conocidas: Nafin, Bancomext, Banobras, Banjército, y las transformadas: Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros (antes Banco del Ahorro Nacional), y la del Sistema Banrural (antes Banrural) y la nueva, Sociedad Hipotecaria Federal, hasta su discusión y negativa estuvo en manos del Legislativo la iniciativa de fusionar a las dos mayores: Nafin y Bancomext.

En correspondencia con esta metamorfosis que dicta la prevaiente ideología neoliberal, el papel de la banca de desarrollo se ha alterado a profundidad, ya que tiene la función de impulsar activamente las oportunidades que “ofrece” el TLCAN y de otras formas de integración y, aunque tarde, facilitar la reconversión de

⁷ Los consejeros independientes no deberán tener ningún vínculo con la sociedad que represente un conflicto de intereses.

la estructura productiva que se asocia al cambio de modelo de desarrollo, así como la promoción y difusión de las innovaciones tecnológicas a escala de empresas.

A corto plazo, se espera que cubra el vacío del financiamiento que otras instituciones debieron llenar; salvando el divorcio entre el rápido ajuste hacia fuera y el lento ajuste hacia adentro; entre una economía normada por los criterios del Consenso de Washington y una microeconomía abandonada que ya causa problemas de orden macroeconómico y social. La banca de desarrollo parece por ello impulsada de manera irreversible a llevar a cabo la revolución macroeconómica y la relocalización de las actividades industriales que ningún equilibrio macroeconómico puede sustituir. Ya agoniza buena parte de la pequeña y mediana industria y, por esa razón, no puede cumplir con los compromisos con la banca comercial que se debilita a ojos vista hasta entrar en una costosa crisis. Pese a todo esto, todavía es tiempo para detener la destrucción innecesaria del sector real de la economía no sólo por razones económicas, sino por el imperativo de detener peligrosas fracturas sociales.

Parece que los retos y las responsabilidades se multiplican para la banca de desarrollo mexicana, donde el 95 por ciento de los establecimientos productivos forman parte de la micro, pequeña y mediana industria; donde se gesta buena parte del empleo; se encuentra el semillero de las nuevas generaciones de empresarios y donde está la clave integradora de los eslabonamientos interindustriales que pueden hacer de las actividades exportadoras el motor de la economía.

De ahí que el Banco Mundial⁸ observe que en México, como en otros países latinoamericanos, se ha dado demasiada prioridad a la estabilidad de precios, descuidando el crecimiento y la estabilidad de la producción. Y es cierto que no se reconoció a tiempo que fortalecer las instituciones financieras de desarrollo es tan importante para la estabilidad económica como controlar los presupuestos públicos.

⁸Véase Stiglitz (1993).

Sin embargo, mientras las responsabilidades de la banca de desarrollo crecen y *se tornan urgentes en la transición institucional* y económica del país, paradójicamente sus instrumentos de acción se empobrecen. Sin duda, ahí se encuentra una de las grandes fallas adaptativas de la política económica al “nuevo modelo”: de un lado se desmantelan los fideicomisos de fomento y se transforma a la banca de desarrollo en banca de segundo piso, cuando eran mayores las necesidades de autonomía promocional volcadas a la reconversión productiva de las empresas, entre otras razones, por los apremios de la abrupta apertura comercial; algunos bancos están descapitalizados y sin el acceso a los fondos de Fobaproa-IPAB que beneficiaron a la banca comercial; asimismo, se les suele confinar al financiamiento de los segmentos más riesgosos y menos rentables de la actividad económica.

De otro lado, casi se hacen desaparecer los esquemas de captación del ahorro interno de la banca de desarrollo, para hacerla dependiente de recursos foráneos o presupuestales sujetos a limitaciones obvias. Ese hecho, sumado al constreñimiento de ser banca de segundo piso, encarece el crédito al usuario al duplicar los intermediarios financieros. Más aún, la norma de fijar tasas de interés de mercado, coloca, por ejemplo, al Banco Nacional de Comercio Exterior y a sus exportadores acreditados en desventaja competitiva frente a los mecanismos preferenciales de financiamiento y fomento exportador de nuestros socios comerciales.

Los Eximbank de Estados Unidos y Japón, así como la Export Guarantee Development Corporation de Inglaterra, El Coface y el Tesoro Francés o los esquemas análogos de Alemania y España, brindan fondos y servicios con tasas y condiciones que estamos lejos de igualar. Por lo demás, ese cambio de política coincide con el grave y general debilitamiento de la banca privada, la ampliación de su margen financiero (alza desmesurada de las tasas activas y disminución de las pasivas) y la contracción consiguiente del crédito al sector productivo de las Pymes. Así, se alienta la concentración del comercio exterior en las grandes empresas que pueden financiar sus operaciones en los mercados foráneos, mientras los

pequeños y medianos negocios pierden capacidad competitiva y de crecimiento al pagar tasas de interés desorbitadas.

De otra parte, la necesidad de equilibrar los presupuestos públicos, y de no interferir en los mercados, induce a la supresión de subsidios y la canalización de menores recursos a muchos bancos de desarrollo. Aun así, éstos han desplegado capacidad innovadora para hacer más con menos, aunque eso sea notoriamente insuficiente.⁹

Hay alivios externos importantes como los que proporcionan el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, con programas ampliados y apoyos financieros, pero acaso lo más importante sea el reconocer que el paradigma económico universal requiere de retoques y de más acciones cooperativas.

En el orden internacional ha de evitarse la volatilidad y los contagios financieros y atender a obligaciones transfronterizas, como el abasto de alimentos y energéticos, el medio ambiente o la supresión de la pobreza. En el orden interno, el más descuidado, armonizar la microeconomía con la macroeconomía y considerar junto con los objetivos antiinflacionarios, los del crecimiento y del bienestar social. El aprovechamiento de las ventajas comparativas, la reconstrucción de la infraestructura básica, la multiplicación de las fuentes de empleo, el combate a la pobreza, el cuidado a la educación y a la ecología. En todo ese formidable esfuerzo parece indispensable combinar en vez de contraponer esfuerzos privados y estatales, esto es, *clarificar consensualmente las funciones públicas y las del mercado*.

LAS NEOINSTITUCIONES DE FOMENTO

EL PUNTO de partida de *una nueva estrategia* supone *reconstruir funciones, facultades y recursos de la banca pública de desarrollo*, pues mientras en el mundo se produce una verdadera revolución entre las instituciones financieras, *a la banca de desarrollo deliberadamente*

⁹ Ahí están, por ejemplo, el Sistema de Promoción de Oferta Exportable y el Programa México Exporta de Bancomext a fin de alentar simultáneamente el desarrollo regional e incorporar empresas medianas y pequeñas al esfuerzo exportador.

se le estanca o se le hace retroceder y luego se le acusa de ineficiente. En México, entre 1996 y 2002, el conjunto de los bancos de desarrollo redujo sus saldos de crédito al sector privado en 42 por ciento en términos reales y la banca comercial 28 por ciento. En lugar de profundización hay desintermediación financiera excesivamente riesgosa.

En *términos estructurales*, de la misma manera que la banca privada internacional se integra, fusiona o multiplica servicios, *la banca de desarrollo quizá debiera seguir un proceso similar en vez de encasillarse en pequeños nichos especializados de escaso peso que compiten entre sí.* Asimismo, en vez de malbaratar los bancos intervenidos, acaso conviniera convertirlos en ventanillas promocionales o de captación de la banca de desarrollo.

En fecha reciente se han reformado las normas a que está sujeta la banca de desarrollo (calificación de cartera, capitalización, administración de riesgos), que se encaminan a facilitar su saneamiento y consolidación, como parte de la reforma conjunta del sector bancario y financiero nacional. Se trata de controles prudenciales necesarios, pero que sólo contribuyen indirectamente a desatar las funciones de fomento macroeconómico a la empresa mexicana.

Parecen estar desaprovechándose las virtudes que podrían lograrse con los instrumentos de la banca de desarrollo, la que articularía de mejor manera al resto del sistema económico con *esos clusters* dinámicos de industrias grandes, medianas y pequeñas y así fortalecer la oferta de empleos. De la misma manera, habría que multiplicar los proyectos que alientan el más amplio aprovechamiento de las ventajas comparativas nacionales. Los energéticos, la maquila, las manufacturas automotrices, la petroquímica, el turismo, son casos que ofrecen enormes oportunidades integradoras a futuro.

En estos años hemos aprendido que *el desarrollo es asequible, pero no automático, hay que construirlo, pero prescindiendo de la banca de desarrollo equivaldría a descender otro peldaño en el desmantelamiento de las instituciones necesarias, instituciones que tienen un papel vital en asociar los aspectos microestructurales y microsociales en las estrategias*

gubernamentales de desarrollo, sin cuya asociación difícilmente combatiríamos con éxito la polarización social y pobreza.

IMPACTO DE LA REFORMA FINANCIERA EN LA BANCA DE DESARROLLO

DE MANERA general, en el ámbito de la banca de desarrollo nacional, las acciones de fomento productivo se identificaron, tradicionalmente, con el otorgamiento de créditos a determinados sectores productivos a costos inferiores a los del mercado, por la vía del subsidio a las tasas de interés. Asimismo, los créditos no eran necesariamente asignados a actividades con una adecuada rentabilidad social.

La CEPAL opina que las dificultades financieras que experimentó la banca de desarrollo nacional en varios países de la región en décadas recientes tuvieron su origen en serios errores en la gestión de sus recursos. La falta de mandato y marco institucional explícito las llevó muchas veces a un manejo de los recursos con criterios políticos. La asignación del crédito se caracterizó por una inadecuada administración del riesgo, lo que junto a políticas inadecuadas de cobranza se tradujo en tasas de recuperación del crédito, muy inferiores a las de la banca comercial. Un financiamiento basado principalmente en fuentes fiscales y de organismos multilaterales, unido a una falta de transparencia presupuestaria, generó un alto costo de oportunidad para estos recursos (CEPAL, 2002).

En la década de los años noventa, en América Latina se realizaron importantes reformas financieras que se justificaron con la búsqueda de mejor calidad y eficiencia de la intermediación financiera. Estas reformas se basaron principalmente en la liberalización de la tasa de interés, cambios en las normas de regulación y supervisión financiera, apertura a la banca extranjera y, en general, a los flujos de capitales provenientes del exterior, creación de nuevos instrumentos de financiamiento y el desmantelamiento de la mayoría de los instrumentos de crédito dirigido.

A pesar de que estos procesos de reforma financiera han generado cambios en los sistemas financieros de los países de la región latinoamericana, una parte significativa de los objetivos esperados no se han alcanzado. En particular, el problema crónico de insuficiencia de ahorro especialmente de largo plazo persiste, por lo que el papel de la banca de desarrollo para fortalecer este mercado sigue siendo necesario. A pesar de que en varios países han aumentado la intermediación con mayores plazos, en especial en el área de crédito hipotecario, no se observa un desarrollo sustancial de los mercados de crédito de largo plazo para la inversión, al menos financiada localmente.

Hay particularidades propias de los sistemas financieros que se originan en problemas de información asimétrica. Es decir, que la información que posee el demandante de crédito no es la misma que posee el oferente del mismo. Esto lleva a que los mercados financieros presenten problemas en su funcionamiento, impidiendo el desarrollo adecuado de determinados segmentos, o simplemente la no existencia de los mismos.¹⁰

Instrumentos tales como exigencias de garantías y colaterales para respaldar los créditos y la aplicación de metodologías para evaluar la capacidad potencial del cumplimiento del deudor, han resultado limitados para superar estos problemas. En presencia de fallas de información y un entorno económico incierto, la tendencia de los oferentes privados de fondos financieros es el racionar o encarecer significativamente el acceso a los fondos.

En la práctica, el racionamiento y segmentación del mercado del crédito ha afectado principalmente a las pequeñas y medianas empresas (Pymes), a los pequeños propietarios agrícolas y a la constitución de empresas tecnológicamente innovativas, sectores que

¹⁰Los problemas de información son uno de los principales motivos que justifican la intervención gubernamental en estos mercados (Stiglitz, 1993). La asimetría de la información lleva a problemas conocidos como riesgo moral y selección adversa. El primero se refiere al hecho de que una vez tomado el crédito el deudor altera la estructura de riesgos del proyecto lo que puede redundar en una menor tasa de retorno para el prestamista. El segundo hace referencia al hecho de que el financiamiento se concentre en los proyectos más riesgosos ya que en éstos se está dispuesto a pagar un mayor precio por acceder a los fondos de financiamiento.

presentan un mayor riesgo financiero junto a mayores costos de transacción en el proceso de intermediación financiera.

Las lecciones derivadas de las múltiples crisis financieras que han vivido los países como México, han llevado a reconocer la importancia de preservar y defender la estabilidad y solvencia financiera mediante una adecuada supervisión. Esto ha acentuado la discriminación contra los agentes que presentan un mayor riesgo potencial, en tanto incrementa los costos de crédito debido a la necesidad de constituir provisiones. La necesidad de expandir la cobertura de los servicios financieros sin debilitar las normas prudenciales de regulación y supervisión en el manejo del riesgo, abre un importante espacio de acción para la banca de desarrollo. Ésta debe ser capaz de captar y asignar recursos hacia actividades de mayor riesgo sin comprometer la solvencia del sistema bancario ni del sistema regulatorio en general.

Y aunque las actividades de fomento productivo no son exclusivas de una banca de desarrollo pública, más del 50 por ciento de las instituciones de desarrollo en América Latina, a principios de 2000 (CEPAL, 2002), contaban con activos de más del 70 por ciento del total de las instituciones, y los sectores más beneficiados fueron el agropecuario y agroindustrial, junto con la industria manufacturera, la vivienda, construcción e infraestructura, comercio y comercio exterior.

Entre los impactos sufridos por estas instituciones está el de su adaptación a las nuevas condiciones económicas y financieras de los países, lo que les ha obligado a iniciar cambios importantes *en su institucionalidad y gestión*. Una de las principales manifestaciones de estos cambios ha sido la creciente utilización, en varios países latinoamericanos, de una “banca de segundo piso” como esquema operativo como en México. Este tipo de banca canaliza recursos hacia los bancos comerciales privados y públicos (banca de primer piso) encargados de colocar los préstamos. Bajo esta modalidad, se dice que los riesgos financieros se reparten entre ambos tipos de bancos, siendo los de primer piso los encargados de evaluar los riesgos y capacidad de pago de los demandantes fina-

les y, por lógica, son los de segundo piso los que resultan responsables de hacerle frente a las condiciones adversas del riesgo.

Si bien parece que esta modalidad permite una mejor administración de los riesgos financieros, *en realidad dificulta el proceso de focalización del financiamiento, el cual es un componente importante en las actividades de fomento.*¹¹

La banca de desarrollo enfrenta el desafío de realizar una gestión financiera que promueva una sana disciplina bancaria en cuanto a la administración de riesgos, rentabilidad y solvencia financiera. Por ello se requiere fortalecer la autonomía operativa dentro del marco de acción y objetivos definidos por las autoridades pertinentes.

Para superar los problemas de asignación de financiamiento basados en criterios políticos y no de fomento, es preciso definir con claridad los objetivos y funciones a los cuales debe adecuarse la banca de desarrollo. Esto requiere definir su dotación de recursos, criterios de decisión interna, políticas de préstamo y asistencia técnica.

Las nuevas estructuras institucionales (en México) deben permitir un mayor grado de autonomía en la toma de decisiones, minimizando la intervención gubernamental directa en el otorgamiento de créditos. El avance en esta dirección ha implicado que muchas instituciones estén experimentando reformas estatutarias y operativas. La autonomía de gestión dependerá de diversos cambios en los principios contables y de responsabilidad. Al igual que los bancos centrales autónomos; la banca de desarrollo debe rendir cuentas anuales a las autoridades correspondientes y, como una medida conveniente, realizar una calificación periódica de carta de riesgos con auditorías externas.

Si bien la banca de desarrollo en la mayor parte de los países se ha financiado tradicionalmente a partir del presupuesto público y aportes de instituciones financieras multilaterales, ahora debe incursionar en los mercados financieros privados. La emisión de papeles comerciales que capturen el interés de inversio-

¹¹ De un total de 104 instituciones en toda América Latina y el Caribe, 21 operan como bancos de segundo piso y 10 lo hacen en ambas modalidades (CEPAL, 2001).

nistas privados parece ser el futuro de las más importantes fuentes de recursos para la banca de desarrollo.

Los gobiernos latinoamericanos ponen como ejemplo las experiencias de instituciones financieras de desarrollo exitosas en Europa, pero es importante hacer notar que éstas cuentan con un alto grado de diversidad en sus fuentes de financiamiento, lo que les ha permitido mayor autonomía en la gestión y toma de decisiones, un mejor manejo del riesgo y una mayor estabilidad en los flujos de financiamiento.

Por ejemplo, para la banca de desarrollo alemana, y el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO), los flujos provenientes del mercado de capitales privados se ha transformado en una fuente significativa para el financiamiento de operaciones. Además, las colocaciones de instrumentos por parte de los bancos de desarrollo en los mercados financieros privados pueden transformarse en un importante impulso para el crecimiento y profundización de estos mercados. De hecho, un número cada vez mayor de bancos de desarrollo en los países de la región, están facultados para participar en una amplia gama de actividades financieras, aun cuando su práctica es escasa.

En su calidad de banca pública, los bancos de desarrollo generalmente cuentan con garantía estatal para la captación de recursos en el mercado financiero y, aunque esto la favorece en su calificación de riesgo y menor costo de captación, a su vez significa distorsión en esa calificación, pues contamina la evaluación de la estructura de riesgo específica de los bancos con el riesgo soberano propio del financiamiento estatal.

Por otra parte, el neoliberalismo impone la idea acerca de que la garantía estatal induce un elemento de competencia desleal entre la banca de desarrollo y el sector privado en la captación de recursos. A este respecto conviene distinguir el uso de los fondos. En las captaciones que se colocan en actividades de fomento (donde lamentablemente la competencia con el sector privado es baja) la garantía estatal debiera mantenerse.

Cuando las colocaciones se dirigen a actividades que conlleven una mayor competencia con el sector privado la garantía

estatal no debiera interferir en el costo de la captación. Un ejemplo interesante en esta área es el acuerdo alcanzado entre la banca pública alemana y la Comisión Europea. La comisión aceptó la garantía del Estado alemán como compensación para las funciones de fomento realizadas por la banca de desarrollo alemana, mientras que en los casos en que ésta compite con la banca privada (financiamiento de las exportaciones y *project financing*) se creó una entidad subsidiaria especial que actúa bajo las mismas condiciones que la banca privada (CEPAL, 2002).

La tendencia en nuestros países es la de que para acceder a los mercados financieros como para administrar los recursos fiscales que se le otorgan, la banca de desarrollo debe presentar estándares contables transparentes y en línea con las exigencias del mercado, evitar además que los subsidios implícitos que se generan por una mala política de evaluación y administración de riesgos así como la recuperación de créditos afecten el presupuesto público “por la puerta trasera”, generando costos no presupuestados. Además, se deben minimizar los subsidios encubiertos, no focalizados y no valorados. Otra obligación explícita es la de que los subsidios deben realizarse de manera transparente y ser financiados a través del aporte estatal a fin de que no se merme la capacidad de la banca de desarrollo y para generar rentabilidad.

INNOVACIÓN FINANCIERA EN LA BANCA DE DESARROLLO

LA BANCA de desarrollo que opera particularmente con Pymes y con el sector rural, también lo hace en las actividades innovativas, que registran costos de intermediación más grandes que las grandes empresas y riesgos menos diversificados. Esto obliga a la estandarización de los productos en estos sectores con el fin de colocar recursos financieros e introducir un grado de especialización para cada tipo de clientes.

Las nuevas estrategias financieras dictan que, al igual que la banca comercial, la solvencia financiera de la banca de desarrollo requiere mantener una tasa de retorno positiva y competitiva en

el tiempo, porque la generación de utilidades en su operación permitirá, por una parte, aumentar sus recursos de largo plazo y, por otra, le permitirá concurrir al mercado financiero privado para captar recursos adicionales. Estas estrategias también indican que, en la medida que la remuneración de los activos que posee la banca de desarrollo esté sujeta a limitaciones institucionales y de mercado, la calidad de gestión de los recursos se vuelve un elemento fundamental para determinar su viabilidad financiera.

La experiencia internacional sugiere que la estandarización de productos y procesos financieros reduce los costos de intermediación y facilita el acceso a nuevas modalidades de financiamiento. En el ámbito regional, la banca de desarrollo ha centrado su gestión financiera en el otorgamiento de crédito y en brindar servicios complementarios de carácter no financiero. Aunque en México desde los años noventa es una realidad, hasta hace poco tiempo se ha generalizado en otros países latinoamericanos el uso de instrumentos tales como el factoraje, el arrendamiento financiero, la titularización de activos, la administración de fideicomisos y la provisión de garantías.

Dentro de la región una de las áreas que más se ha beneficiado de estos nuevos instrumentos ha sido el financiamiento de la vivienda y la infraestructura. Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, México, Perú y Colombia muestran interesantes avances en la titularización de los créditos hipotecarios. En el financiamiento a la infraestructura, la modalidad de Project Finance con la participación de entidades públicas y privadas ha cobrado fuerza.

En el financiamiento de la pequeña y mediana empresas, el programa de desarrollo de proveedores mediante la implementación de factoraje electrónico que impulsa Nacional Financiera en México, ha redundado en un financiamiento oportuno y de menor costo. La constitución de fondos de garantía en varios países de la región es otro ejemplo de instrumentos que estimulan sinergias entre el financiamiento público y privado, dirigido a las Pymes. Aunque no muy utilizados en la región, la experiencia internacional señala que la participación de la banca de desarrollo en actividades de titularización de créditos y fideicomisos, ha sido útil para atraer recursos destinados al financiamiento de las Pymes.

El esquema de segundo piso ha obligado a la banca de desarrollo a operar mediante la titularización de créditos. En este caso, la banca de desarrollo compra a los bancos comerciales de primer piso carteras de derechos de créditos exigibles a las Pymes, las transforma en paquetes convirtiéndolas en activos líquidos y las coloca en el mercado de valores. De este modo, los bancos transfieren sus riesgos de crédito al mercado de valores y obtienen nuevos márgenes para la concesión de créditos. Por ejemplo, en el caso de Alemania, cabe señalar que la banca de desarrollo colocó durante 2002 alrededor de 5,500 millones de euros en este tipo de bonos. Esto requiere que el volumen de créditos a ser titularizados sea lo suficientemente significativo, para que la emisión de títulos sea financieramente atractiva.

Aunque el fideicomiso hace mucho tiempo que se utiliza como instrumento financiero en México, sólo recientemente se ha destacado su función como herramienta del desarrollo en otros países, pues la creación de fideicomisos permite canalizar recursos hacia actividades y recursos de mayor riesgo relativo sin que esto afecte la situación patrimonial de las instituciones que administran la colocación de estos fondos. Esto es, el fideicomiso puede ser un instrumento útil para la administración de recursos financieros en aras de facilitar el acceso al financiamiento de diferentes agentes económicos. Esto permite, por ejemplo, que bancos comerciales actuando como fideicomisarios canalicen recursos hacia las Pymes sin requerimientos de mayores provisiones, ya que al encontrarse las deudas generadas fuera de la cartera del banco, no se alteran las normas crediticias sino a los estándares impuestos por las normativas de regulación y supervisión prudencial.

Sin embargo, puede existir la tentación por parte de los bancos de primer piso, de traspasar los riesgos de su cartera morosa al fideicomiso. Por esto, junto con la aplicación de fideicomisos es necesario definir normativas que los regulen.

El fideicomiso también puede ser un instrumento de transparencia presupuestaria para la banca de desarrollo, ya que le permite canalizar recursos destinados a financiar situaciones de emergencia, sin afectar su estructura patrimonial. Recientemente el

Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos de México ha aprobado un fideicomiso para la infraestructura de los estados, financiando con ingresos excedentes del petróleo. En El Salvador, el Banco Multisectorial de Inversiones implementó un fideicomiso para el desarrollo de la micro y pequeña empresas (Fiemype).

Los esquemas de garantía de préstamos, si bien no son nuevos, han sido objeto de un creciente interés en los últimos años como instrumentos para facilitar el acceso de la pequeña y mediana empresas al sector bancario. Este tipo de fondos, en la medida que permite diversificar el riesgo, reducir el riesgo financiero y los costos de transacción de los créditos, debiera traducirse en mejoras en las condiciones, plazos y menores requerimientos de colaterales.

La evaluación del desempeño de este tipo de fondos ha llevado a plantear una serie de requisitos para su funcionamiento y viabilidad financiera. Es importante que las garantías se otorguen de manera rápida y oportuna sin repetir el proceso de evaluación del crédito realizado por los bancos. La morosidad de los préstamos no puede superar inicialmente el 5 por ciento de la cartera y debiera reducirse al 2 o 3 por ciento de ésta con el paso del tiempo. Se debe exigir, siempre que se pueda, la existencia de colaterales. La recuperación de los créditos debe buscarse aun después de que se cancelen las garantías. Los bancos u otras instituciones que otorgan los préstamos deben asumir entre el 30 y el 40 por ciento del riesgo y nunca menos del 20 por ciento. Una tasa cercana al 50 por ciento del riesgo tendería a desincentivar a los bancos. La comisión que cobra el fondo debe ser función del porcentaje de garantía que otorga a los diferentes préstamos (Levitsky, 1979). El funcionamiento de estos fondos debe estar sujeto a una evaluación periódica por parte de los evaluadores externos. Es necesario crear un marco regulatorio específico para estos fondos en el cual se especifique, entre otros, la relación entre capital y garantías, las evaluaciones de la cartera de préstamos, los sistemas de evaluación de los deudores y las políticas para el manejo de las reservas (Castellanos, 1997).

Los fondos de garantía pueden servir de apoyo a otros instrumentos que mejoren y faciliten la intermediación financiera para el desarrollo productivo, como puede ser la industria de capital de riesgo en México; pero también, se corre el riesgo de que la banca de desarrollo proteja y apoye solamente a fracciones de empresarios (un ejemplo de ello es Ficorca, un fideicomiso que protegió a las grandes empresas exportadoras contra riesgos cambiarios).

PAPEL DE LOS FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO CON LA PARTICIPACIÓN DE LA BANCA DE DESARROLLO

LOS FONDOS de capital de riesgo son instrumentos orientados a financiar la creación de empresas en áreas innovativas –y por ende riesgosas– en las que no todos los proyectos sobreviven comercialmente, pero los que lo hacen tienen muy altas tasas de retorno. Los capitalistas de riesgo forman un fondo donde varios proyectos se presentan para obtener financiamiento, apoyo organizativo, legal y asesoría estratégica.

En general estos fondos operan con un horizonte temporal previamente especificado. Un criterio básico de la operación de estos fondos exigido por los inversionistas es que las empresas que son financiadas y apoyadas estratégicamente después de un tiempo deben ser vendidas para realizar las utilidades y para reciclar recursos a los fondos de capital de riesgo. Estas empresas pueden venderse en el mercado accionario cuando están en bolsa o a través de otros mecanismos. Se insiste que la banca de desarrollo puede ser un instrumento para la creación de fondos de capital de riesgo. La estructura no tradicional de riesgo que enfrentan estos fondos –así como su potencial de crecimiento y rentabilidad– puede requerir garantías estatales por un tiempo, aunque no como mecanismo permanente.

La actual discusión en Chile para promover este tipo de industria, incorpora la creación de un fondo de garantías que estimule la participación de inversionistas institucionales privados en los esquemas de capital de riesgo. Este fondo cuenta con cofinancia-

miento de la Corporación de Fomento de la Producción (Corfo) la que a su vez recibe un aporte del Fondo Multilateral de Inversiones del BID para tal propósito, en el marco de sus inversiones en fondos de capital de riesgo en varios países latinoamericanos.

Por otra parte, en América Latina los mercados de acciones y de bonos representan una fracción muy pequeña del financiamiento de las empresas en el mercado financiero interno, sin embargo, la venta de bonos en el exterior sí permite expandir esta fuente de financiamiento. Las mayores fuentes de financiamiento para el sector productivo en la región son de capital propio, las utilidades retenidas y el crédito bancario.

La evidencia empírica muestra que en economías “en desarrollo”, los índices de liquidez y los coeficientes de capitalización del mercado de acciones son bajos, lo que dificulta la provisión de liquidez a través de las acciones (Carkovic y Levine, 2002). La importancia del mercado de bonos es aún menor que la del mercado de acciones en la mayoría de las economías emergentes, aunque se puede decir que este mercado está creciendo.

La relevancia del mercado accionario y de bonos como fuente de financiamiento es menor para empresas pequeñas, las que tienen una menor capitalización y su estructura de riesgos es generalmente concentrada, características que las hacen menos atractivas para inversionistas institucionales.

Un estudio empírico reciente (Carkovic y Levine, 2002), para una muestra de 40 países en el periodo 1976-1998 indica que es más bien la liquidez del mercado accionario (medido como un índice de rotación de acciones como proporción del valor de capitalización del mercado) y no su tamaño (valor de capitalización) la variable que está positivamente correlacionada con la tasa de crecimiento del PIB. Este estudio encuentra una influencia independiente y estadísticamente significativa para el desarrollo del sistema bancario medido como el cociente del crédito al sector privado por sobre el PIB en términos de su impacto sobre la tasa de crecimiento del producto. Estos resultados clarifican los mecanismos a través de los cuales el mercado accionario y bancario afectan el crecimiento económico y detectan una influencia

independiente y positiva de ambas modalidades de financiamiento.

Finalmente, es importante recordar que los sistemas de pensiones basados en alguna forma de capitalización, al igual que la industria de seguros y los fondos mutuos, son una fuente importante de profundización del mercado de capitales. La evidencia internacional muestra que son los principales demandantes naturales de papeles de largo plazo. Ellos no sólo generan la demanda, sino que también proveen la liquidez requerida por el mercado de bonos. La falta de liquidez característica de los países de la región, no sólo afecta el costo del financiamiento, sino que inhibe el surgimiento de agentes dispuestos a invertir en los mercados de valores.

Un elemento que también ha contribuido a entorpecer el surgimiento de los mercados de largo plazo, ha sido el historial inflacionario que muestran algunos países de la región. En este sentido, la indexación es un elemento fundamental para la creación de estos mercados. Existe la idea de que en la medida que los inversionistas institucionales requieran de estrictos sistemas de regulación y supervisión de la oferta pública de acciones y bonos, adquieren un incentivo para mejorar la gestión corporativa de las empresas (Zahler, 2003).

CONCLUSIONES

- El papel de la banca de desarrollo para los países en vías de desarrollo tiene hoy tanta importancia en el financiamiento para el desarrollo, como lo tuvo desde su creación. Sin embargo, las condiciones de globalidad que hoy prevalecen, impone requisitos diferentes, particularmente al determinar su gestión autónoma y su obligación de apoyo y estímulo a los bancos privados (hoy en México casi totalmente extranjeros).
- Tanto los principios económicos como la experiencia internacional sugieren que la *calidad institucional* (como el respeto al imperio de la ley y los derechos de propiedad, privados y colectivos) permite que una economía mantenga un equili-

brio entre mercado y Estado, y la atención a la distribución del ingreso constituye la base de las estrategias de desarrollo con mayor éxito. Además las instituciones trasladan estos principios a la realidad y los países, en particular los no industrializados, *dependen de las innovaciones institucionales*.

- La función de las instituciones es crucial en el funcionamiento de la economía. La situación de cómo se encuentran las instituciones suministra la única variable que predice fielmente el grado de desarrollo del país. Los resultados económicos de la producción dependen en gran medida de las reglas sociales y políticas que gobiernan la actividad económica y la sociedad en general. En estos parámetros se define el “neoinstitucionalismo”.

- México cuenta, desde la década de los años treinta, con una banca de desarrollo que fue el pilar de la expansión industrial durante por lo menos cuarenta años, hasta que las crisis internas que se iniciaron en los años setenta propiciaron su deterioro, en el marco de la recesión económica y la frustración del modelo neoliberal.

- Existe evidencia de que en la mayoría de los países, las reformas financieras no han generado los cambios esperados y el problema crónico de la insuficiencia de ahorro persiste, por lo que el papel de la banca de desarrollo para fortalecer este mercado sigue siendo necesario.

- La capacidad y eficiencia con la que el sistema financiero canalice el financiamiento hacia la actividad productiva, depende de la provisión de servicios con bajos costos de intermediación y del desarrollo de instrumentos e instituciones financieras que permitan adecuarse a los distintos perfiles de riesgo, necesidades de liquidez y plazos que presenta el sector productivo.

- La banca de desarrollo es indispensable para los países no industrializados, pues ha cumplido en otras décadas, y cumple actualmente, un papel fundamental en el financiamiento del desarrollo y la industrialización de regiones completas como la latinoamericana, así como también en el desempeño de este nuevo perfil que la globalización con el desarrollo de

los mercados financieros de los países denominados emergentes, proveyendo los instrumentos que permitan adecuarse a los sistemas financieros poco profundos de México y de la mayoría de los países latinoamericanos.

- Si bien las reformas financieras de los años noventa aumentaron el volumen de intermediación financiera, aún falta un mercado ágil de crédito de largo plazo para financiar la inversión productiva. La persistente segmentación financiera ha dejado fuera de los beneficios de la intermediación financiera a las Pymes, pequeños productores agrícolas, a la innovación tecnológica y, en general, a los sectores productivos que presentan un mayor riesgo relativo.

- La banca de desarrollo nacional puede desempeñar un importante rol en suplir estas deficiencias de los mercados de capitales y en contribuir al fomento productivo en los países de la región. Para poder cumplir con estas tareas se requiere que la banca de desarrollo tenga una misión corporativa clara, que su proceso de intermediación financiera se realice con autonomía de interferencias políticas en la asignación del crédito y en el manejo de los instrumentos de intermediación, los que deben velar por el equilibrio financiero, una adecuada rentabilidad y una prudente administración de la cartera de riesgos.

- Al igual que los bancos centrales independientes, la banca de desarrollo moderna debe ser responsable (*accountable*) ante las autoridades pertinentes. Las orientaciones operativas que deben guiar a este tipo de instituciones pueden resumirse en complementariedad en actividades socialmente rentables, adicionalidad, rentabilidad y transparencia, propiciando sinergias entre el financiamiento público y privado.

- La banca de desarrollo debe desempeñar un importante papel en la puesta en práctica de nuevos instrumentos conducentes a la estandarización de procesos y productos que faciliten y abaraten la intermediación financiera, en la promoción del factoraje electrónico (*leasing*) y los fondos fiduciarios, promover los mercados de valores mediante la titularización

de carteras e incentivar el uso de fondos de garantía y el capital de riesgo.

- Una agenda para el desarrollo financiero que promueva el fomento productivo incluye temas como el papel de los fondos de pensiones, de la industria de seguros y del mercado de acciones y bonos en la profundización financiera.

BIBLIOGRAFÍA

- AYALA, José, *Instituciones y economía. Una introducción al neoinstitucionalismo económico*, México, Fondo de Cultura Económica, 2000.
- CARKOVIC, M. y R. Levine, "Finance and Growth: New Evidence and Policy Analysis for Chile", en N. Loayza y R. Soto (eds.), *Economic Growth: Sources, Trends and Cycles*, Banco Central de Chile, 2002.
- CASTILDA, Ramón, *América Latina: Del Consenso de Washington a la Agenda de Barcelona*, Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos, Documento de Trabajo (DT) 10/2005, 2005.
- CASTELLANOS, J., "The Financial Supervision of Loan Guarantors", *SME Credit guarantee scheme*, Washington, BID, 1997.
- CASTILLO, M. y R. Nelson, "Responsabilidad en la gestión de los programas gubernamentales de fomento de las pequeñas y medianas empresas", *Revista de la CEPAL*, núm. 79, 2003.
- CEPAL, "Globalización y Desarrollo", documento de periodo de sesiones de Brasilia, 2002.
- LEVITSKY, J., "SME Guarantee Schemes: A Summary", *The Financier*, vol. 4, núms. 1 y 2, 1979.
- SAGASTI, F., "La banca multilateral de desarrollo en América Latina", Serie Financiamiento del Desarrollo, núm. 119, Santiago, CEPAL, 2002.
- STIGLITZ, J., *The Role of the State in Financial Markets*, Banco Mundial, 1993.
- _____ y A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 71, 3, 1981.
- TIETELMAN, D., *Multilateral Banking and Development Financing in a Context Of Financial Volatility*, Serie Financiamiento del Desarrollo, núm. 121, CEPAL, 2002.
- ZAHLER, R., "Pensions Funds and Macroeconomic Stability in Emerging Economies: The Case of Chile", documento presentado en el Seminario Management of volatility, Financial Liberalization and Growth in Emerging Economies, Santiago de Chile, CEPAL, abril de 2003.

*La desintermediación de la banca de desarrollo,
el caso del financiamiento
de estados y municipios en México*

INTRODUCCIÓN

CON LA IRRUPCIÓN del modelo neoliberal en México, hace ya casi un cuarto de siglo se instrumentaron una serie de reformas para reducir la magnitud del estado en prácticamente todos los ámbitos de la vida económica y, por supuesto, erigir al mercado como mecanismo supremo de asignación de recursos. En este contexto, la reforma al sistema financiero se constituyó como uno de los pilares en los cuales se debería sostener el desarrollo económico y social del país.

En ese modelo, los mercados financieros libres captarían y canalizarían con eficiencia los recursos, con lo cual la función gubernamental en este ámbito quedaba en un papel secundario, subordinado. La banca de desarrollo, por supuesto, se transformó o buscó transformarse en esa dirección; de ser instrumento para la distribución de subsidios y de apoyar grandes proyectos estatales, han intentado convertirla, con poco éxito, en inductora y promotora de los mercados.

En realidad parece que la banca de desarrollo resulta un tanto incómoda para los que tienen que definir su función y operación, como que no encaja perfectamente en el modelo de mercado libre; aunque casi nadie se pronuncia abiertamente en su contra. Prueba de ello es que desde el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1984-1988 se plantea su transformación:

* Profesor de la FES Acatlán.

El sistema financiero de fomento ha desempeñado un papel muy destacado en el proceso de desarrollo económico del país... Sin embargo, para que responda a los nuevos requerimientos de la economía..., es necesario reestructurarlo en su conjunto, reafirmando su naturaleza y funciones, precisándolas a nivel de cada institución e incorporándolas en un esquema de congruencia y coordinación entre los bancos de desarrollo y los fondos de fomento.

De ahí en adelante, en prácticamente todos los planes y programas de cada gobierno se plantea la banca de desarrollo más como problema que como instrumento, pues invariablemente se tiene que transformar, reorientar, redimensionar, adaptar, adecuar, etcétera; y se argumenta sobre su carácter complementario y subsidiario para corregir al mercado cuando éste falle. El actual Pronafide 2002-2006, bajo el subtítulo Fortalecimiento del Sistema Financiero, Transformación de la Banca de Fomento, señala:

El hecho estilizado en el desempeño de la banca de desarrollo durante las últimas décadas que inspiró su reforma, fue la presencia de ciclos muy marcados en su operación. Periodos prolongados de una euforia en el otorgamiento de financiamiento y de ampliación de programas, por lo general instrumentados sin un esquema de control esencial, han redundado invariablemente en fuertes pérdidas, descapitalización de las instituciones y presiones fiscales de gran magnitud.

Para ello:

Con el fin de ampliar el acceso de la población a servicios financieros y estimular la creación de micro, pequeñas y medianas empresas, el Pronafide plantea un *redimensionamiento* del sistema financiero de fomento. En específico, se pretende que éste promueva alternativas de financiamiento con bases sanas para los proyectos que no son apoyados por los mercados de capitales y que por problemas de información, costos

de transacción u otras imperfecciones de mercado no son atendidos por la banca comercial.

En la actualidad son numerosos los proyectos que no son atendidos por la banca comercial, tampoco es claro cuándo lo serán; además, el financiamiento para proyectos de obra pública, infraestructura y servicios en entidades federativas y, especialmente municipios, son espacios que tradicionalmente no han recibido recursos financieros privados, más bien han sido objetivo de la banca de desarrollo.

El presente trabajo tiene por objetivo mostrar la evolución reciente de la banca de desarrollo y el financiamiento a estados y municipios, específicamente por parte del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras), así como evaluar las opciones de financiamiento alternativas: la banca comercial y el mercado de valores, esto ante el proceso de desintermediación del banco en cuestión.

Para cumplir con el objetivo, en primer término se muestra la reducción del sector bancario mexicano en los últimos años (1997-2004), posteriormente se describe el comportamiento específico de la banca de desarrollo en el mismo periodo. En el siguiente apartado se realiza un análisis de la operación de Banobras y su menguante participación en el financiamiento a estados y municipios; enseguida se examina la aportación de la banca comercial y del mercado de valores a este tipo de financiamiento. Por último se hace un recuento de las conclusiones más relevantes.

EVOLUCIÓN Y ESTRUCTURA DEL SISTEMA BANCARIO

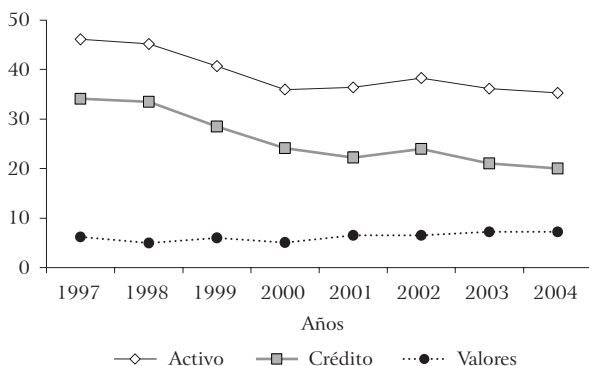
EL SISTEMA bancario mexicano se achicó ostensiblemente después de 1994. En total, la banca múltiple y la banca de desarrollo (sin considerar fondos de fomento) redujeron ostensiblemente su proporción con respecto al producto interno bruto (PIB); de este modo, los activos bancarios equivalían a 46.2 por ciento del PIB al finali-

zar 1997, en tanto que en diciembre de 2004 sólo representaron 35.3 por ciento.

Respecto de la supuesta función primordial de la banca, el otorgamiento de crédito, la reducción es aún más dramática: la cartera total de la banca significaba 34.1 por ciento del PIB en diciembre de 1997 y cayó a sólo 20.1 en 2004. Resulta claro el proceso de desintermediación bancaria en México.

Por el contrario, a pesar del estrechamiento del negocio bancario en el país, las inversiones en valores de estos intermediarios ha logrado aumentar más de un punto porcentual respecto del PIB, pasando de 6.1 a 7.2 por ciento en el lapso mencionado. Asimismo, el sistema bancario mexicano se ha hecho notoriamente más líquido, pues además de que la gran mayoría de las inversiones en valores es de alta liquidez, las disponibilidades también crecieron sustancialmente, ya que pasaron de representar 3.5 del PIB en 1997 a 5.9 por ciento en 2004.¹

GRÁFICA 1
SECTOR BANCARIO MEXICANO
(Por ciento del PIB)



Fuente: Elaborada con datos de la CNBV.

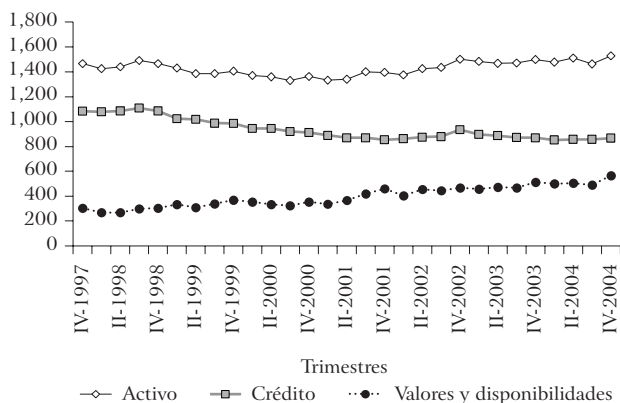
¹Un factor que ha hecho crecer la liquidez de los bancos son los requerimientos de depósitos en el Banco de México con fines de regulación monetaria (SHCP, 2003).

La reducción de la actividad bancaria dentro de la economía mexicana, considerando banca múltiple y banca de desarrollo, se debió a que los activos de esas instituciones durante el periodo de diciembre de 1997 al mismo mes de 2004 apenas aumentaron el 4 por ciento, mientras que el PIB logró un crecimiento de 22 por ciento.

Si bien los activos tuvieron un crecimiento magro, la cartera total (la cartera vigente más la cartera vencida) decreció en ese periodo en 20 por ciento real, lo que da una muestra clara de la escasa utilización del crédito bancario en la actividad económica. Los rubros que se vieron beneficiados por la caída en el crédito fueron, como ya se mencionó, la inversión en valores, que creció 59 por ciento y las disponibilidades que lo hicieron 131 por ciento, ambos en términos reales.

Así, la cartera de crédito, de representar el 73 por ciento de los activos bancarios al concluir 1997, sólo alcanzó 56.8 a finales de 2004. En el mismo periodo, la inversión en valores (incluyendo reportos y derivados) pasó de 13.3 a 20.3 por ciento de los activos

GRÁFICA 2
SECTOR BANCARIO MEXICANO
(Miles de millones de pesos de 1997)



Fuente: Elaborado con datos de la CNBV.

totales. La cartera vencida en específico disminuyó considerablemente, por lo que el índice de morosidad que al inicio del periodo de análisis era de 9.3 pasó a 2.2 en diciembre de 2004.

En conclusión, respecto de la actividad económica, el sector bancario en su conjunto decreció notablemente; apenas si creció en términos absolutos en ocho años y el crédito disminuyó considerablemente en favor de inversión en valores y disponibilidades. Existe desintermediación y una marcada preferencia hacia los activos líquidos en la banca “mexicana”.

Banca múltiple

Si se revisa por tipo de banca, se puede ver que la múltiple o comercial, en principio, aumentó su participación relativa en los activos bancarios totales, pasando del 71.5 en 1997 a 78.2 por ciento en 2004. Este aumento se suscitó especialmente a partir del año 2003, y no porque hubiesen crecido sus activos, sino porque los de banca de desarrollo comenzaron a descender.

En los últimos ocho años banca múltiple logró un crecimiento del 14 por ciento en sus activos totales, pero también mostró un descenso del 18 por ciento en la cartera de crédito. Esto último llevó a que la proporción de crédito de la banca comercial se mantuviera en alrededor del 70 por ciento de todo el sistema bancario durante el periodo. Su cartera vencida disminuyó en más del 80 por ciento, con lo que el indicador de morosidad descendió de 11.3 a 2.5 en ese lapso.

Correlativamente, la parte de los activos que corresponde a inversiones en valores dentro de la banca múltiple ganó 10 puntos porcentuales del total bancario entre 1997 y 2004; esto es, en la actualidad la banca múltiple tiene en su cartera 87 por ciento de los valores que poseen los bancos en México.

En proporción del PIB, la banca múltiple redujo su participación en el periodo de estudio al pasar del 33 por ciento al 27.6 por ciento en lo que se refiere a activos; y de 23.5 a 14.2 por ciento por lo que toca a cartera de crédito. Como era de esperarse, las inversiones en valores y las disponibilidades ganaron terreno pasando de 7.7 a 11.4 por ciento del PIB.

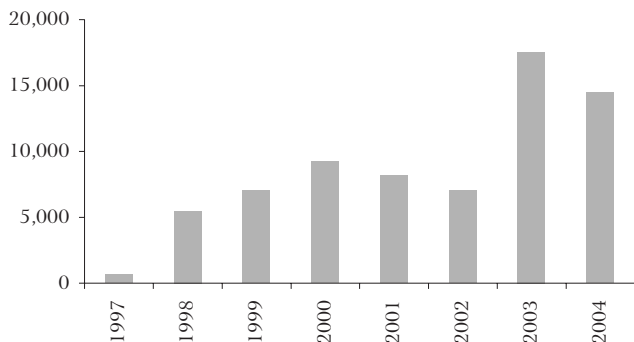
SECTOR BANCARIO MEXICANO
(Millones de pesos de 1997 y porcentajes)

	1997			2000			2004		
	Activo	Crédito	Valores	Activo	Crédito	Valores	Activo	Crédito	Valores
Total bancario (MDP)	1'465,583	1'083,590	305,436	1'362,624	912,478	355,214	1'529,414	868,084	565,748
Banca múltiple %	71.5	68.8	79.6	74.7	71.1	81.4	78.2	70.8	87.0
Banca de desarrollo %	28.5	31.2	20.4	25.3	28.9	18.6	21.8	29.2	13.0

Fuente: CNBV.

En lo que se refiere a las utilidades bancarias, las instituciones de banca múltiple muestran una clara recuperación después de las pérdidas generadas por la crisis de 1995. Efectivamente, a partir de 1997 ya existe una ganancia relativamente pequeña (681.5 millones de pesos de ese año), pero al año siguiente da un salto espectacular para superar los 5,500 millones de pesos, y de ahí en adelante no desciende esa cifra; por el contrario, en los últimos dos años el promedio supera los 15,000 millones en pesos constantes.

GRÁFICA 3
BANCA MÚLTIPLE: UTILIDAD NETA
(Millones de pesos de 1997)



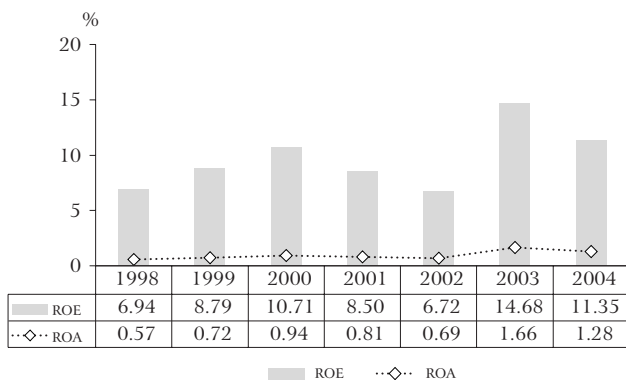
Fuente: Elaborada con datos de la CNBV.

Las razones tradicionales de rentabilidad (ROA y ROE) muestran la mejoría que en ese sentido ha tenido la banca múltiple en México. Es decir, la presencia de la banca múltiple en la economía se reduce claramente, su función como proveedora de fondos se reduce más aún, pero sus ganancias mejoran. Dejar de dar crédito parece ser buen negocio para los bancos en México.

En descargo del sector, el capital contable del conjunto de instituciones de banca múltiple ha crecido más que el resto de los rubros; así, de alcanzar apenas un poco más de 84,000 millones de pesos al finalizar 1997, para diciembre de 2004 llega a casi 235,000 millones de pesos (constantes a 1997), lo que significó

un crecimiento real de más de 178 por ciento en los ocho años del periodo analizado.

GRÁFICA 4
RENTABILIDAD DE BANCA MÚLTIPLE



ROA: Utilidad neta/activo total promedio.

ROE: Utilidad neta/capital contable promedio.

Fuente: Elaborada con datos de la CNBV.

Este crecimiento de los recursos llevó a que el índice de capitalización de toda la banca múltiple al cierre del año pasado ascendiera a 14.24, sustancialmente por encima del 8 por ciento que exige la norma.² La banca múltiple en México se aprecia solvente y rentable a pesar de que su principal actividad ha disminuido.

Banca de desarrollo

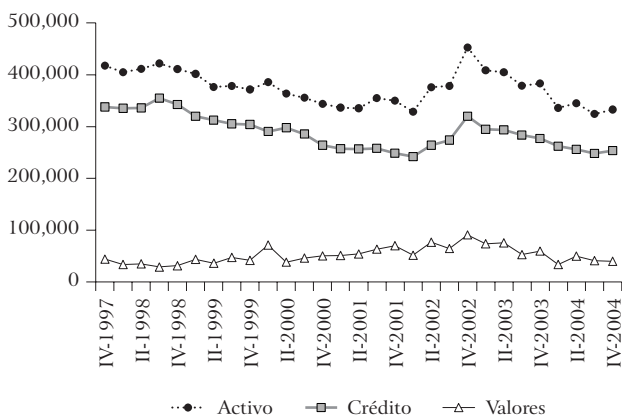
Las operaciones de las instituciones bancarias de desarrollo tradicionalmente han sido menores a las de la banca múltiple; pero en contraste con el estancamiento de la actividad de esta última, la banca de desarrollo en México ha reducido ostensiblemente su operación después de la crisis de 1995.

²El índice de capitalización es el resultado del cociente que divide al capital neto (básico + complementario) entre los activos ponderados por riesgo (de crédito y mercado). Sin tomar en cuenta el riesgo de mercado, el índice de capitalización para riesgo de crédito llegó a 22 por ciento en la misma fecha.

Efectivamente, no sólo desaparecieron varias instituciones, sino que el volumen de operación de las que permanecieron, sumando incluso las que se crearon en los últimos años disminuyó términos absolutos.

Como se puede apreciar en la gráfica siguiente, desde 1998 se presenta una tendencia clara a la disminución real tanto en los activos totales como en el crédito de la banca de desarrollo; sin contar el año 2002 donde existe un repunte efímero.³

GRÁFICA 5
BANCA DE DESARROLLO
(Millones de pesos de 1997)



Fuente: Elaborada con datos de la CNEV.

Esta caída en la actividad de la banca de desarrollo fue de 20 por ciento real en el activo, y de 25 por ciento en el crédito, lo que pone de manifiesto que la banca estatal también se encuentra en un proceso de desintermediación. Asimismo, también se da

³El repunte se debe a la incorporación como bancos de desarrollo de nueva creación al Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros (Bansefi) y a la Sociedad Hipotecaria Nacional, que en términos estrictos no significan recursos adicionales dentro del sistema financiero de fomento al desarrollo, ya que el capital de esos bancos proviene del Fondo para la Vivienda (Fovi) y del Patronato del Ahorro Nacional (Pahnal), instituciones públicas con una larga historia.

una tendencia de crecimiento del nivel de valores y disponibilidades en el balance total, pues estos dos renglones representaban 15 por ciento de los activos totales en 1997 y al finalizar 2004 representan 22 por ciento.

Si se compara la evolución de la banca de desarrollo con el PIB, la caída es más dramática aún, al inicio del periodo analizado, el volumen de activos llegó a significar 13.2 por ciento del PIB, en tanto que su cartera de crédito 10.7 por ciento; ocho años después los activos totales apenas alcanzan el 7.7 por ciento del PIB y la cartera de crédito sólo 5.9 por ciento.

Estas cifras muestran, en parte, los límites de la banca de desarrollo para cumplir con su cometido; con tan escasos recursos, su impacto en la economía no se puede pretender que sea muy amplio. Cierto es que el crédito no es la única forma en que estas instituciones promueven el desarrollo económico, existen también otros elementos como la capacitación, las garantías, promoción e información.⁴ Pero en una economía con tan escasa intermediación financiera, el crédito se convierte en un instrumento básico, más aún cuando la banca múltiple también ha reducido su volumen de préstamos.⁵

Si se atiende a la rentabilidad,⁶ que no es lógicamente el objetivo de este tipo de bancos pero que resulta necesaria para asegurar su operación, se aprecia que las pérdidas habían sido el elemento común hasta 2002 (cuando hubo repunte de sus activos), pues para los dos últimos años del periodo ya se obtuvieron ganancias modestas.

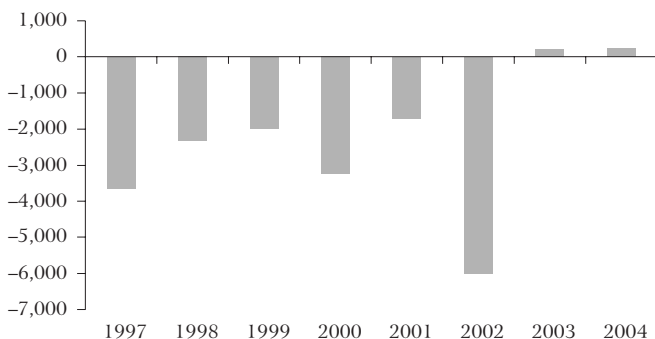
En efecto, entre 1997 y 2002 la banca de desarrollo tuvo una pérdida acumulada de casi 19,000 millones de pesos a precios de 1997, en tanto que la ganancia de los últimos dos años suma

⁴De acuerdo con la información de la CNBV, la suma de avales y otras obligaciones contingentes apenas se incrementó en 9 por ciento real entre 1997 y 2004. Al finalizar este último año el total de esos dos renglones representa sólo 7.9 por ciento de los activos totales.

⁵En este aspecto, el hecho de hacer a la banca de desarrollo complementaria de la comercial y, específicamente, de segundo piso, puede darle un carácter procíclico a su operación en vez de anticíclico, como debería corresponder a un instrumento de política económica.

⁶Nota sobre la información limitada de la banca de desarrollo en comparación con la múltiple, que también es escasa.

GRÁFICA 6
BANCA DE DESARROLLO: UTILIDAD NETA
(Millones de pesos de 1997)



Fuente: Elaborada con datos de la CNBV.

sólo 462 millones. Resulta interesante remarcar que la banca de desarrollo obtuvo ganancias cuando más agudamente redujo sus actividades crediticias.

LAS INSTITUCIONES DE BANCA DE DESARROLLO

AL INTERIOR de los bancos de desarrollo también ha habido un comportamiento muy desigual. En principio, para 1997, se reporta información para seis entidades: Nafin, Bancomext, Banobras, Banrural, Fina (Financiera Azucarera) y Banjército; para 2004 también hay seis, pero en lugar de Fina y Banrural⁷ (que quebraron además del Banco Nacional de Comercio Interior, BNCI, que quebró años antes) se incorporan el Banco de Servicios Financieros (Bansefi) y la Sociedad Hipotecaria Federal; de esta forma,

⁷ Como sustituto parcial de Banrural, con fecha 26 de diciembre de 2002, se publicó en el *Diario Oficial de la Federación* el decreto por el cual se modifica y adiciona el artículo 2o. de la Ley de Ingresos de la Federación para el ejercicio fiscal de 2002 y se expidió la Ley Orgánica de la Financiera Rural (LOFR), como organismo descentralizado de la administración pública federal, sectorizado en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), con personalidad jurídica y patrimonio propio. Es decir, la financiera no es una institución de banca de desarrollo.

entre 1997 y 2004, la participación de las diversas instituciones en la economía se ha modificado de la siguiente manera:⁸

BANCA DE DESARROLLO,
PRINCIPALES DATOS FINANCIEROS
(Participación porcentual por entidad 1997 y 2004)

1997	<i>Banca de desarrollo</i>	<i>Nafin</i>	<i>Bancomext</i>	<i>Banobras</i>	<i>Banjército</i>	<i>Fina</i>	<i>Banrural</i>
Activo	100.0	49.3	19.1	20.9	2.2	2.5	6.0
Disponibilidades	100.0	74.4	5.0	11.2	3.1	0.0	6.3
Instrumentos financieros	100.0	71.1	9.8	2.3	14.3	1.3	1.2
Cartera de crédito vigente	100.0	34.0	28.9	23.9	0.8	6.2	6.2
Créditos como agente financiero	100.0	59.7	14.3	26.0	0.0	0.0	0.0
Cartera de crédito vencida	100.0	15.7	19.7	3.9	1.3	0.7	58.8
Est. preventivas para riesgos crediticios	100.0	18.2	37.7	6.5	1.1	9.2	27.4
Cartera de crédito total	100.0	44.2	22.2	23.9	0.5	3.3	5.9
Pasivo	100.0	50.4	18.5	20.2	2.2	2.5	6.2
Captación tradicional	100.0	52.8	14.6	16.8	4.0	6.2	5.7
Préstamos interban. y de otros organismos	100.0	27.3	40.3	16.2	2.7	0.0	13.5
Préstamos como agente financiero	100.0	61.3	12.3	26.3	0.0	0.0	0.0
Capital contable	100.0	30.4	30.1	33.1	1.8	3.1	1.6
Capital contribuido	100.0	31.2	30.7	3.8	2.0	2.2	30.2
Capital ganado	100.0	32.3	31.5	-41.5	2.2	1.0	74.5
Resultado del ejercicio de pérdida	100.0	-6.6	14.4	17.8	-0.3	12.6	62.2

2004	<i>Banca de desarrollo</i>	<i>Nafin</i>	<i>Bancomext</i>	<i>Banobras</i>	<i>Banjército</i>	<i>Bansefi</i>	<i>Hipotecaria federal</i>
Activo	100.0	40.5	14.7	25.5	2.3	1.5	15.5
Disponibilidades	100.0	46.8	23.2	18.4	4.5	1.3	5.9
Inversiones en valores	100.0	49.8	10.0	9.4	10.9	10.5	9.3
Cartera de crédito vigente	100.0	28.5	18.8	22.5	1.1	0.0	29.2

⁸Es importante hacer notar que para 1997 en los renglones de capital ganado y resultado neto (términos convencionales en la contabilidad) se debe leer en realidad como capital perdido y pérdida neta, por lo que los datos negativos hacen referencia a capital ganado en la operación del banco y a la utilidad neta y, por el contrario, el dato positivo significa pérdida de patrimonio. Para 2004 la interpretación para el resultado neto es inversa porque en conjunto sí hubo utilidades.

(Continuación)

2004	<i>Banca de desarrollo</i>						<i>Hipotecaria</i>
	<i>Nafin</i>	<i>Bancomext</i>	<i>Banobras</i>	<i>Banjército</i>	<i>Bansefi</i>	<i>federal</i>	
Créditos como agente financiero	100.0	53.5	3.9	42.7	0.0	0.0	0.0
Cartera de crédito vencida	100.0	3.3	74.4	20.4	1.0	0.0	1.0
Est. preventivas para riesgos crediticios	100.0	4.2	44.3	34.0	0.4	0.0	17.1
Cartera de crédito total	100.0	37.0	14.3	29.7	0.7	0.0	18.3
Pasivo	100.0	42.0	14.7	25.4	2.1	1.5	14.3
Captación tradicional	100.0	47.5	13.4	20.2	5.0	2.1	11.8
Bonos bancarios	100.0	13.2	10.3	20.9	0.0	0.0	55.5
Préstamos interban. y de otros organismos	100.0	34.4	43.4	12.9	0.2	0.0	9.1
Préstamos como agente financiero	100.0	54.9	3.2	41.8	0.0	0.0	0.0
Capital contable	100.0	18.7	15.2	26.9	5.9	1.1	32.2
Capital contribuido	100.0	22.8	15.1	27.2	3.9	2.0	29.1
Capital ganado	100.0	360.3	6.2	51.4	-165.6	72.4	-224.7
Resultado neto	100.0	44.5	-197.9	197.4	35.8	-11.3	31.5

Fuente: Elaboración propia con datos de CNBV.

Durante el periodo analizado, además de la desaparición de las tres entidades de desarrollo y la aparición de dos nuevas en 1992, se han registrado notables cambios en el peso de los diversos bancos dentro del sector. En efecto, Nafin representaba en 1997 la mitad de todos los bancos en activos, el 44 por ciento de la cartera de crédito total y sólo 30 por ciento del capital contable; en 2004 su participación en activos ha disminuido casi 10 puntos porcentuales, la cartera de crédito en siete y el capital lo ha hecho en 12 puntos. Nafin ha perdido importancia dentro de un sistema de banca de desarrollo que, en consecuencia en la economía mexicana.

Por su parte, el otro banco de desarrollo que presumiblemente tiene un papel central en el esquema de desarrollo por su orientación para financiar al comercio exterior, Bancomext, también ha sufrido un deterioro en sus cuentas financieras. Este banco disminuyó su participación en activos durante el periodo en cues-

tión de 19.1 a 14.7 por ciento del total de banca de desarrollo, dentro de la cartera de crédito su disminución fue de 22.2 a 14.3 por ciento y en el capital de 30.1 a 15.2 por ciento. Bancomext y Bansefi fueron los únicos bancos con pérdidas dentro de este sector en 2004.

Tomando en cuenta la caída en general de la actividad de banca de desarrollo, la disminución de actividades de Bancomext dentro de este sector es un reflejo de los problemas que enfrentan las instituciones de fomento, así como definir sus mecanismos y objetivos.⁹ Un dato que refuerza el argumento para el caso de este banco es la cartera vencida, que si bien, como ya se mencionó anteriormente, en total tuvo una disminución significativa, aumentó para Bancomext pues en 1997 sólo tenía 20 por ciento del total, en tanto que para 2004 acumuló 74.4 por ciento.¹⁰

El Banco del Ejército, cuya definición como banco de desarrollo atiende más a argumentos políticos que económicos y financieros, en realidad trabaja más como un banco comercial, pero dentro de un sector específico. Sus volúmenes de operación son pequeños, difícilmente se puede creer que tenga un gran papel en el financiamiento del desarrollo, pero es una institución que desde su reestructuración por lo menos no ha tenido pérdidas y por su operación relativamente sencilla no parece ser de gran riesgo. Sus activos apenas representan poco más de 2 por ciento de la banca de desarrollo y su capital el 6 por ciento; no opera como agente financiero del gobierno y una parte sustancial de sus ganancias se basa en el manejo de valores.

Bansefi también es un banco pequeño, pues sólo cuenta con 1.5 por ciento de los activos totales de la banca de desarrollo y el 1.1 por ciento del capital. En menos de tres años de operación se ha dedicado a la inversión en el mercado de valores y no tiene

⁹Bancomext es una muestra de las limitaciones que tiene la banca de desarrollo cuando no puede actuar en segundo piso porque no hay interés de las instituciones privadas para trabajar en primer piso. En esa situación el banco dio crédito directamente, pero sin contar con la experiencia e infraestructura para realizarlo –PIB de su transformación– lo cual lo ha llevado a problemas en la recuperación y a pérdidas.

¹⁰Conviene aclarar que la acumulación en Bancomext de este rubro también se debe a que desapareció la cartera vencida de Banrural por su liquidación; no obstante, el primero es con mucho el banco de desarrollo con mayor morosidad en la actualidad.

cartera de crédito. Por supuesto, su captación es únicamente tradicional, pues está enfocado al sector popular; en este aspecto su Ley Orgánica dice:

Artículo 3o. El Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros, Sociedad Nacional de Crédito, Institución de Banca de Desarrollo, tendrá por objeto promover el ahorro, el financiamiento y la inversión entre los integrantes del sector, ofrecer instrumentos y servicios financieros entre los mismos, así como canalizar apoyos financieros y técnicos necesarios para fomentar el hábito del ahorro y el sano desarrollo del Sector y en general, al desarrollo económico nacional y regional del país.¹¹

La Sociedad Hipotecaria Federal también de reciente creación y cuyo objetivo central es promover la construcción y financiamiento de la vivienda; de hecho, obtuvo sus recursos iniciales—10,000 millones de pesos— para operar del FOVI, fideicomiso de fomento a la vivienda, en febrero de 2002 de la siguiente manera:

ACTIVOS TRASPASADOS A SHF

<i>Tipo de cartera</i>	<i>Pesos (millones)</i>	<i>Participación %</i>
Disponibilidades	1,004	10
Cartera crediticia	8,802	88
Préstamos al personal	106	1
Activo fijo	85	1
Derechos adquiridos	3	0
Total de recursos traspasados	10,000	100
Cartera de crédito contingente	24,989	

Fuente: SHCP.

Esos 10,000 millones de pesos de capital inicial se han incrementado hasta 12,500 al finalizar 2004, lo que implica el mayor

¹¹El Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros, S.N.C. (Bansefi) no tiene establecidos programas de crédito, garantías o subsidios. Sin embargo, para el cumplimiento de sus objetivos institucionales recibe transferencias de recursos fiscales de gobierno federal (SHCP, 2003).

volumen para un banco de desarrollo y significa 32 por ciento del capital del sector. Debido al poco tiempo de funcionamiento, los recursos colocados son relativamente pocos para el alcance de este nuevo banco, pero aun así ya ostenta más del 18 por ciento del total de la cartera de crédito y el 15.5 por ciento de los activos. El crédito hipotecario es uno de los menos riesgosos, específicamente por la garantía implícita, pero habrá que recordar que este tipo de créditos requirió de enorme ayuda en la crisis de 2005, por lo que es deseable que su crecimiento no se desborde.

El Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras), es la única institución de la banca de desarrollo que ha ganado cierto peso dentro del sector; efectivamente, de tener el 21 por ciento de los activos en 1997 pasó al 25.5 por ciento al finalizar 2004. Respecto de la cartera de crédito total, durante ese periodo aumentó su participación de 23.9 a 29.7 por ciento; no obstante, su capital perdió alrededor de seis puntos porcentuales al pasar de 33.1 a 26.9 por ciento del total de ese sector.

Junto con Nafin es el principal agente financiero del gobierno entre los bancos de desarrollo y es el que ha tenido mayores utilidades (o menos pérdidas) en los últimos años. Por ello resulta interesante conocer más de cerca esta institución.

BANOBRAS

COMO parte de toda una estructura de banca de fomento, en 1933 se crea el Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas, S.A., cuyo primer objetivo fue la necesidad de financiar los servicios indispensables para la creciente concentración urbana. En la medida que el país iba creciendo y los problemas de rezago y desigualdad se acentuaban, se hizo necesario que la operación del banco se encaminara a financiar obras y servicios con el propósito de moderar las desigualdades regionales; esto se podría realizar, presumiblemente, si se ponía énfasis en la canalización de recursos a las entidades federativas y sus municipios.

Así, en 1986 se convierte en Sociedad Nacional de Crédito y se especifica que sus principales atribuciones son la promoción

y el financiamiento de las actividades prioritarias que realicen los gobiernos federal, estatales y municipales. En la ley orgánica del banco, modificada en 2002, quedan señalados sus objetivos y funciones, y se percibe el papel subordinado que ahora tiene la banca de desarrollo:

Artículo 2o. La Sociedad, en su carácter de banca de desarrollo, prestará el servicio público de banca y crédito con sujeción a los objetivos y prioridades del Plan Nacional de Desarrollo, y en especial del Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo, de acuerdo con los programas sectoriales y regionales y a los planes estatales y municipales, para promover y financiar las actividades y sectores que le son encomendados en la presente Ley.

Artículo 3o. El Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, como institución de banca de desarrollo, tendrá por objeto financiar o refinanciar proyectos de inversión pública o privada en infraestructura y servicios públicos, así como coadyuvar al fortalecimiento institucional de los gobiernos Federal, estatales y municipales, con el propósito de contribuir al desarrollo sustentable del país.

Más adelante se especifica su relación con el sector privado, pero especialmente se señala su compromiso con los estados y municipios.¹²

Artículo 6o. La Sociedad, con el fin de procurar la eficiencia y competitividad de los sectores encomendados en el ejercicio de su objeto, estará facultada para:

I. Coadyuvar en el ámbito de su competencia, al fortalecimiento del pacto federal y del municipio libre en los términos

¹²En el actual Plan Nacional de Desarrollo se lee: "Por ello, el Programa plantea una línea estratégica enfocada al fortalecimiento del sistema financiero. Este fortalecimiento desempeñará un papel fundamental en la consolidación y en la ampliación del ahorro financiero y permitirá el desarrollo de un mercado de capitales que represente una verdadera fuente de financiamiento alternativa para las empresas mexicanas. Asimismo, esta línea estratégica permitirá que se realice una *transformación* de la banca de fomento, de tal manera que ésta desempeñe un papel fundamental para *aumentar la inversión en infraestructura y lograr un desarrollo regional equitativo e incluyente.*"

del artículo 115 constitucional para lograr el desarrollo equilibrado del país y la descentralización de la vida nacional con la atención eficiente y oportuna de las actividades regional o sectorialmente prioritarias; así como impulsar la inversión y el financiamiento *privado* en infraestructura y servicios públicos;

II. Promover y financiar la dotación de infraestructura, servicios públicos, equipamiento urbano, así como la modernización y fortalecimiento institucional en Estados y Municipios;

III. Financiar y proporcionar asistencia técnica a los municipios para la formulación, administración y ejecución de sus planes de desarrollo urbano y para la creación y administración de reservas territoriales y ecológicas, así como estructurar y coordinar proyectos de inversión;

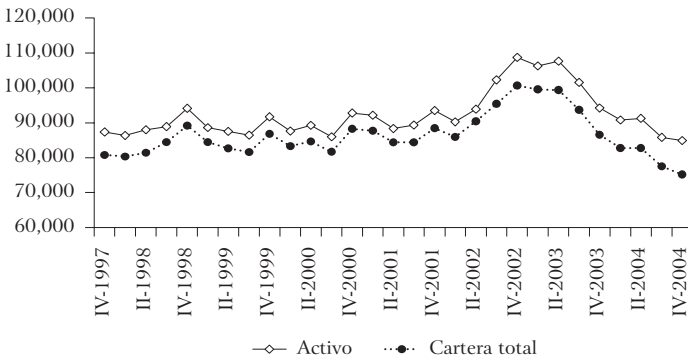
IV. Otorgar asistencia técnica y financiera para la mejor utilización de los recursos crediticios y el desarrollo de las administraciones locales, financiar proyectos de infraestructura y servicios públicos. La Sociedad no podrá administrar obras y servicios públicos realizados con sus financiamientos.

En los últimos ocho años el desempeño del banco no ofrece buenas perspectivas. En pesos constantes, tanto el activo como el crédito total de Banobras apenas cambiaron, aunque hubo crecimiento notable pero efímero durante 2002. Los activos totales disminuyeron 2.8 por ciento real, pero en los últimos dos años (2003 y 2004) el descenso fue de 21 por ciento real.

Esta caída es un poco más aguda en el crédito total, pues la disminución entre 1997 y 2004 fue de 7 por ciento, pero en los últimos dos años la caída superó el 25 por ciento.

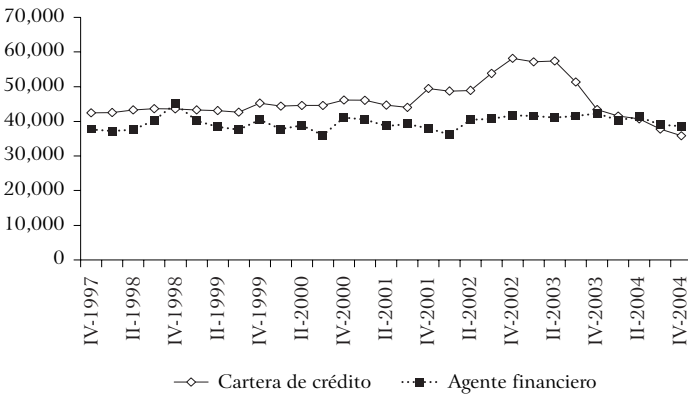
La cartera vencida aumentó casi 35 por ciento real en los ocho años de análisis, lo que llevó a que su índice de morosidad pasara de 1.35 en 1997 a 2.15 en 2004; aunque hubo cierto deterioro en la calidad de sus activos, la morosidad es relativamente baja. Un renglón que aumentó sustancialmente fue la inversión en valores y reportos, cuyo crecimiento en el mismo lapso fue de 271 por ciento.

GRÁFICA 7
 BANOBRAS: ACTIVO Y CRÉDITO
 (Millones de pesos de 1997)



Fuente: Elaborada con datos de CNBV.

GRÁFICA 8
 BANOBRAS: RECURSOS PROPIOS Y DE AGENTE FINANCIERO
 (Millones de pesos de 1997)



Fuente: Elaborada con datos de CNBV.

Dentro de la cartera de crédito, la colocación con fondos propios (captados por el banco) siempre se había mantenido por encima de las operaciones como agente financiero del gobierno

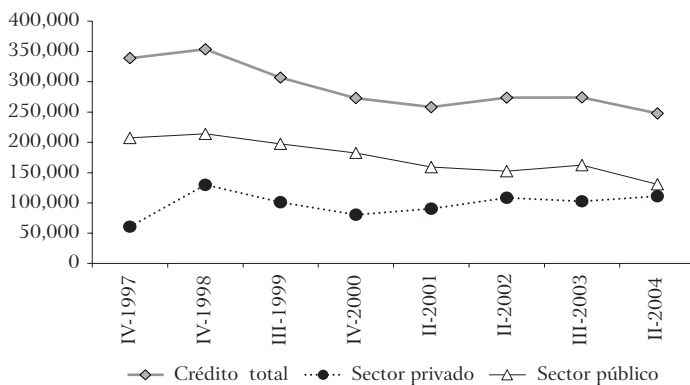
federal (captados por éste), inclusive el aumento de sus operaciones durante 2002 se debió al aumento de créditos por ese concepto; sin embargo, en el 2004 ya se aprecia que el volumen de préstamos con recursos propios cayó por debajo del correspondiente a agente financiero. De hecho, la colocación de recursos captados por el banco disminuyó en los últimos dos años en 38.5 por ciento real, en tanto la cartera de agente financiero sólo disminuyó 7.5 por ciento.

A pesar de ser el banco de desarrollo que había mantenido e, incluso, acrecentado su participación dentro del total del sector, Banobras también enfrenta un preocupante proceso de desintermediación financiera, especialmente en los últimos dos años.

De acuerdo con el objetivo específico de Banobras, resulta interesante analizar el comportamiento de su cartera de crédito desde el punto de vista del destinatario. Esta institución es la única de banca de desarrollo que tiene el mandato en su ley orgánica de promover el desarrollo estatal y municipal, por lo que buena parte de su cartera se destina a estos rubros.

En principio, el total de la banca de desarrollo ha reducido drásticamente su financiamiento mediante crédito al sector pú-

GRÁFICA 9
BANCA DE DESARROLLO: CRÉDITO POR SECTOR
(Millones de pesos de 1997)



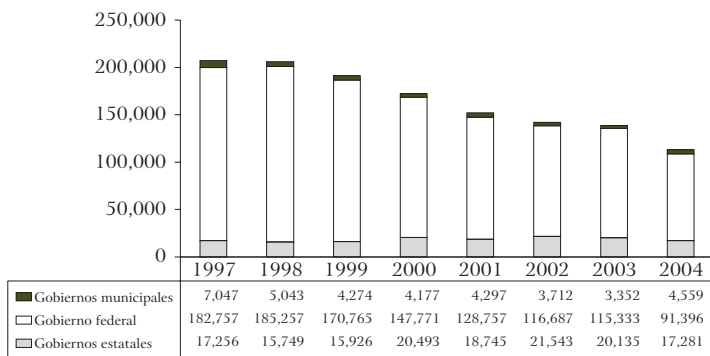
Fuente: Elaborada con datos de CNBV.

blico¹³ y lo ha aumentado al sector privado, aunque este último no ha compensado la caída del primero. Los bancos que en realidad prestan al gobierno federal directamente son Nafin y Banobras, pues los saldos del resto de instituciones son insignificantes. Así, por ejemplo, al finalizar 2004, de los aproximadamente 91,000 millones que la banca de desarrollo tenía como crédito al gobierno federal, correspondían a Nafin 50 por ciento y a Banobras 46 por ciento.

En cambio, del crédito registrado a estados y municipios, el total lo otorga Banobras de acuerdo con la información de la CNBV. En la siguiente gráfica se aprecia el comportamiento de estos rubros durante el periodo 1997-2004.

GRÁFICA 10

BANCA DE DESARROLLO: CRÉDITO AL SECTOR PÚBLICO
(Millones de pesos de 1997)



Fuente: Elaborada con datos de CNBV.

Como se puede observar, sólo el crédito a los gobiernos estatales se ha mantenido casi constante desde 1997, es decir, la banca de desarrollo sólo ha dado crédito a las entidades federativas en la medida que éstas han amortizado el que ya tenían.

¹³ La información de la CNBV incluye en los créditos al sector público, al gobierno federal, gobiernos estatales y municipales, también se incluye al gobierno del Distrito Federal, organismos y empresas del sector público y otros servicios de administración pública.

En lo que se refiere a los municipios, sin embargo, la caída en términos reales de los recursos otorgados por Banobras es muy drástica, pues llega a 35 por ciento en tan sólo ocho años. Por otro lado, como era de suponerse, en la “nueva” orientación de la banca de desarrollo se percibe la dramática disminución del crédito al gobierno federal para privilegiar el destino de los recursos hacia el sector privado; en este caso la caída real alcanza 50 por ciento.

Banobras, de esta forma, está inmerso en un proceso de desintermediación, que se debe fundamentalmente a la disminución en la colocación de los recursos que capta para proyectos propios y, además, los actores que resienten más este proceso son los municipios, a pesar de que por mandato de ley deben ser objeto de atención central de este banco.¹⁴

Desde hace varios años la SHCP y la CNBV tienen claro que Banobras no ha cumplido sus metas. En el 2002, la institución se quedó corta en las metas de su programa financiero en virtud de que al reducirse la demanda de crédito contrajo su captación de recursos.

El menor otorgamiento de crédito a gobiernos de estados y municipios (Sector Objetivo) ha sido consecuencia de que estos acreditados han dispuesto de mayores recursos a través de participaciones federales, traduciéndose en menores requerimientos de crédito (SHCP, 2003).

Para 2003 se afirma: “la cartera de crédito total registró decremento de 14 por ciento (real) como consecuencia, fundamentalmente, de la caída observada en la cartera a entidades gubernamentales por 24,383.2 millones de pesos”.

La baja en la cartera a entidades gubernamentales se originó por prepagos (20,201 millones de pesos), así como a una desin-

¹⁴ Además del financiamiento al sector público, Banobras es el principal financiador dentro de las instituciones de banca de desarrollo de vías de comunicación. También en este renglón es notable su desintermediación, pues entre 2001 y 2004 (de acuerdo con la disposición de información) el saldo del crédito a esa actividad se redujo en más de 30 por ciento real. Si bien este hecho está relacionado con el problema del rescate carretero, también es cierto que no se han reciclado los recursos.

intermediación en la cartera dirigida a estados y municipios, determinada por lo siguiente:

- a) Emisión de certificados bursátiles por esas entidades.
- b) Competencia por parte de la banca múltiple.
- c) Aumento de las participaciones y aportaciones federales.

Se resalta que la caída en la asignación de recursos limitó la captación y no viceversa, como se puede llegar a pensar; en 2004, “la captación cerró el año con un nivel de 146,343.5 millones de pesos, lo que representó un decremento anual de 13.3 por ciento (22,365.8 mdp). Este movimiento se explicó fundamentalmente por la disminución en la colocación de recursos, aproximadamente por la misma cantidad a la que se ha hecho alusión anteriormente, lo que disminuyó las necesidades de fondeo” (SHCP, 2004).

Para 2004 la desintermediación financiera abarca los principales objetivos del banco. Según la SHCP y la CNBV:

Durante 2004 la cartera de crédito total registró una caída significativa equivalente a 20,324 mdp (13.4 por ciento real)..., situación que se explicó fundamentalmente por:

- a) El descenso por 12,451.4 mdp en la cartera dirigida a entidades gubernamentales, principal nicho de mercado de la institución, fenómeno vinculado con las dificultades para colocar cartera en el segmento de estados y municipios, en comparación con la que está recuperando, ante la competencia de otras formas de financiamiento entre las que destacan el financiamiento bursátil y el crédito de la banca múltiple; así como la mayor recepción relativa de ingresos del citado segmento procedente de las participaciones en ingresos federales y de otros programas de apoyos específicos.
- b) La caída por 6,631.4 mdp en los créditos otorgados como agente financiero del gobierno federal.
- c) Disminución de 1,720.1 mdp en los créditos otorgados a instituciones financieras (SHCP, 2004).

Resulta claro que el banco de desarrollo para apoyar a estados y municipios está disminuyendo su papel como promotor del desarrollo y la disminución de las desigualdades, situación que se agrava por el impacto que tiene este hecho en tiempos de estancamiento económico.

Resulta difícil pensar que el banco está siendo desplazado en sus funciones por los mercados privados, esto es, el bancario y el de valores, como argumenta la autoridad. Lo menos que se puede decir, incluso en consonancia con las ideas “modernas” del papel de la banca de desarrollo, es que Banobras no debería entrar en competencia con esos mercados.

Si en verdad compite con la banca comercial y el mercado de valores, se puede entender su desintermediación pero no su función como banca de fomento.¹⁵ Tampoco es imaginable que el “nicho de mercado” de Banobras esté tan limitado o saturado como para perder participación en él por la competencia; tal vez estén extraviando su objetivo. Resulta evidente que tanto estados como municipios requieren de financiamiento, la mayoría de ellos no están en situación de seleccionar su fuente de financiamiento, sus niveles de infraestructura y oferta de servicios públicos requieren de paquetes financieros de largo plazo que difícilmente pueden ser cubiertos por otros intermediarios, menos aún del sector privado, de acuerdo con las características del mercado mexicano.

El comportamiento descrito está relacionado con la estrategia de “redimensionamiento” de la banca de desarrollo, que en la práctica significa reducción de sus operaciones y de personal. En este aspecto, se ha buscado “racionalizar” los recursos de operación; por ello, el empleo de todo el sector se ha reducido a casi una tercera parte en los ocho años analizados, en Banobras específicamente el personal disminuyó 50 por ciento desde 1997.¹⁶

¹⁵Es interesante observar que, desde el punto de vista de la supervisión y regulación, la autoridad paulatinamente va avanzando en la igualación de ambos tipos de bancas, con lo cual tiende a esfumarse la diferencia que presumiblemente deben tener dentro del sistema financiero. Sin embargo, por otra parte, es notorio que la información pública acerca de la banca de desarrollo sea muy escasa en comparación con la comercial, a pesar de que en los planes oficiales se aboga por la transparencia de estos intermediarios.

¹⁶De hecho, la intención de fusionar Nafin y Bancomext, que se ha discutido en los últimos años, está más relacionada con la racionalización de recursos que con el cumplimiento de sus objetivos de desarrollo.

BANCA DE DESARROLLO
(Personal ocupado)

<i>Bancos</i>	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total	14,003	13,126	11,130	10,916	10,443	9,993	5,665	5,677
Nafin	2,345	1,885	1,558	1,572	1,391	1,178	958	914
Bancomext	1,725	1,740	1,756	1,737	1,192	1,481	1,242	1,075
Banobras	1,894	1,429	1,489	1,483	1,461	1,075	1,020	968
Banjército	1,187	1,164	1,086	1,204	1,758	1,207	1,262	1,410
Banrural	6,566	6,714	5,064	4,920	4,641	3,520	-	-
Fina	286	194	177	n.d.	-	-	-	-
Bansefi	-	-	-	-	-	1,275	800	931
Soc. Hip. Nal.	-	-	-	-	-	257	383	379

Fuente: Elaborado con datos de CNBV.

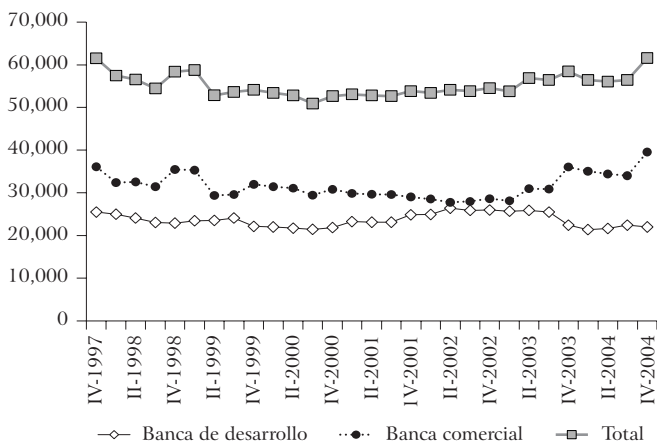
Estos procesos de aparente eficiencia tienen límites; la propia autoridad advierte: “Los gastos de administración y promoción, en cuanto a su estructura, dejan muy poco margen de maniobra para abatir costos, en virtud de que del monto total de este rubro, solamente 12.5 por ciento fueron costos variables” (SHCP, 2003). Y añaden que los gastos de administración “representaron 64.8 por ciento del margen financiero bruto (obtenido de restar a los ingresos financieros los gastos por intereses), lo cual resulta importante en virtud del descenso que ha registrado dicha diferencia recientemente. De continuar el efecto adverso en el margen financiero derivado del proceso de desintermediación, la institución podría registrar problemas para cubrir los citados gastos operativos a partir de los ingresos generados por su principal actividad” (SHCP, 2003).

FINANCIAMIENTO
A ESTADOS Y MUNICIPIOS

Sector bancario

Tanto estados como municipios recurren como fuente de financiamiento a la banca comercial; de acuerdo con datos de Banxi-

GRÁFICA 11
FINANCIAMIENTO BANCARIO A ESTADOS Y MUNICIPIOS
(Millones de pesos de 1997)



Fuente: Elaborada con datos de Banxico y SHCP.

co,¹⁷ el financiamiento de este intermediario a esas instancias se comporta de la siguiente manera.

Normalmente, la banca comercial ha sido una fuente de financiamiento mayor que la de desarrollo para estados y municipios en conjunto; no obstante la diferencia entre ambas en este sector no corresponde a la diferencia en el volumen total de recursos que mueve cada una de esas bancas.

En este sentido, los estados y municipios tradicionalmente han sido clientes más importantes para la banca de desarrollo que para la comercial, pero a la caída del crédito de la primera ha correspondido un crecimiento de la segunda, especialmente a partir de 2003.¹⁸

¹⁷Es típico que información sobre el mismo aspecto difiera, dependiendo de la fuente; en este caso, los datos de Banxico son muy parecidos a los de SHCP aunque su periodo es mayor; no obstante difieren sustancialmente de los de la CNBV, que deberían ser más precisos por lo que a cartera de bancos se refiere. El problema central es que las metodologías de agregación son distintas y no son explicadas cabalmente al público. La CNBV ofrece datos por institución y Banxico sólo el total por sector. No obstante lo anterior, las tendencias son similares con las diferentes fuentes de información.

¹⁸Es de llamar la atención que los aumentos recientes del crédito de banca múltiple se hayan concretado en los últimos trimestres de 2003 y 2004.

Esto sugiere un proceso de sustitución entre bancas, lo cual no estaría mal si fuera el caso de que la banca de desarrollo pudiera dejar un espacio que ya podría ser atendido con eficiencia por la banca privada, y con ello canalizar recursos hacia lugares donde no vaya esta última, tal y como lo indica la estrategia oficial.

No obstante, esto no parece ser así. En el siguiente cuadro se aprecia el financiamiento a estados y municipios por entidad federativa y por tipo de bancos.

FINANCIAMIENTO DEL SECTOR BANCARIO
A ESTADOS Y MUNICIPIOS
(Diciembre 2004, porcentajes)

<i>Total entidades</i>	<i>Banca comercial</i>			<i>Banca de desarrollo</i>			
	<i>Total 100</i>	<i>Municipal 100</i>	<i>Estatad 100</i>	<i>Total 100</i>	<i>Municipal 100</i>	<i>Estatad 100</i>	<i>Total 100</i>
Distrito Federal	33.77	0.00	35.44	30.43	0.00	33.21	32.37
México	20.07	6.48	20.74	26.91	0.00	29.37	22.94
Nuevo León	3.48	11.74	3.07	12.04	17.91	11.51	7.08
Jalisco	6.09	37.26	4.55	2.94	7.88	2.49	4.77
Sonora	5.64	0.03	5.92	2.09	14.64	0.94	4.15
Veracruz	4.62	0.00	4.85	0.05	0.30	0.03	2.70
Sinaloa	3.31	5.20	3.22	1.30	5.12	0.95	2.47
Baja California	1.07	13.66	0.45	4.28	4.73	4.23	2.42
Puebla	2.51	0.01	2.64	2.10	13.02	1.10	2.34
San Luis Potosí	2.18	0.00	2.29	1.95	0.81	2.05	2.08
Durango	1.91	1.29	1.94	2.09	3.43	1.97	1.98
Guerrero	2.93	0.00	3.07	0.36	1.68	0.24	1.85
Quintana Roo	2.01	7.55	1.73	0.87	0.00	0.95	1.53
Querétaro	0.18	0.00	0.19	2.59	3.83	2.48	1.19
Guanajuato	1.00	10.09	0.55	1.42	2.97	1.28	1.18
Michoacán	1.83	0.00	1.92	0.18	0.00	0.19	1.13
Chihuahua	1.04	0.00	1.09	1.05	0.00	1.15	1.05
Tamaulipas	1.21	0.00	1.27	0.78	7.95	0.12	1.03
Hidalgo	0.00	0.00	0.00	2.32	0.19	2.51	0.97
Chiapas	0.19	0.00	0.20	1.67	4.00	1.45	0.81
Morelos	0.92	0.00	0.96	0.28	2.61	0.07	0.65
Yucatán	0.89	0.00	0.94	0.10	0.13	0.10	0.56
Aguascalientes	0.71	4.76	0.51	0.15	0.59	0.11	0.47
Baja California Sur	0.53	0.16	0.55	0.31	0.30	0.31	0.44
Oaxaca	0.31	0.00	0.33	0.57	0.81	0.55	0.42
Tabasco	0.60	0.00	0.63	0.07	0.00	0.08	0.38
Colima	0.41	0.00	0.43	0.23	0.16	0.24	0.33

<i>Total entidades</i>	<i>Banca comercial</i>			<i>Banca de desarrollo</i>			<i>Total 100</i>
	<i>Total 100</i>	<i>Municipal 100</i>	<i>Estatad 100</i>	<i>Total 100</i>	<i>Municipal 100</i>	<i>Estatad 100</i>	
Zacatecas	0.41	0.01	0.43	0.11	1.32	0.00	0.28
Coahuila	0.15	1.10	0.11	0.28	1.62	0.16	0.21
Nayarit	0.03	0.67	0.00	0.45	3.57	0.16	0.21
Campeche	0.00	0.00	0.00	0.04	0.45	0.00	0.02
Tlaxcala	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Fuente: Elaborado con datos de SHCP.

De los datos se desprende que existe concentración de recursos de ambos tipos de bancos en las mismas entidades federativas que, en general, son las de mayor desarrollo. Inclusive la banca de desarrollo tiene notoriamente mayor participación relativa en entidades como Nuevo León y Jalisco, cuyos niveles de ingreso son relativamente altos. Los cinco estados con mayor crédito de ambas bancas concentran el 71.3 por ciento del total, pero significan 74.4 por ciento para la banca de desarrollo y 69.1 por ciento para la banca comercial; esto es, la banca de desarrollo tiene concentrados sus recursos en los estados más ricos.¹⁹

La situación es distinta si se considera únicamente el crédito a los municipios. En principio, el monto total es mayor al de la banca de desarrollo en casi 29 por ciento a diciembre de 2004. Sin embargo, este tipo de crédito sólo representa apenas 6 por ciento de lo que destinan ambas bancas a estados y municipios. También la banca estatal concentra menos sus recursos a los municipios: los cinco municipios más apoyados por la banca comercial concentran 80 por ciento del total de ese intermedio, los correspondientes a la banca de desarrollo –que son distintos– concentran 61 por ciento. En realidad, el crédito de ambos tipos de bancos exclusivamente a municipios no está muy corre-

¹⁹Conviene mencionar que la correlación entre el crédito de la banca comercial y la de desarrollo a entidades federativas y municipios en conjunto es superior a 93 por ciento, la correlación del crédito únicamente a entidades es también 93 por ciento, pero la del crédito a municipios solamente es de 31.4 por ciento.

lacionado y, de hecho, está menos concentrado en la banca de desarrollo.²⁰

En resumen, si bien la banca comercial ha reiniciado su otorgamiento de crédito a estados y municipios, éste se ha concentrado en los primeros, y para finales de 2004 apenas se encontraba ligeramente por arriba de lo otorgado ocho años atrás. La banca de desarrollo, Banobras en concreto, distribuye su crédito por entidad federativa de manera análoga a la banca comercial; por municipio, sin embargo, no hay tanta coincidencia pero es el renglón en el cual este banco va disminuyendo su participación. Si se ve a la banca estatal como complemento de la privada –como se insiste en la política oficial– parece que el nicho no atendido por esta última está dejando de ser atendido también por la de desarrollo.

Participaciones federales

Otro de los argumentos para explicar la desintermediación de Banobras se relaciona con el aumento de las participaciones federales a estados y municipios, con lo cual éstos ya no requieren tanto endeudamiento. Si bien esto puede ser válido para algunos casos, en general los datos indican lo contrario.

En conjunto, el endeudamiento de estados y municipios ha crecido en relación con las participaciones federales en los últimos años; si bien algunas entidades sí han reducido esa proporción, son muchas las que la han aumentado, lo cual indica que han tenido necesidad de financiamiento y lo han conseguido. Es de suponer-

²⁰Los coeficientes de variación del crédito a municipios, estados y ambos indican que los montos otorgados por la banca de desarrollo a municipios tienen menor dispersión, no sucede así para el crédito a estados:

CRÉDITO BANCARIO A ESTADOS Y MUNICIPIOS
(Coeficientes de variación)

	<i>Estatal</i>	<i>Municipal</i>	<i>Total</i>
Banca de desarrollo	2.26	1.46	2.46
Banca comercial	2.14	2.34	2.23
Ambas	2.25	1.48	2.15

se que muchos municipios y estados han tenido también esa necesidad y no han conseguido satisfacerla.

DEUDA DE ENTIDADES FEDERATIVAS Y MUNICIPIOS
(Proporción de la deuda en las participaciones
en ingresos federales por entidad federativa, porcentaje)

<i>Entidad</i>	<i>2001</i>	<i>2004</i>	<i>2004-2001</i>
Total	50.3	54.5	4.2
Aguascalientes	9.2	21	11.8
Baja California	31.7	46.2	14.5
Baja California Sur	54.8	34.4	-20.4
Campeche	3.6	0.8	2.8
Coahuila	14.4	4.8	-9.6
Colima	15.3	23.5	8.2
Chiapas	12.5	11.3	-1.2
Chihuahua	23.3	19.3	-4
Distrito Federal	127.6	141.9	17.3
Durango	47	82.8	35.8
Guanajuato	8	17.2	9.2
Guerrero	37.1	46.8	9.7
Hidalgo	12.6	28.5	15.9
Jalisco	41.7	40.8	-0.9
México	123.8	107.6	16.2
Michoacán	3.1	21	17.9
Morelos	16	23.5	7.5
Nayarit	6.6	11.3	4.7
Nuevo León	95.9	84.5	-11.4
Oaxaca	4.8	9.3	4.5
Puebla	13.1	31.9	18.8
Querétaro	44.1	36.9	-7.2
Quintana Roo	47	69.4	22.4
San Luis Potosí	21.2	60	38.8
Sinaloa	56.3	54.5	-1.8
Sonora	82.9	73	-9.9
Tabasco	6.2	4	-2.2
Tamaulipas	10.9	17.2	6.3
Tlaxcala	0	0	0
Veracruz	9	25.3	16.3
Yucatán	4.1	18.8	14.7
Zacatecas	0.4	12	11.6

Fuente: Elaborado con datos de SHCP.

Mercado de valores

La emisión de deuda por parte de gobiernos estatales y municipales se maneja cada vez más como una opción de financiamiento más adecuado para estas instancias de gobierno; no obstante, es una posibilidad limitada para la gran mayoría de los municipios y varias entidades federativas. Prueba de ello son las escasas emisiones en circulación hasta finales de 2004.

A pesar de que las emisiones aumentaron entre 2001-2003, el último año disminuyeron ostensiblemente. El monto total en circulación equivale aproximadamente al 16 por ciento del financiamiento bancario (46 por ciento de la banca de desarrollo o 25 por ciento de la banca comercial) y ha sido colocado en sólo cuatro años, pero también está muy concentrado. De hecho, los pocos estados y municipios que han colocado papel en el mercado de valores están entre los que concentran el crédito bancario, lo cual deja el problema de fondo –el financiamiento a estados y municipios– sin resolver.

FINANCIAMIENTO A ESTADOS Y MUNICIPIOS

<i>Municipios</i>	<i>Valores</i>	<i>Banca comercial</i>	<i>Banca de desarrollo</i>
Aguascalientes	12.2	4.8	0.4
Tl/nepantla	6.1	2.2	–
San Pedro Garza	10.2	4.5	–
Guadalajara	51.2	30.5	–
Zapopan	9.4	2.2	–
Monterrey	10.8	4.7	13.3
% del total	100.0	48.8	13.7
<i>Estados</i>			
Chihuahua	26.2	1.1	1.1
Distrito Federal	25.9	35.4	33.2
Guerrero	8.3	3.1	0.4
Hidalgo	7.4	–	2.5
México	12.4	21.1	29.4
Morelos	1.3	1.0	0.3
Nuevo León	10.6	3.6	13.1
Sinaloa	5.1	3.5	1.4
Veracruz	2.8	4.8	0.1
% del total	100.0	73.6	81.6

Fuente: elaborado con datos de SHCP, CNBV y BMV.

El mercado de valores, de manera análoga a lo que sucede con las empresas, se constituye como una opción viable y adecuada para municipios y estados que tengan la capacidad de emitir valores, pero estos casos son los menos en el país, basta revisar los requisitos que solicitan las autoridades para la emisión de certificados bursátiles, que es el instrumento más utilizado.²¹

En relación con la concentración del financiamiento, conviene señalar que las nueve entidades federativas que han emitido valores, concentran también el crédito de la banca; más de la de fomento (81.6 por ciento) que de la comercial (73.6 por ciento). Este fenómeno no es tan marcado en cuanto a los municipios, pues los seis que emiten valores concentran casi 49 por ciento del crédito de banca comercial y sólo 13 por ciento de banca de desarrollo a esas instancias de gobierno.

CONCLUSIONES

EL SECTOR bancario mexicano ha reducido notablemente su presencia en la economía mexicana en los últimos años. En particular, la función de otorgar crédito se ha reducido aún más, en tanto que el manejo de liquidez y valores ha cobrado mayor importancia.

La banca comercial, a la vez que ha disminuido su función crediticia ha aumentado consistentemente sus utilidades, por lo que no se aprecia que vaya a recobrar esa función si no se establecen las reglas pertinentes para ello.

La banca de desarrollo, envuelta en un largo proceso de transformación y reestructuración, también ha reducido notablemente su participación en el otorgamiento de crédito, su cartera total apenas significa alrededor de 6 por ciento del PIB en 2004, por lo que, presumiblemente, su impacto en el desarrollo económico es muy limitado. Adicionalmente, no ha tenido resultados financieros satisfactorios.

²¹ Véanse las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores" (capítulo 3) y la circular de emisoras de la Bolsa Mexicana de Valores.

ESTADOS Y MUNICIPIOS TOTAL DE EMISIONES EN EL MERCADO BURSÁTIL DE DEUDA
(Millones de pesos)

<i>Fecha de colocación</i>	<i>Entidad</i>	<i>Monto (mdp) emisión</i>	<i>Calificación Fitch/S&P</i>	<i>Instrumento</i>	<i>Vencimiento años</i>
Diciembre de 2001	Estado de Morelos (Estado)	216	AA+	CFO	7
11 de diciembre de 2001	Aguascalientes (Municipio)	90	CB	5	
2001	Subtotal	306			
24 de julio de 2002	San Pedro Garza García, NL (Municipio)	110	AAA	CB	7
30 de agosto de 2002	Monterrey, NL (Municipios)	168	AAA	CB	5
6 de septiembre de 2002	Zapopan, Jal. (Municipio)	147	AAA	CB	5
19 de noviembre de 2002	Estado de Chihuahua (Estado)	1,400	AA	CB	10
6 de diciembre de 2002	Guadalajara, Jal. (Municipio)	800	AAA	CB	10
11 de diciembre de 2002	Estado de México (Estado)	520	AA	CB	5
20 de diciembre de 2002	Estado de Chihuahua (Estado)	1,100	AA	CB	10
20 de diciembre de 2002	Estado de México (Estado)	865	AA	CB	5
2002	<i>Subtotal</i>	<i>5,110</i>			
13 de marzo de 2003	Estado de México (Estado)	615	AA	CB	5

Mayo de 2003	Estado de Guerrero (Estado)	1,339	AA+	CB	12
24 de julio de 2003	San Pedro Garza García, NL (Municipio)	50	AAA	CB	7
20 de junio de 2003	Tlalnepantla, Estado de México (Municipio)	96	AAA	CB	10
21 de agosto de 2003	Estado de Nuevo León (Estado)	978	AAA	CB	11.8
30 de septiembre de 2003	Estado de Veracruz (Estado)	450	AA	CB	n.d.
10 de octubre de 2003	Estado de Hidalgo (Estado)	1,200	AAA	CB	7
27 de noviembre de 2003	Aguascalientes (Municipio)	100	AAA	CB	5
28 de noviembre de 2003	Estado de Nuevo León (Estado)	738	AAA	CB	11.8
5 de diciembre de 2003	Distrito Federal	2,500	AAA	CB	5
2003	<i>Subtotal</i>	8,066			
21 de enero de 2004	Estado de Sinaloa	831	AA+/mxAAA+	CB	10
13 de agosto de 2004	Estado de Chihuahua (Estado)	1,000	AA	CB	5
14 de septiembre de 2004	Estado de Chihuahua (Estado)	750	AA	CB	5
10 de diciembre de 2004	Distrito Federal	1,690	AAA/mx AAA	CB	5
2004	<i>Subtotal</i>	4,271			
2001-2004	Total	17,753			

n.d. = No disponible.

CB = Certificados de participación ordinaria.

CB = Certificados bursátiles.

Fuente: Elaboración con información de la CNBV; la información de calificaciones se obtuvo de Fitch Ratings y la de vencimientos de la BMV.

Tanto Nafin como Bancomext han perdido participación en el mercado de crédito y dentro del sector de banca de desarrollo, lo cual se torna preocupante en periodos de estancamiento. Banobras, cuyo ámbito de acción tradicionalmente no ha contado con financiamiento privado, también ha reducido notablemente su actividad crediticia, con lo cual se ha reducido la atención a su sector objetivo, especialmente a los municipios, a pesar de que es un mandato incluido en su ley orgánica. La cartera de crédito de esta institución decreció en 25 por ciento en los últimos dos años. Así, al igual que toda la banca de desarrollo, Banobras está inmerso en un proceso de desintermediación financiera que se ha agudizado recientemente.

El problema de desintermediación se acentúa si se considera que los recursos canalizados por Banobras a entidades federativas tienen destinos similares a los recursos que ha canalizado últimamente la banca comercial. De hecho, se argumenta que la dificultad para colocar crédito por parte de la institución de fomento está relacionada con la competencia de la banca comercial, el mercado de valores y el aumento de participaciones federales a estados y municipios.

Si este fuera el caso, Banobras se está apartando de la función que la autoridad le asigna a la banca de desarrollo como complementaria de la comercial, de modo que destine sus recursos a sectores que esta última no atiende.

Si bien la banca comercial ha destinado recursos a entidades federativas en los últimos años, éstos no han compensado aún la caída que tuvieron a raíz de la crisis de 1995; asimismo, como es lógico suponer, los recursos de estos intermediarios se han orientado hacia las entidades y proyectos de éstas más ricos, por lo que gran parte de los estados no tienen acceso a tales recursos.

La banca comercial prácticamente no destina créditos a municipios, sólo algunos muy contados y con un grado de desarrollo relativamente alto. Aunque Banobras no distribuye su crédito a los municipios de manera similar a la banca comercial, su monto es muy pequeño y ha ido disminuyendo consistentemente en los años recientes. La banca comercial no es una opción de finan-

ciamiento suficiente para muchos estados y menos aún para la mayoría de los municipios del país.

Las participaciones federales a estados y municipios han crecido, sin embargo, su deuda como proporción de dichas participaciones también ha aumentado, por lo que no parecen ser sustitutas del crédito, en particular de la banca de desarrollo.

El mercado de valores ha sido un mecanismo adicional de fondos para estados y municipios, pero al igual que la banca privada, sólo es una opción de financiamiento para estados y municipios relativamente ricos, lo cual ha llevado a que los recursos se concentren aún más en estas instancias.

Si la banca de desarrollo no amplía su operación, continuará paulatinamente perdiendo su impacto en la actividad económica y perdiendo por lo tanto su razón de ser;²² si sigue sólo como subordinada de la banca privada, además de ser procíclica, enfrentará dificultades para atender a sus sectores objetivo. Sin embargo, si compete con los mercados financieros privados, sin estar dotada de los instrumentos y estructura adecuados para ello, muy pronto será una banca insolvente.

BIBLIOGRAFÍA

- AYALA ESPINO, José, *Instituciones para mejorar el desarrollo*, México, Fondo de Cultura Económica, 2003, 448 pp.
- BAUTISTA ROMERO, Jaime, *Nacimiento y transformación de la banca de fomento en México*, México, IIE-UNAM, 1999.
- BUENO, Gerardo, "Consideraciones sobre la banca de desarrollo en México", en Banobras, *Federalismo y Desarrollo*, núm. 69, México, julio-agosto de 2000.
- COMISIÓN NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES, *Lista actualizada de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores*, varias fechas.

²²Una condición, entre otras, para que la banca de desarrollo pueda cumplir cabalmente con su misión es que sea dirigida por quienes verdaderamente crean que este tipo de intermediario tiene un papel relevante dentro del desarrollo económico, y que no sirva como consuelo o trampolín a políticos con expectativas. En Banobras ha sido un caso ejemplar de lo anterior, inclusive los últimos directores tal vez no cumple puntualmente con los requisitos que en cuanto a experiencia establece la Ley de Instituciones de Crédito para dirigir un banco de desarrollo.

- _____, *Boletines estadísticos de banca múltiple y banca de desarrollo*, varias fechas.
- CONGRESO DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS, *Ley Orgánica del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos*, 2002.
- COTLER, Pablo, “El comportamiento de la banca de desarrollo en México y su compatibilidad con la política económica”, en Banobras, *Federalismo y Desarrollo*, núm. 69, México, julio-agosto de 2000.
- FUENTE RODRÍGUEZ DE LA, Jesús, *Tratado de derecho bancario y bursátil*, 2 tomos, México, Porrúa, 2002, 1522 pp.
- MAYDÓN GARZA, Marín, “La banca de fomento en México”, *Experiencias de ingeniería financiera*, México, Nafin, Fondo de Cultura Económica, 1994, 268 pp.
- NAFIN (1992), *El papel de la banca de fomento en el contexto de la liberalización financiera. El caso de México*, México, Nacional Financiera, 104 pp.
- NORIEGA C., Carlos y Alejandro Karam T., “Reflexiones sobre la banca de desarrollo en la reforma estructural de la economía”, en Banobras, *Federalismo y Desarrollo*, núm. 69, México, julio-agosto de 2000.
- ORTIZ MARTÍNEZ, Guillermo, “La reforma financiera y la desincorporación bancaria”, México, Fondo de Cultura Económica, 1994, 363 pp.
- PODER EJECUTIVO FEDERAL, *Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo*, 1984-1988, 1989-1994, 2002-2006.
- RAMÍREZ SOLANO, Ernesto, *Moneda, banca y mercados financieros. Instituciones e instrumentos en países en desarrollo*, México, Prentice Hall, 2001, 474 pp.
- SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, *Diagnóstico integral de la situación actual de las haciendas públicas estatales y municipales*, Unidad de Coordinación con Entidades Federativas, 2003.
- _____, “Informe sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública”, anexos: *Informes presentados por las instituciones de banca de desarrollo y la Financiera Rural*, conforme a los artículos 55 bis 1 de la Ley de Instituciones de Crédito y 48 de la Ley Orgánica de la Financiera Rural, 2002, 2003, 2004.
- TREJO REYES, Saúl, “La banca de desarrollo: una visión prospectiva”, en Banobras, *Federalismo y Desarrollo*, núm. 69, México, julio-agosto de 2000.
- VILLARREAL, René, “La banca de desarrollo: palanca del financiamiento para el crecimiento”, en Banobras, *Federalismo y Desarrollo*, núm. 69, México, julio-agosto de 2000.

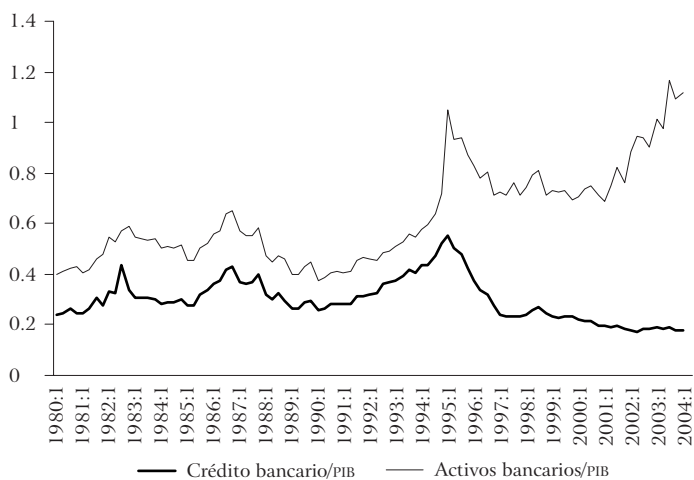
*Restricción crediticia y especulación bursátil:
efectos del comercio bancario
de valores gubernamentales
y productos financieros derivados sobre el
financiamiento del desarrollo en México*

INTRODUCCIÓN

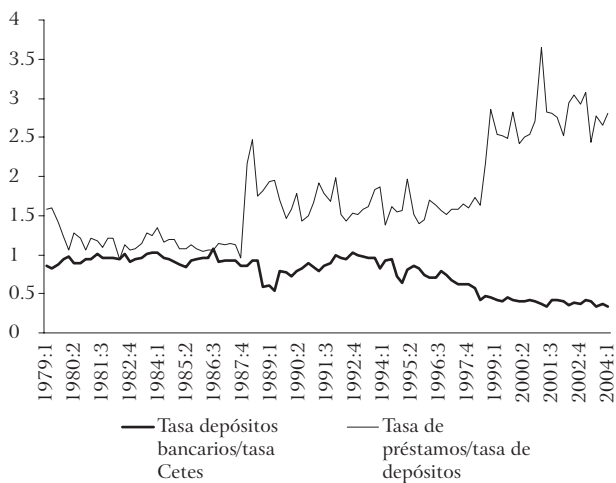
LA LIBERALIZACIÓN de tasas de interés bancarias a finales de los ochenta, y el establecimiento del mercado de derivados financieros a finales de los noventa, han producido efectos contrarios a los deseados en la intermediación bancaria. Las oportunidades lucrativas en el comercio secundario de valores gubernamentales, que surgieron con la desregulación, y el arbitraje en el mercado de instrumentos financieros de cobertura de riesgos, han desalentado la intermediación monetaria de los bancos durante la última década. El crédito bancario real ha declinado secularmente desde la crisis financiera de 1995, hasta alcanzar actualmente sólo un 18 por ciento del PIB, no obstante que los recursos captados por los bancos equivalen a 112 por ciento del PIB (véase gráfica 1).

En diciembre de 1994, el saldo de acreedores por reporto equivalía a 38 por ciento de la cartera de crédito de la banca comercial; en septiembre de 2004, esa proporción se había elevado a 94 por ciento. El incremento en las operaciones de reporto ha ido asociado a una contracción de las operaciones de crédito. Este fenómeno se ha manifestado, no obstante que el margen financiero, entendido como el cociente entre la tasa de préstamos bancarios y la tasa de depósitos, ha pasado de 1.5 a mediados de los noventa a cerca de 3.5 en la actualidad (véase gráfica 2).

GRÁFICA 1
DECLINACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO



GRÁFICA 2
MARGEN FINANCIERO Y PRIMA DE RIESGO



Por otra parte, la tasa de interés real sobre depósitos bancarios, que en la primera mitad de los noventa promedió 3 por ciento, ha declinado sostenidamente durante la última década, promediando un valor negativo de -2.3 por ciento.

En este trabajo, se mostrará que estas deformaciones del mercado bancario responden a un marco regulatorio inadecuado que, junto con las innovaciones en las formas de realizar pagos, han promovido el oligopsonio en el mercado de depósitos. Asimismo, se argumentará que la operación autorregulada de los mercados de valores y productos derivados, donde un reducido número de grupos financieros tiene excesivo poder de mercado, ha creado oportunidades lucrativas de especulación bancaria que desalientan una sana intermediación monetaria en apoyo a la producción.

GRADO DE MONOPOLIO Y MARGEN FINANCIERO

LA TEORÍA convencional de la administración financiera establece que la utilidad bancaria depende de tres factores principales: el margen financiero, los ingresos por servicios distintos a la intermediación monetaria, y los costos operativos de los bancos (Ghigliazza, 1994).

El margen financiero se justifica por la transformación de plazos que realiza el banco, y por la reducción de riesgos para los usuarios de los servicios bancarios (Wong, 1997). El banco capta recursos a muy corto plazo a tasas de interés bajas, y los presta a un plazo mayor, a tasas más elevadas.

El banco determina su margen financiero con base en los riesgos del crédito y de la tasa de interés. El riesgo crediticio aparece porque los préstamos pueden no ser recuperados; y el riesgo de tasas de interés se explica porque las tasas de interés sobre depósitos pueden elevarse por acciones de política monetaria, después de que se pactaron las tasas de los préstamos.*

*Nótese que el riesgo de tasas de interés así concebido prácticamente se ha eliminado en la práctica bancaria, al generalizarse el uso de tasas de préstamo ajustables, con base en una tasa de interés de referencia más un *spread* fijo.

En la determinación del margen financiero también influye la regulación bancaria: un aumento en los requisitos de capital respecto a los pasivos bancarios, al igual que un incremento en las reservas obligatorias, ocasionan ampliaciones del margen.

Generalmente se asume que el banco comercial capta sus recursos en un mercado competitivo de depósitos; aunque se admite que las economías de escala y la alta concentración que se registra en la actividad bancaria pueden generar condiciones de competencia monopólica (Cukierman y Hercowitz, 1989).

El grado de monopolio se supone que influye positivamente sobre el margen financiero, elevando la tasa de préstamos de los bancos y contrayendo el volumen de recursos prestados (Galbis, 1982). La amplitud del margen financiero, para muchos autores, es un indicador del grado de monopolio en el mercado bancario (Rochon, 1999).

La desregulación y apertura de los sistemas financieros, sin embargo, ha vuelto obsoleta esta suposición. Un efecto inmediato de la apertura y la desregulación financiera es que la elasticidad de la demanda interna de crédito de las empresas más grandes y solventes aumenta, al ampliarse la oferta de prestatarios con los intermediarios no bancarios y los bancos extranjeros. A este fenómeno Deriet y Seccareccia (1996) atribuyen que los bancos se aparten del mercado de crédito, y busquen nichos de mercado en los servicios diferenciados que prestan, por los cuales cobran comisiones.

Stiglitz y Weiss (1981) aportaron argumentos para rechazar la hipótesis de que la tasa de préstamos se eleva cuando el grado de monopolio de los bancos aumenta. Ellos mostraron que el riesgo crediticio no es independiente de la tasa de préstamos, y que la tasa activa no puede ser el precio al cual se equilibra el mercado de crédito bancario, porque una tasa de interés demasiado alta genera problemas de selección adversa y riesgo moral en las instituciones financieras. Los banqueros no dan crédito a quien les promete pagar más, porque eso compromete la recuperabilidad de los préstamos. Consecuentemente, la tasa activa se determina al nivel al cual los bancos maximizan la recuperación de su cartera de préstamos, y el volumen de crédito se raciona a esa tasa de interés (Greenwald y Stiglitz, 1991; Wolfson, 1996).

Por otra parte, se ha admitido que los banqueros gozan de poder monopsónico en el mercado de depósitos de su jurisdicción, debido al importante papel que desempeñan en el sistema de pagos (Sarr, 2000).

Adicionalmente, se ha observado que las innovaciones en la forma de realizar pagos (*i.e.* mediante el uso de dinero plástico y las transferencias electrónicas de fondos), al mismo tiempo que han reducido el uso de dinero en efectivo, han generado una demanda de depósitos bancarios poco elástica a la tasa de interés (Palley, 2002; Levy y Mántey, 2004).

Estas dos tendencias implican un cambio en la manera en que se manifiesta el poder de mercado de los bancos. Las ampliaciones en el margen financiero, que se asocian con el poder monopolístico de los intermediarios, actualmente responden en mayor medida a reducciones en la tasa de depósitos que a incrementos en la tasa de préstamos.

En pocos trabajos se reconoce que el poder de mercado de los bancos se puede manifestar a través de reducciones en la tasa a la cual remuneran los depósitos, y aún no se ha investigado cuáles pueden ser las consecuencias negativas de un oligopsonio en el mercado de depósitos bancarios.

Los teóricos neoliberales apuntaron varios inconvenientes de establecer tasas de depósito bajas; argumentaron que ello deprimía la propensión al ahorro y su canalización a los usos más eficientes (McKinnon, 1974; Fry, 1990). Ellos suponían que el fenómeno se originaba en un excesivo intervencionismo estatal, y que los bancos al liberarse de esta reglamentación, competirían sanamente elevando las tasas de depósitos para obtener recursos. Sin embargo, la represión financiera que se produce por efecto del oligopsonio bancario no tiene este efecto, pues descansa en una demanda inelástica de depósitos.

Sarr (2000) reconoce el oligopsonio en el mercado de depósitos bancarios, pero no lo considera perjudicial; argumenta que la habilidad de los bancos para reducir las tasas de interés sobre depósitos puede ayudar a reducir las tarifas sobre los servicios bancarios, como cuentas de cheques y otras facilidades que presta la

red de sucursales bancarias, lo que contribuye a dar profundidad a los mercados financieros.

Sarr critica a los neoliberales que abogaban por elevar la tasa de depósitos para desarrollar el mercado financiero. Al igual que Stiglitz y Weiss (1981), él cree que un aumento en la tasa de depósitos elevaría las tasas de préstamos y fomenta la selección adversa y el riesgo moral. En su opinión, los bancos no compiten solamente a través de las tasas de interés, sino también a través de las cuotas que cobran por los servicios no monetarios que prestan; y es posible que una baja tasa de depósitos permita ofrecer menores cuotas por servicios. Esto significa que el oligopsonio en el mercado de depósitos puede subsidiar los servicios no monetarios que ofrecen los bancos, los cuales también contribuyen a incrementar la profundidad del mercado financiero.

En otras palabras, para Sarr las bajas tasas de interés por los depósitos no implican necesariamente que haya poca competencia en el sistema bancario, sino más bien que la competencia se lleva a cabo en el terreno de las cuotas por servicios. El poder de mercado del banco, afirma, no se usa para elevar las utilidades, sino para subsidiar a otros clientes (*e.g.* las empresas), y sólo indirectamente eleva las utilidades aumentando los depósitos. Los depositantes, agrega, pueden aceptar bajas tasas de interés, a cambio del beneficio de contar con otros servicios más baratos.

Independientemente de que esto pueda ser válido en algunos casos, es preciso notar que el oligopsonio en el mercado de depósitos bancarios induce conductas rentistas de los bancos, y desalienta la canalización del crédito a las actividades socialmente más rentables.

OLIGOPSONIO BANCARIO Y REPORTOS CON VALORES GUBERNAMENTALES EN MÉXICO

EN MÉXICO, la liberalización de tasas de interés, a finales de los ochenta, llevó a una ampliación del margen financiero exclusivamente a consecuencia de la caída en la tasa de depósitos bancarios, que dejó de estar fijada por el Banco de México (Mántey,

1996). Este resultado fue posible por la segmentación del mercado de valores gubernamentales, en el que un reducido número de instituciones de crédito se encarga del comercio secundario.

Las instituciones de crédito han aprovechado su posición como agentes exclusivos encargados del mercado secundario, para obtener utilidades mediante acuerdos con sus clientes de venta de valores con garantía de recompra (*i.e.* reportos). Estas operaciones permiten a los bancos apropiarse de una parte de los intereses que pagan sobre sus títulos el gobierno federal y otras entidades públicas como el Banco de México y el IPAB.

Las tasas de interés de los valores que se negocian en operaciones de reporto utilizan la tasa de Cetes o la tasa de interés interbancaria (TIIE) como tasas de referencia, y en ocasiones agregan un margen, de modo que superan varias veces a la tasa de depósitos. Al finalizar 2004, la TIIE era 8.9 por ciento, en tanto que la tasa de depósitos bancarios a tres meses era de sólo 2.9 por ciento.

El diferencial entre la tasa de referencia y la tasa de depósitos permite a los banqueros ofrecer a sus clientes preferentes un “premio” que es superior a la tasa de depósitos cuando invierten parte de sus tesorerías en reportos, pero es inferior al interés que devengan los valores.

La Ley de Títulos y Operaciones de Crédito de México describe el reporto en los siguientes términos:

En virtud del reporto, el reportador adquiere por una suma de dinero la propiedad de los títulos de crédito, y se obliga a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie, en el plazo convenido y contra reembolso del mismo precio más un premio. El premio queda en beneficio del reportador, salvo pacto en contrario (art. 259).

También establece que al reportado (*i.e.* al banco) es a quien se acredita el interés devengado por el título:

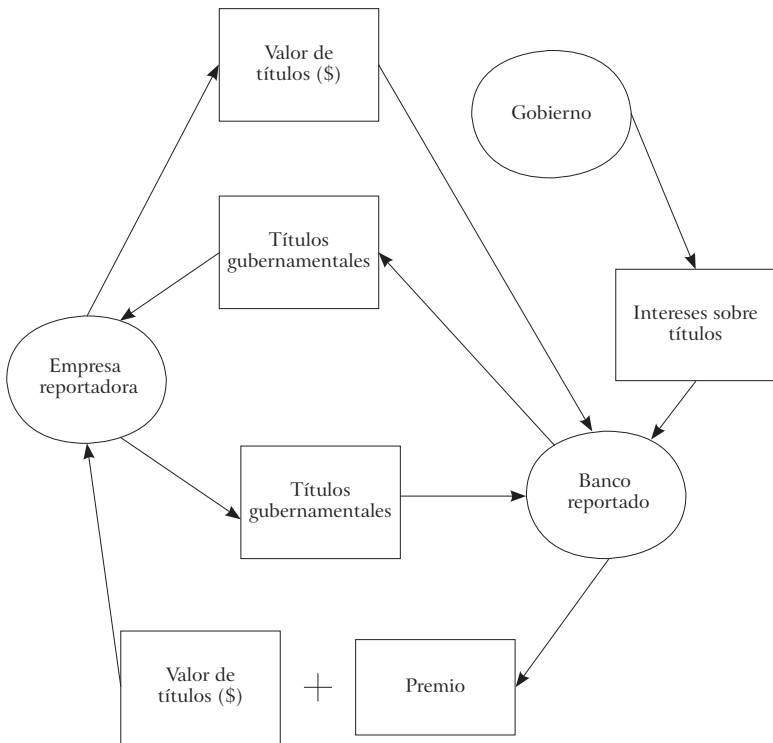
Salvo pacto en contrario, los derechos accesorios correspondientes a los títulos dados en reporto serán ejercitados por el

reportador por cuenta del reportado, y *los dividendos o intereses que se paguen sobre los títulos durante el reporte, serán acreditados al reportado para ser liquidados al vencimiento de la operación...* (art. 262, cursivas de la autora).

Finalmente, la citada ley señala que en ningún caso el plazo del reporte será mayor a 45 días, *pero que la operación podrá ser prorrogada una o más veces sin necesidad de nuevo contrato, bastando la simple mención de prorrogado en el convenio original* (art. 265).

El siguiente diagrama muestra los intercambios que resultan de un contrato de venta de valores gubernamentales con garantía

FLUJO DE EFECTIVO Y TRANSFERENCIAS VIRTUALES DE VALORES EN UNA OPERACIÓN DE REPORTE



de recompra (reporto), que se realiza entre un banco y una empresa no financiera. Al inicio del contrato, la empresa entrega al banco el importe de los valores objeto del convenio, y el banco notifica al depositario de valores (Indeval) la operación, para que registre en su sistema la transferencia de los títulos a la empresa. Al término del convenio, la empresa devuelve los títulos al banco, quien recibe del gobierno los intereses devengados, y devuelve a la empresa el valor de los títulos más el premio acordado. Como resultado de este acuerdo, el banco puede retener para sí la diferencia entre el interés que el gobierno pagó sobre sus títulos, y el premio que se acordó con la empresa.

En agosto de 2003, el Banco de México uniformó la regulación aplicable a las operaciones de reporto que realizan los intermediarios financieros (Circular 1/2003 y 1/2003Bis), y estableció que:

- El reportador adquiriría títulos de cierta especie por una cantidad, y se obligaría a devolver, al término del plazo del acuerdo, la misma cantidad de títulos de la misma especie (nótese que no necesariamente serán los mismos, sino sólo *de la misma especie o clave de emisión*).
- Las instituciones de crédito y casas de bolsa podrán actuar como reportadas con cualquier agente, pero sólo serán reportadoras con el Banco de México y con otras instituciones de crédito.
- Las sociedades de inversión y Siefores sólo podrán ser reportadoras, y actuar con bancos y casas de bolsa.
- Las operaciones de reporto de las instituciones de crédito realicen con sus clientes se harán al amparo de los contratos marco que acuerden con ellos.
- Las operaciones de reporto entre intermediarios nacionales o extranjeros se realizarán al amparo del contrato marco aprobado por la Asociación Mexicana de Bancos, la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles y la Asociación de Instituciones Financieras Internacionales.
- Los valores objeto de reporto estarán en todo momento depositados con un depositario de valores.

- Las instituciones de crédito y casas de bolsa que no cuentan con autorización para celebrar operaciones de futuros, *swaps* u opciones, tendrán prohibido realizar operaciones de reporto (como reportadas) sobre valores a plazo mayor de un año.

A través de estas disposiciones puede apreciarse que el Banco de México ha permitido que los grupos financieros más importantes (*i.e.* que participan en el mercado de derivados) mantengan el privilegio del comercio secundario de valores gubernamentales, lo que desalienta el financiamiento a la actividad productiva y promueve conductas rentistas en la banca. Por otra parte, la renuncia del banco central a intervenir en los contratos que los grupos financieros, con elevado poder de mercado, acuerdan con el público no bancario, fortalece el oligopolio bancario y promueve la ineficiencia en la intermediación monetaria. Finalmente, la disposición de que las operaciones de reporto entre intermediarios financieros domésticos se rijan por contratos marco elaborados por asociaciones de intermediarios privados nacionales e internacionales, implica una renuncia de la autoridad monetaria a intervenir en las operaciones privadas con valores gubernamentales, que tiende a incrementar el endeudamiento público con finales de regulación monetaria. Esto es así, porque el bajo nivel de la tasa de depósitos induce una demanda de títulos gubernamentales como activos de reserva, que eleva sus precios y presiona a la baja la tasa de interés.

Lo anterior ha sucedido, no obstante que el sistema bancario privado ha incrementado virtualmente la oferta de títulos gubernamentales negociables en más de un 30 por ciento, como se mostrará a continuación.

MULTIPLICADOR DE VALORES GUBERNAMENTALES

EL PROCEDIMIENTO adoptado en México para la compensación y liquidación de transacciones en valores ha dado lugar a un efecto multiplicador en la intermediación de valores gubernamentales, que

es similar al multiplicador monetario en la intermediación bancaria tradicional.

El Instituto para el Depósito de Valores (Indeval), que es el depositario nacional de títulos, y desde 1987 funciona como entidad privada autorregulada, estableció en junio de 1996 el Sistema Interactivo de Depósito de Valores (SIDV), en el que las transferencias de valores se realizan bajo el procedimiento de entrega contra pago, pero la liquidación se hace por neteo. Esto significa que los intermediarios deben liquidar en efectivo sólo la diferencia entre sus operaciones de compra y de venta de valores.

Por otra parte, el Indeval adoptó el procedimiento del título único para nuevas emisiones, y la conversión a macrotítulo de los documentos que amparan anteriores emisiones, como parte de una campaña de reducción de documentos. Como resultado de estas medidas, las transacciones de valores de una misma clase se hacen sólo en las cuentas que los intermediarios tienen en el Indeval, sin la entrega material de documentos, ni su anotación en los títulos o en el registro de los emisores. La liquidación por neteo permite que los intermediarios negocien entre ellos mismos montos de valores gubernamentales superiores a la emisión total, efectuando en efectivo sólo la compensación final.

La información estadística que proporciona el Banco de México, sobre la tenencia de valores gubernamentales por los intermediarios financieros, permite hacer una estimación conservadora del multiplicador de valores gubernamentales. En el cuadro siguiente se comparan las cifras de la emisión total de valores negociables del gobierno federal, y la tenencia de estos títulos que la banca comercial y los intermediarios financieros no bancarios registran en sus respectivos balances. Ahí se puede apreciar que, en septiembre de 2004, la tenencia registrada de valores gubernamentales negociables era de 1,275 miles de millones de pesos, en tanto que la emisión total fue de 967,000 millones de pesos. La diferencia entre estas dos cifras, 307,000 millones de pesos, constituye la oferta virtual de valores gubernamentales. Dividiendo esta cifra entre la tenencia bancaria directa de valores gubernamentales (106,000 millones de pesos), encontramos que el multiplicador de valores gubernamentales en operaciones de reporto es 2.9.

Para reducir los riesgos de incumplimiento por insuficiencia de valores, el mismo Indeval estableció, desde enero 1997, un sistema electrónico de préstamo de valores (Valpre); y para evitar riesgos sistémicos por el incumplimiento de la compensación final, el Banco de México ha venido concediendo a los intermediarios financieros líneas de crédito para sus operaciones con valores, enlazando el sistema operativo del Indeval (SIDV) con los sistemas de pago SIAC y SPEUA del banco central.

De esta manera, la intermediación de valores gubernamentales por los bancos ha recibido los beneficios del prestamista de última instancia.

ESTIMACIÓN DEL MULTIPLICADOR BANCARIO
DE VALORES GUBERNAMENTALES
(Datos a septiembre de 2004, en millones de pesos)

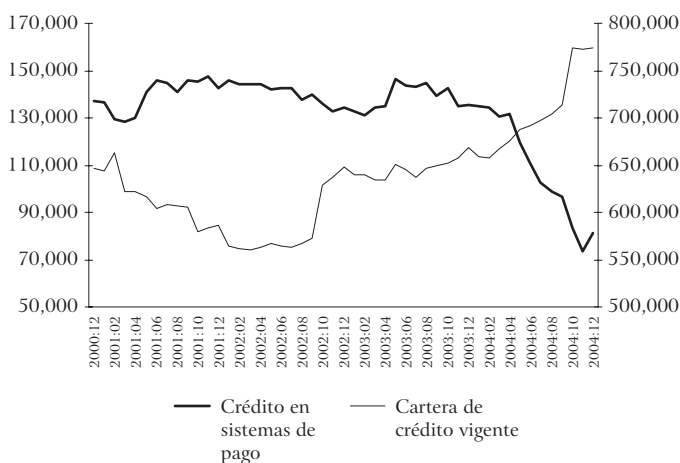
(+)	Emisión total de valores gubernamentales	1'061,495
(-)	UDI Bonos no negociables	93,951
(=)	Valores negociables (Cetes, Bondes y Bonos con tasa fija)	967,544
	<i>Tenencia de valores gubernamentales negociables:</i>	
(+)	Banca comercial	106,704
(+)	Títulos vendidos en reporto por bancos (a recibir)	426,045
(-)	Títulos adquiridos en reporto (a entregar)	98,836
(+)	Títulos a recibir en operaciones de rango (derivados O-T-C)	2,062
(-)	Títulos a entregar en operaciones de rango (derivados O-T-C)	358
(+)	Títulos en poder de no residentes	55,180
(+)	Títulos en poder de otras sociedades financieras (Seguros, Pensiones, Casas de Bolsa, Siefores, Almacenes Depósito y Fondos de Fomento)	559,046
(+)	Títulos en poder de otras sociedades de depósito no bancarias (Arrendadoras, Factoraje, Sofoles, Socs. Inversión, Uniones Crédito, Ahorro y Préstamo)	225,312
(=)	Tenencia total registrada	1'275,155
	Tenencia registrada en exceso de emisión	307,611
	Multiplificador bancario de valores gubernamentales (Tenencia registrada en exceso de emisión/tenencia banca comercial)	2.89

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.

En el último año, bajo la presión del Banco de Pagos Internacionales, el Banco de México ha reducido el crédito directo que concede a los intermediarios bancarios a través de SPEUA y SIDV. Actualmente, las líneas de crédito que la autoridad monetaria otorga para la liquidación de valores están limitadas por el capital neto de cada banco, y se condicionan a la entrega de garantías, en acuerdos de reporto que vencen el mismo día. Sin embargo, se permite que los bancos se otorguen líneas de crédito unos a otros, dentro del sistema de pagos SIAC de Banxico, para la compensación final de documentos.

Esta evolución libera a la autoridad monetaria de presiones en el control de la liquidez, pero obviamente introduce riesgos en la operación de los mercados financieros y reduce las utilidades en la intermediación privada de valores gubernamentales. Esto puede explicar por qué los bancos recientemente han dejado de incrementar sus operaciones de reporto y han reactivado el crédito al sector privado. En la gráfica 3 pueden apreciarse las tendencias

GRÁFICA 3
CRÉDITO INTRADÍA DEL BANCO CENTRAL Y DISPOSICIÓN DE LA BANCA COMERCIAL A OTORGAR CRÉDITO
(Datos a precios constantes)



opuestas en el comportamiento del crédito concedido por el Banco de México a los sistemas de pago SPEUA y SIDV, y la cartera de crédito vigente de la banca comercial.

OPERACIONES CON PRODUCTOS FINANCIEROS DERIVADOS

UN SEGUNDO factor que ha desalentado el crédito bancario a la producción, son las operaciones que los bancos realizan en los mercados de productos financieros derivados.

El comercio de derivados financieros ha venido a modificar la estrategia de maximización de utilidades de los bancos comerciales mexicanos. En la actualidad, ya no es a través del manejo de la tasa de interés activa y el volumen de crédito como los bancos maximizan sus ganancias; sino mediante la colocación de instrumentos de cobertura de riesgos. Las transacciones con derivados financieros tienen las siguientes ventajas importantes para los bancos (Kregel, 1998):

1. El rendimiento del margen de garantía depositado es mayor al costo de la eventualidad prevista.
2. Se desarrollan en mercados autorregulados, lo que protege al oligopolio bancario de las medidas de política monetaria, ya que éstas afectan fundamentalmente al mercado de crédito.
3. No conllevan riesgos que obliguen a los bancos a constituir reservas, por lo que las instituciones pueden usar más rentablemente los recursos a su disposición.

Los riesgos que los bancos asumen en el comercio de derivados pueden cubrirse mediante la compra de un activo financiero, o mediante el diseño de paquetes financieros que compensen el riesgo entre diversos clientes.

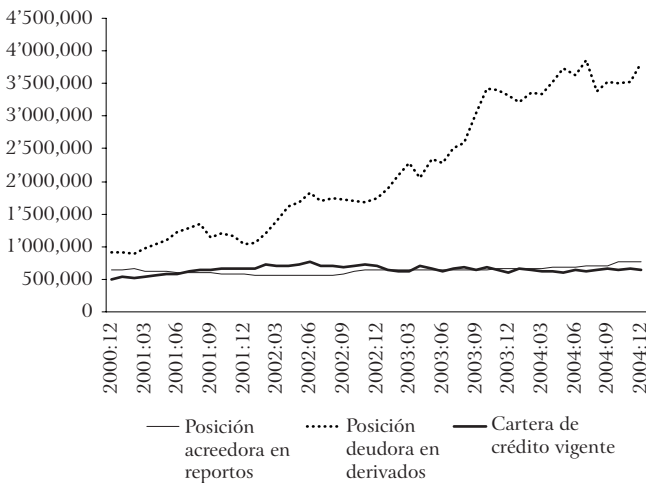
En las operaciones con derivados, los bancos obtienen ingresos de tres maneras: en primer lugar, por las comisiones que se multiplican por el volumen de operaciones; en segundo lugar, por

las ganancias del arbitraje que realizan actuando por cuenta propia; y en tercer lugar, por la diferencia entre los riesgos que cubren y el rendimiento del margen aportado por los clientes.

Dado el mercado mexicano de derivados es autorregulado por los grupos financieros que participan en él, los bancos pueden adaptar la regulación prudencial a sus objetivos de rentabilidad, estableciendo los requerimientos de margen en relación con la volatilidad del subyacente. Adicionalmente, las instituciones de crédito desarrollan internamente mercados de derivados extrabursátiles, que están exentos de restricciones legales (Ainslie y Martínez, 2001).

El volumen de operaciones en el mercado de derivados, a diferencia de lo que sucede en el mercado de crédito, se multiplica sin una correspondencia con el crecimiento del ingreso real, ya que los contratos se establecen con base en depósitos virtuales. En la gráfica 4 puede apreciarse el rápido crecimiento del volumen de negocios de los bancos mexicanos en el mercado de derivados, en comparación con su actividad de crédito y el comercio secundario de valores gubernamentales.

GRÁFICA 4
COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS BANCARIOS
(Cifras a precios constantes)



FUTUROS DE TIEE

LA OPERACIÓN más representativa de la gestión de la banca comercial interna en el mercado organizado de derivados (MexDer) es el contrato a futuro de la tasa de interés interbancaria a 28 días (TIEE28). Las operaciones con el contrato a futuro de TIEE28 representaban, en diciembre de 2004, el 96 por ciento del valor de las transacciones con futuros financieros en el MexDer.

Este contrato ha ganado gran aceptación entre inversionistas, deudores, y los propios intermediarios financieros, porque representa una forma económica de protección frente a la variación de tasas de interés, ya que se negocia con un alto grado de apalancamiento (Venegas y González-Aréchiga, 2002):

- Para los inversionistas, el futuro de tasas de interés les permite mejorar el rendimiento de sus inversiones si esperan una baja en las tasas de interés al futuro.
- Para los deudores, el futuro de tasas de interés les ahorra gastos financieros si esperan que las tasas de interés suban.
- Para los intermediarios financieros, los futuros de tasas de interés les permiten ofrecer créditos a tasas fijas y fondos de inversión con rendimiento garantizado o con garantía del principal (Ruiz, 2004).

Por otra parte, el riesgo de este instrumento es prácticamente nulo, ya que al negociarse en el mercado organizado recibe la garantía de la cámara de compensación (Venegas-González-Aréchiga, 2002).

A continuación se describirá la naturaleza de la ganancia bancaria que se genera en la negociación de contratos a futuro de TIEE, para posteriormente analizar las implicaciones que tiene para el diseño de una estrategia de financiamiento del desarrollo.

El contrato TIEE28 representa un depósito virtual a esa tasa de interés, con vencimiento al futuro. Si se trata de un contrato de compra, y en la fecha de vencimiento la TIEE28 observada es mayor a la tasa pactada, la parte vendedora gana la *diferencia* entre la

tasa pactada y la tasa observada multiplicada por el monto del contrato. La parte compradora pierde, porque pactó la compra del depósito virtual con un rendimiento menor al que finalmente se registró. De manera similar operan los contratos de venta a futuro de depósitos a TIE.

El monto del depósito amparado es de 100,000 pesos, pero cada una de las partes aporta sólo un margen inicial de 10 por ciento, con el que la cámara de compensación calcula que se cubrirán las posibles variaciones en el precio del contrato durante el periodo previo a su vencimiento.

Cuando se negocia un contrato a futuro de TIE, cada una de las partes que intervienen en la operación deposita un margen en la cámara de compensación (a través de su banco o socio liquidador), a fin de que contra ellos se liquiden las posibles variaciones diarias en el precio del contrato hasta su vencimiento. La cámara de compensación interviene como compradora y vendedora en todas las operaciones, para garantizar el cumplimiento de los contratos. Esto significa que por cada contrato la cámara de compensación recibe *dos veces el margen*.

La cámara de compensación es un fideicomiso de administración. Los fideicomitentes son los mayores grupos bancarios, que fungen como socios liquidadores en el mercado organizado. Tanto el MexDer como la cámara de compensación Asigna son entidades autorreguladas, que funcionan de acuerdo con las normas que se han impuesto, con la aprobación de la Secretaría de Hacienda y el Banco de México.

Cada día de la vigencia del contrato, la cámara de compensación calcula y liquida las ganancias o pérdidas que resulten de las variaciones en el precio de los contratos. Las variaciones diarias en el saldo neto que registre cada socio liquidador (grupo financiero) se cubren exclusivamente en efectivo, y pueden liquidarse mediante órdenes de pago al sistema SPEUA Banxico.

Cuando el banco sólo participa como vínculo entre la parte compradora y la vendedora, obtiene ingresos por comisiones, y obtiene ingresos por el rendimiento que generan los dos márgenes depositados en la cámara de compensación, ya que la transferen-

cia entre las partes de un contrato, al momento de la liquidación diaria, no es física, sino que se lleva a cabo en libros solamente.

Un ejercicio aritmético sencillo, con un contrato de compra a futuro de un depósito virtual por 28 días a tasa TIE, puede ilustrar la naturaleza de la ganancia bancaria con este instrumento.

En este tipo de contratos, el margen inicial se establece en 10 por ciento, con un rendimiento de 4 por ciento anual pagadero al cliente al término del contrato. El margen sirve para que la cámara de compensación efectúe las transferencias de fondos de un cliente a otro, como resultado de la variación diaria en el precio de los contratos, pero estas transferencias sólo se hacen en libros. Si el banco (como socio de la cámara de compensación) invierte el depósito de margen de su cliente en valores gubernamentales, o en instrumentos con rendimiento vinculado a la tasa TIE, como los Brems o los bonos IPAB, podrá obtener un ingreso durante el periodo de vigencia del contrato superior al 4 por ciento que pagará al cliente. Suponiendo que el banco adquiere bonos IPAB, su ingreso bruto bruto sería:

$$(TIE - 4.0) * 0.10 * \#contratos * 100,000 \text{ pesos}$$

Puesto que en el mercado organizado de derivados la cámara de compensación interviene en todas las operaciones, sea como compradora o como vendedora, para garantizar el cumplimiento de las obligaciones, toda operación implica un doble depósito de margen, y por ende un doble ingreso bruto para el banco que actúa como socio liquidador.

La comisión que la cámara de compensación carga por las operaciones con futuros de TIE es muy pequeña (11 centavos por contrato a bancos que operan por cuenta propia, y 24 centavos por contrato en operaciones por cuenta de terceros), y las comisiones que cargan los bancos a sus clientes se desconocen; por estas razones, haremos caso omiso de este rubro adicional de ingresos bancarios.

Veamos ahora cuáles son los costos financieros de la eventualidad que se cubre por medio de este instrumento.

Cuando la TIE contratada a futuro difiere de la tasa finalmente observada (a la fecha de vencimiento del contrato), el costo del contrato, para la parte que resulte perdedora, es:

$$100,000 \text{ pesos} * (\text{TIE pactada} - \text{TIE observada}) * \\ (28 \text{ días}/360 \text{ días})$$

Nótese que la parte perdedora sólo está obligada a pagar la *diferencia* entre el rendimiento que habría producido el contrato a la tasa observada, respecto al rendimiento virtual a la tasa pactada. Consecuentemente, para un cliente bancario la ganancia o pérdida en esta operación depende de la correcta estimación de la *variación* futura de la TIE, y no de su nivel absoluto. Definiendo la TIE futura como

$$\text{TIE}_{t+1} = \text{TIE}_t + \Delta\text{TIE}_{t+1}$$

el cliente sólo pagará por su error en la estimación de ΔTIE_{t+1}

Observando los datos mensuales de enero de 1999 a diciembre de 2004, vemos que la variación promedio de la TIE en ese periodo fue -0.38 , y su desviación estándar 1.57 .

Estimando el rango probable de variación de la TIE, en enero de 2005, como su valor medio más y menos una desviación estándar, la fluctuación mensual estaría entre -1.95 y $+1.19$; de modo que el rango probable de error sería 3.14 por ciento.

Debe advertirse, además, que cuando el banco actúa por cuenta de terceros recibe dos márgenes, y el costo de la eventualidad se resta a uno de los clientes y se agrega al otro. Consecuentemente, en la liquidación diaria, sólo uno de los dos márgenes involucrados puede reducirse, por lo que para estimar la utilidad bancaria el costo de la eventualidad debe repartirse entre los dos márgenes depositados:

$$(\text{TIE} - 4.0 - 1.6) * 0.10 * \#\text{contratos} * 100,000 \text{ pesos}$$

En el periodo de la muestra, el valor medio de la TIE fue 12.2 por ciento, de modo que la utilidad bancaria fue 6.6 por ciento sobre los depósitos de margen.

El margen de 10 por ciento, establecido en este tipo de contratos, junto con el acuerdo de pagar al cliente sólo 4 por ciento de rendimiento, asegura al banco un ingreso neto seguro y elevado. En caso de que el margen no se hubiera calculado adecuadamente, debido a una mayor volatilidad del subyacente, la autorregulación del mercado permite a la cámara de compensación elevar el monto del margen mínimo.

De esta manera, las operaciones con derivados permiten a los bancos de mayor tamaño (*i.e.* socios liquidadores de la cámara de compensación) proteger su tasa de rentabilidad, y evadir las medidas de política monetaria adversas que son aplicadas en otros segmentos del mercado bancario, sobre operaciones tradicionales.

Para los inversionistas y los deudores que acuden al mercado de derivados en busca de instrumentos de cobertura, el costo de oportunidad del monto que depositan como margen del contrato de futuros de TIE es menor que para el banco. Debido al oligopolio en el mercado de depósitos, estos agentes sólo pueden invertir en valores gubernamentales a través de operaciones de reporto con los bancos, o mediante la participación en fondos de inversión administrados por éstos. Para los clientes bancarios, el costo de oportunidad será apenas un poco superior a la tasa de depósitos, que en el quinquenio de referencia registró una media de 3.84 por ciento; el rendimiento preestablecido en los contratos a futuro de 4 por ciento sobre el margen, por consiguiente, es representativo de ese costo de oportunidad.

Dado que la magnitud del margen es un factor estratégico para las utilidades que obtienen los bancos con productos derivados, y que los mismos grupos financieros establecen la regulación prudencial del mercado, no resulta extraño que en su determinación se sobreestime el riesgo del subyacente. Díaz-Tinoco y Venegas (2004) han encontrado que el margen establecido en operaciones de derivados de tasas de interés es superior al que se requeriría para garantizar la liquidación, porque en su determinación se ignora la correlación que existe entre las diferentes tasas de interés.

LA NUEVA ACTIVIDAD BANCARIA Y EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

LA RENTABILIDAD de las nuevas actividades que realizan los bancos comerciales (*e.g.* reportos y derivados) ha desalentado la intermediación monetaria y ha contraído el crédito a la producción.

El oligopsonio bancario, y el privilegio concedido a los bancos comerciales de realizar operaciones de reporto con valores gubernamentales, ha determinado un subsidio a la banca, ya que el gobierno y las entidades públicas que emiten los valores que se negocian en acuerdos de reporto (Banco de México, IPAB, etcétera), *de facto* remuneran una parte de los recursos que captan los bancos, permitiéndoles obtener una renta monopólica libre de riesgos, igual a la diferencia entre el premio que pagan a los reportadores y el rendimiento nominal de los valores reportados.

Sin embargo, los recursos captados de esta manera no financian gastos productivos del gobierno ni del sector privado. Una parte importante de la deuda interna gubernamental que se coloca en el sistema financiero cumple propósitos de regulación de la tasa de interés. Y el multiplicador de valores gubernamentales que opera por el sistema de compensación por neteo, dificulta la instrumentación de la política monetaria (*e.g.* elevando el crédito en los sistemas de pago).

Por otra parte, los cambios tecnológicos han tendido a elevar el tamaño óptimo de los bancos, como vía para reducir los costos, elevar la variedad de productos financieros ofrecidos, y aumentar su poder de penetración de mercados. El aumento en el tamaño de los bancos ha ido acompañado de una mayor concentración, y la investigación empírica ha demostrado que su efecto en el crecimiento en economías emergentes ha sido negativo (Cetorelli y Gambera, 2001).

Los bancos han perdido la capacidad de canalizar los recursos a los usos más eficientes, porque han encontrado la manera de elevar la tasa de rendimiento de su capital a base de traspasar los riesgos a sus contrapartes (Kregel, 1998).

La complejidad de las operaciones en los mercados de productos derivados, y el poder político y económico de los conglome-

rados financieros, han determinado que éstos operen en mercados autorregulados, y que el gobierno pierda el control sobre sus operaciones. Más preocupante todavía es que las instituciones financieras se sometan a acuerdos supranacionales para la integración de mercados, que como en el caso del mercado extrabursátil de productos derivados, implica la cesión de soberanía al adoptar contratos marco elaborados con base en la legislación de otros países (Makler y Ness, 2002).

BIBLIOGRAFÍA

- AINSLIE, R. y P.D. Martínez, “Derivados OTC: una herramienta de administración de riesgos para los mercados financieros”, *Mercado de Valores*, septiembre de 2001.
- CETORELLI, N. y M. Gambera, “Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data”, *Journal of Finance*, vol. LVI, núm. 2, abril de 2001.
- CUKIERMAN, A. y Z. Hercowitz, *Oligopolistic Financial Intermediation, Inflation and the Interest Rate Spread*, Foeder Institute for Economic Research, Tel-Aviv University, Working Paper núm. 17-89, mayo de 1989.
- DERIET, M. y M. Seccareccia, “Bank Mark-Ups, Horizontalism and the Significance of Bank’s Liquidity Preference: An Empirical Assessment”, *Economies et Sociétés*, Monnaie et production, 10 (2-3), 1996, pp. 137-67.
- DÍAZ-TINOCO, J. y F. Venegas-Martínez, “Márgenes con spread intraclase para el mercado mexicano de derivados”, *Trimestre Económico*, vol. 71, núm. 283, julio-septiembre de 2004.
- FRY, M.J., *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, México, CEMLA-FELABAN, 1990.
- GALBIS, V., *Aspectos teóricos de las políticas de tasas de interés en países en desarrollo*, México, CEMLA Ensayos, 1981.
- GHIGLIAZZA, S., “El margen financiero”, *Boletín del CEMLA*, vol. 40, núm. 3, mayo-junio de 1994.
- GREENWALD, B.C. y J. Stiglitz, “Towards a Reformulation of Monetary Theory: Competitive Banking”, *Economic and Social Review*, vol. 23, núm. 1, octubre de 1991.
- KREGEL, J., “Derivatives and Global Capital Flows: Applications to Asia”, ponencia presentada al Seminario Internacional sobre Reforma Financiera Crecimiento Económico y Globalización: México en Pers-

- pectiva Internacional, organizado por la Universidad Autónoma Metropolitana en la ciudad de México del 6 al 8 de abril de 1998.
- LEVY, N. y G. Mántey, "Mark-Up Determinants and Effectiveness of Open Market Operations in an Oligopsonistic Banking Sector: The Mexican Case", ponencia presentada al Eighth Post-Keynesian Workshop, celebrado en Kansas City en mayo de 2004.
- MAKLER, H.M. y W.L. Ness Jr., "How Financial Intermediation Challenges National Sovereignty in Emerging Markets", *Quarterly Review of Economics and Finance*, núm. 42, 2002.
- MÁNTEY, G., "Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la inversión productiva", *Problemas del Desarrollo*, vol. 27, núm. 107, octubre-diciembre de 1996.
- MCKINNON, R.I., *Dinero y capital en el desarrollo económico*, México, CEMLA, 1974.
- PALLEY, T.I., "The e-Money Revolution: Challenges and Implications for Monetary Policy", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 24, núm. 2, invierno de 2002.
- ROCHON, L.P., *Credit, Money and Production: An Alternative Post-Keynesian Approach*, Cheltenham, Edward Elgar, 1999.
- RUIZ, G., "Adiós a las alcancías: derivados", *Expansión*, vol. 35, núm. 893, 23 de junio al 7 de julio de 2004.
- SARR, A., *Financial Liberalization, Bank Market Structure, and Financial Deepening: an Interest Margin Analysis*, IMF Working Paper WP/00/38, marzo de 2000.
- STIGLITZ, J.E. y A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 71 (3), junio de 1981, pp. 393-410.
- VENEGAS-MARTÍNEZ, F. y B. González-Aréchiga, "Cobertura de tasas de interés con futuros del mercado mexicano de derivados: modelo estocástico de duración y convexidad", *Trimestre Económico*, vol. 69, núm. 274, abril-junio de 2002.
- WOLFSON, M.H., "A Post-Keynesian Theory of Credit Rationing", *Journal of Post-Keynesian Economics*, 18 (3), primavera de 1996, pp. 443-470.
- WONG, K.P., "On the Determinants of Bank Interest Margins under Credit and Interest Rate Risks", *Journal of Banking and Finance*, vol. 21, núm. 2, febrero de 1997.

