

**AHORRO Y SISTEMA  
FINANCIERO EN MÉXICO**  
Diagnóstico de la problemática actual

Handwritten text at the top of the page, possibly a title or header, which is mostly illegible due to fading and bleed-through.

Main body of handwritten text, consisting of several lines of cursive script. The text is significantly faded and difficult to decipher.

Handwritten text at the bottom of the page, possibly a signature or footer, which is also mostly illegible.

**Celso Garrido**  
**Tomás Peñaloza Webb**

**AHORRO Y SISTEMA  
FINANCIERO EN MÉXICO**

**Diagnóstico de la problemática actual**

**grijalbo**



**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA**

**Rector General**

Dr. Julio Rubio Oca

**Secretario General**

M. en C. Magdalena Fresán Orozco

**UNIDAD AZCAPOTZALCO**

**Rector**

Lic. Edmundo Jacobo Molina

**Secretario de la Unidad**

Mtro. Adrián de Garay Sánchez

**Directora de la División de Ciencias Sociales y Humanidades**

Mtra. Mónica de la Garza Malo

**Jefe del Departamento de Economía**

Dr. Ernesto Turner

**AHORRO Y SISTEMA FINANCIERO EN MÉXICO**

*Diagnóstico de la problemática actual*

© 1996, Celso Garrido

© 1996, Tomás Peñaloza Webb

D.R. © 1996 por EDITORIAL GRIJALBO, S.A. de C.V.

Calz. San Bartolo Naucalpan núm. 282

Argentina Poniente 11230

Miguel Hidalgo, México, D.F.

© Universidad Autónoma Metropolitana

Unidad Azcapotzalco

San Pablo 180

Col. Reynosa-Tamaulipas

02200 México D.F.

*Este libro no puede ser reproducido,  
total o parcialmente,  
sin autorización escrita del editor.*

ISBN 970-05-0627-4

IMPRESO EN MÉXICO

# Índice

<i>Prólogo. Sylvia Ortega Salazar</i> .....	11
<i>Introducción</i> .....	13

## PRIMERA PARTE ELEMENTOS DE ANÁLISIS

1. Ahorro y sistema financiero .....	19
El nivel del ahorro .....	20
Enfoques teóricos sobre ahorro y sistema financiero .....	23
El enfoque Neoclásico .....	24
El enfoque Keynes .....	31
Apéndice. Distintas definiciones del ahorro en economías abiertas .....	42
2. Sistema monetario-crediticio y bancos comerciales.	
Eficiencia y rentabilidad .....	45
Sistema monetario-crediticio institucional y bancos comerciales .....	46
Intermediación financiera y beneficios bancarios .....	52
Determinantes de la rentabilidad bancaria .....	52
Un modelo completo de comportamiento bancario .....	57
Eficiencia funcional del sistema y el racionamiento del crédito bancario .....	59
Profundidad en el desarrollo financiero .....	60
Estructuras de mercado .....	62
Racionamiento voluntario del crédito bancario .....	62

3. Sistema monetario-crediticio y regulación estatal. El cambiante panorama de fin de siglo .....	65
Los sistemas monetario-crediticios de los países industrializados .....	66
Características de los sistemas monetario-crediticios nacionales e internacionales de posguerra .....	67
Factores que impulsaron el cambio en los sistemas monetario-crediticios .....	68
Cuatro características básicas de los nuevos sistemas monetario-crediticios .....	71
Los sistemas monetario-crediticios en los países en desarrollo .....	73
De la "represión" a la liberalización financiera .....	73
Tensiones en la transición .....	75

## SEGUNDA PARTE

### PROBLEMAS Y PERSPECTIVAS DEL AHORRO EN LA ECONOMÍA MEXICANA

4. El ahorro en México. Evolución y problemas actuales .....	85
Patrones de relación entre inversión, ahorro externo e interno en las etapas del desarrollo económico nacional .	86
Comportamiento cíclico en las relaciones entre inversión, ahorro externo e interno .....	92
Problemas actuales del ahorro interno y externo .....	93
El ahorro interno .....	94
El ahorro externo .....	98
Cuadro conjunto del ahorro en México .....	100
Anexo .....	102
5. El ahorro en la economía internacional .....	103
El ahorro mundial .....	104
El ahorro en los países desarrollados .....	105
El ahorro en los países en desarrollo .....	107
El ahorro en los países en transición hacia economías de mercado .....	109
6. Perspectivas de la economía mexicana en relación con el ahorro .....	111

**TERCERA PARTE**  
**SISTEMA FINANCIERO, AHORRO FINANCIERO, INVERSIÓN**  
**EXTRANJERA DE CARTERA Y BANCA MEXICANA**

7. Cambios recientes en la economía y el sistema financiero	
mexicano .....	117
El nuevo modelo de desarrollo económico en México .....	118
Desafíos y necesidades financieros en 1988 para	
consolidar el nuevo modelo económico .....	119
La situación del sistema financiero antes de 1989 .....	121
Estabilización macroeconómica y reforma al sistema	
financiero desde 1989 .....	124
Estabilización macroeconómica .....	124
Reforma del sistema financiero .....	125
Dos rasgos relevantes del nuevo sistema financiero.	
Segmentación de mercados y concentración de agentes .	131
Conclusión .....	133
Apéndice 1. Reglas de capitalización para la banca	
mexicana .....	136
Apéndice 2. Información básica sobre bancos privatizados	
y nuevos grupos financieros .....	142
Apéndice 3. El sistema financiero en el Tratado de Libre	
Comercio .....	145
Apéndice 4. Nuevos intermediarios autorizados por la	
Secretaría de Hacienda y Crédito Público en 1993-1994 .	149
8. Tamaño y desempeño del nuevo sistema financiero	
mexicano .....	157
El tamaño relativo del sistema financiero mexicano .....	157
Desempeño del nuevo sistema financiero .....	158
Cambios en los circuitos financieros .....	158
Captación y ahorro financiero .....	161
El crédito a la economía .....	166
Cuadro conjunto de captación, ahorro financiero y crédito	
interno .....	169
9. México y las finanzas internacionales .....	173
Cambios en las tendencias de los flujos de capital hacia	
los países en desarrollo .....	174
La nueva presencia de México en los mercados financieros	
internacionales voluntarios .....	181

Los mercados de bonos internacionales .....	181
La emisión internacional de acciones .....	186
La nueva presencia de la inversión extranjera en la economía y los mercados financieros mexicanos .....	187
La inversión extranjera directa .....	188
El crédito externo .....	188
Inversión extranjera de cartera .....	190
Inversión extranjera en el mercado accionario .....	190
Inversión extranjera en el mercado de dinero .....	193
Tensiones micro y macroeconómicas por las nuevas relaciones de México con las finanzas internacionales ...	195
10. Tamaño, estructura y desempeño de la banca comercial en México .....	201
Tamaño y estructura comparada del sistema de bancos comerciales mexicanos .....	202
Desempeño del sistema de bancos comerciales en relación con los servicios financieros básicos que ofrece .....	204
Desempeño de los bancos comerciales como entidades económicas .....	210
<i>Consideraciones finales</i> .....	219
<i>Bibliografía general</i> .....	227



## Prólogo

El consorcio PROFMEX en su ya larga y fructífera existencia ha podido convocar a académicos, expertos, líderes de opinión y funcionarios mexicanos y estadounidenses a debatir temas de interés común y de relevancia para la construcción de una relación binacional crecientemente productiva para ambas naciones. Desde nuestras capacidades como investigadores, quienes participamos en el proyecto México-Estados Unidos financiado por la Fundación Hewlett nos hemos ocupado de desarrollar la base de investigación especializada que informa sobre la evolución de algunos aspectos centrales de la economía, la sociedad y la política mexicanas y da sustento a estos diálogos más amplios con nuestros colegas de la región norteamericana.

Uno de los grupos de trabajo más activos y productivos de PROFMEX y del proyecto es el que, coordinado por Celso Garrido, viene explorando el sistema financiero mexicano y sus similares en Estados Unidos y Canadá. Gracias a una labor sistemática del coordinador, el grupo ha producido textos, generado debates y dado forma a una agenda de trabajo común alrededor de la que se congregan expertos del más alto nivel afiliados a instituciones de educación superior y centros de investigación de la región norteamericana.

El texto de Celso Garrido y Tomás Peñaloza se inscribe en este esfuerzo que promovido por PROFMEX, radicado institucionalmente en la Unidad Azcapotzalco de la Universidad Autónoma Metropolitana y financiado por la Fundación Hewlett, ha logrado aportar materiales de alta calidad que se abonan a la comprensión de una de las dimensiones económicas más importantes del mundo contemporáneo, aquella que

se refiere a los patrones de comportamiento y a la evolución del sistema financiero.

Este libro, como otros de los volúmenes incluidos en la serie "Estudios Temáticos" de PROFMEX, pretende brindar a los analistas de la economía mexicana una visión profunda e informada del sector financiero en México. La singularidad del trabajo tiene que ver con su intención didáctica y por tanto con el énfasis que ha puesto en la construcción de un encuadre teórico que hace inteligible el caso particular.

Es para el proyecto México-Estados Unidos un orgullo presentar el trabajo de Garrido y Peñaloza que viene a contribuir muy sustantivamente a la maduración de una línea de reflexión que es parte fundamental de nuestra agenda intelectual y que, sin duda, nos pone en condiciones de discutir más productivamente con nuestros colegas de otros países.

Sylvia Ortega Salazar  
Universidad Autónoma Metropolitana  
Unidad Azcapotzalco

## Introducción

En los últimos diez años, la economía mexicana en general y su sistema financiero en particular han sido objeto de profundas transformaciones, realizadas con el propósito de incrementar su eficiencia y de lograr una nueva posición del país en la economía internacional. Implícito en este esquema está el supuesto de que este proceso permitirá que la economía nacional crezca a tasas más elevadas y que la población logre un mayor bienestar. Sin embargo, en lo que se refiere al financiamiento de la economía, se han presentado por lo menos tres grandes problemas en estas reformas.

El primero es el de las limitaciones en la oferta de ahorro, tanto del ahorro interno, y en particular el ahorro privado, que en los últimos años ha disminuido sostenidamente, como del ahorro disponible en la economía internacional, donde se registra una fuerte competencia por dichos fondos debido a las exigencias de inversión que generan los procesos de ajuste estructural que de una u otra manera se cumplen en todos los países.

Estas adversas circunstancias en la oferta de ahorro con que cuenta la economía mexicana acrecientan la necesidad de que los intermediarios financieros nacionales contribuyan a aumentar la captación de fondos para financiar el consumo y la inversión. En general, los intermediarios financieros tienen posibilidades limitadas de aumentar el ahorro de una economía, pero en cambio tienen capacidad para incrementar la captación del ahorro financiero y realizar una asignación eficiente de dichos fondos que potencie el crecimiento de la economía. Sin embargo, en el caso de México, luego de la reforma financiera que condujo a, entre otros casos, la privatización de la

banca, los nuevos intermediarios mostraron limitaciones para realizar adecuadamente estas tareas, y en esta medida no han actuado como promotores de la marcha de la economía nacional durante estos años.

A lo mencionado se suma un tercer problema surgido de la nueva relación que México estableció con los mercados financieros internacionales desde principios de los noventa, el que resulta del impacto adverso sobre los mercados financieros locales que provocó la oferta de capitales internacionales de corto plazo tanto por el gran volumen de los mismos disponibles en aquellos mercados internacionales como por las bajas tasas de interés que se pagaba en ellos.

El estudio, cuyos resultados se presentan a la consideración de los lectores en este libro, tuvo por objetivo analizar estos tres problemas, con el propósito de obtener un diagnóstico ordenado de los mismos que contribuya al diseño de soluciones para potenciar la contribución de las actividades financieras al crecimiento económico y el bienestar de la población, lo que sin embargo escapa al alcance de este trabajo.<sup>1</sup>

Analíticamente, no es obvia la vinculación entre el ahorro agregado y los sistemas e intermediarios financieros, particularmente los bancos, así como el significado de los ambientes regulatorios establecidos por el Estado y el impacto que provoca la evolución reciente de las finanzas internacionales. Por el contrario, en la literatura sobre estos temas se encuentran planteamientos francamente contrapuestos. Por ello, en la primera parte de este trabajo se presentan elementos conceptuales elaborados por dos diferentes concepciones sobre dichos temas a las que caracterizamos como el enfoque Neoclásico y el de Keynes.

El propósito de esa presentación no es establecer un marco teórico del estudio, sino que se busca proporcionar al lector interesado en estos aspectos un panorama básico sobre los términos del debate referido a las vinculaciones entre ahorro, inversión y tasa de interés, así como sobre las distintas conclusiones a las que conduce cada uno de ellos en relación con los tres problemas que nos ocupan.

Es conveniente señalar que nuestro estudio de los problemas específicos en México y en la economía internacional está orientado predominantemente por las concepciones correspondientes al enfo-

<sup>1</sup> Los aspectos centrales de este estudio se cumplieron entre 1992 y 1994, pero los acontecimientos desatados con la crisis cambiaria de diciembre del último año requirieron actualizar los datos y desarrollar el análisis teniendo en cuenta los elementos que se hicieron evidentes a partir de dicha crisis. Sin embargo, esta crisis y los hechos posteriores escapan al campo de este estudio.

que Keynes, en la medida en que dicho enfoque destaca las complejidades en las relaciones entre finanzas y producción surgidas a consecuencia de los sesgos en esta relación que provoca la especulación financiera, en un comportamiento que se caracteriza como de "economía casino" que genera graves desequilibrios en la marcha de la economía productiva de un país. Asimismo, interesa en este enfoque la relevancia que se otorga al papel de los bancos dentro del financiamiento de la economía, lo que resulta pertinente para la problemática financiera del país. Todo lo anterior no obsta para que en puntos específicos se recuperen aportaciones analíticas del enfoque Neoclásico que son pertinentes para los problemas analizados.

Dentro de este contexto analítico y para los efectos del estudio de los problemas concretos sobre el ahorro y el sistema financiero en México, se partió de asumir la proposición ampliamente aceptada en la literatura según la cual el sistema financiero tiene poca capacidad de determinar el nivel del ahorro agregado. Esto justifica que ambos temas se consideren por separado en las dos siguientes partes del libro.

Es así que en la segunda parte del libro, dedicada a los problemas del ahorro en la economía mexicana, se analizan primero las tendencias y problemas del ahorro en México, considerando los patrones históricos del ahorro externo e interno, las relaciones cíclicas entre inversión, ahorro externo e interno así como la evolución del ahorro interno en sus componentes público y privado. Dada la importancia que tiene el ahorro externo en el funcionamiento de la economía mexicana, en un segundo momento de esta sección se analiza la evolución reciente del ahorro en la economía internacional, su distribución en las distintas regiones del planeta y la participación de México en todo ello. Se concluye dicha parte considerando las perspectivas del ahorro en la economía nacional e internacional, así como los problemas que ello representa para la evolución futura de México.

La tercera parte del libro está dedicada al análisis del sistema financiero mexicano, su desempeño general y la participación relativa de dos principales actores en el mismo, como son la inversión extranjera y la banca mexicana. Se comienza considerando los cambios recientes en el sistema financiero nacional, en particular las reformas que lo están convirtiendo en un sistema desregulado, liberalizado y abierto. Luego se examina el tamaño y desempeño general de este nuevo sistema financiero mexicano visto en perspectiva internacional. A continuación se estudian las características que tiene la nueva

presencia de la inversión extranjera en México desde 1990 y finalmente se concluye con un análisis de la nueva banca comercial privada nacional, también realizado en perspectiva internacional, para evidenciar los alcances y limitaciones que tiene este actor principal del sistema financiero mexicano en lo que se refiere a su tamaño, eficiencia y productividad.

El estudio termina con un capítulo dedicado a destacar las principales consideraciones generales que resultan del mismo, en las que procuramos evidenciar los problemas y tendencias cualitativas en el ahorro, el sistema financiero y los bancos en México, así como sugerir una agenda de problemas abiertos a la investigación, cuyo tratamiento escapa a los alcances necesariamente limitados de nuestro estudio. Éste habría logrado sus fines últimos si contribuye a provocar un cuestionamiento sobre el papel del sector financiero en un país en desarrollo, con los problemas y las merecidas aspiraciones de México, al tiempo que estimula a otros estudiosos para que aborden en profundidad los muchos problemas que este trabajo dejó fuera de su consideración. Si logramos esto, si provocamos, entonces se logró el limitado objetivo del trabajo.

*Primera parte*  
Elementos de análisis





## 1. Ahorro y sistema financiero

En una primera reflexión sobre ahorro y sistema financiero podría asumirse que hay ciertos vínculos entre estas categorías que son evidentes, por lo que su comprensión no requeriría mayor esfuerzo de análisis. Por ejemplo, se podría aceptar sin mayor discusión que el nivel de la tasa de interés afecta positivamente el nivel del ahorro, o que el ahorro se forma previamente a la inversión productiva y es determinante para que esta última pueda realizarse, o por último que un sistema financiero que opera eficientemente sólo cumple la función de vincular sectores deficitarios y superavitarios, pero que es neutro respecto a la relación entre ahorro e inversión que se realiza por ese medio.

Sin embargo, en la literatura económica se problematizan estas relaciones ya que hay distintas teorías al respecto, lo que ha dado lugar a debates no concluidos hasta el momento. Estos debates responden por un lado a las dificultades para conceptualizar la naturaleza y el significado del ahorro dentro del conjunto de la actividad económica que se teoriza. Por otra parte, aquellas reflexiones teóricas diferentes se ven estimuladas por el hecho de que la economía y las finanzas contemporáneas están transformándose aceleradamente, por lo cual las relaciones financieras sufren cambios extraordinarios respecto a como se cumplían tradicionalmente en las economías de mercado durante los últimos cuarenta años, abriendo nuevos y complejos problemas a la reflexión científica.

Esta primera parte del libro está dedicada a explorar a lo largo de tres capítulos algunos elementos conceptuales en distintos niveles de ese debate, los que serán de utilidad para el análisis de los problemas específicos sobre el ahorro, el sistema financiero y los bancos.

En este capítulo consideramos esquemáticamente algunas de las principales posiciones en debate respecto a las relaciones entre las categorías económicas mencionadas, con el fin de enmarcar los argumentos de esta problemática en México, que se desarrollan en la segunda y tercera partes.

Para ello, en el primer punto presentamos las teorías más relevantes sobre los factores que explican el nivel de ahorro agregado en una sociedad dada.

En el segundo punto del capítulo se explora a distintos niveles de análisis la relación entre ahorro y sistema financiero, tomando para ello las principales proposiciones de dos grandes teorías económicas generales a las que esquematizamos como el enfoque Neoclásico y el enfoque Keynes. En cada uno de estos enfoques se analizan sus concepciones sobre la vinculación entre ahorro, inversión, tasa de interés, dinero y actividad económica, así como la formación y asignación del ahorro financiero en su relación con el sistema y los agentes financieros.

El capítulo finaliza con un apéndice en el que se presentan distintas definiciones de ahorro que es necesario establecer para una mejor comprensión de los argumentos desarrollados a lo largo del estudio.

### *El nivel del ahorro*

Conforme a lo mencionado más arriba, existe una creencia generalizada entre las personas no especializadas en cuestiones financieras respecto a que habría una relación directa entre variaciones en el nivel de la tasa de interés con los cambios en el nivel del ahorro, lo que afectaría las decisiones de los individuos sobre su consumo presente y, por tanto, sobre la parte de sus ingresos que ahorran en cada periodo. De ser cierta esta relación cabría esperar que aumentos en la tasa de interés podrían producir un efecto en la misma dirección en los niveles del ahorro. Sin embargo, tanto razones analíticas como estudios empíricos muestran que no es posible sostener la existencia de una relación definida de este tipo entre el nivel de la tasa de interés y el del ahorro.

Analíticamente se comprueba que aumentar la tasa de interés no necesariamente llevará a un incremento del nivel del ahorro agregado, ya que con aquel aumento en la tasa de interés, montos iguales de

ahorro producirán mayores ingresos futuros por concepto de interés que lo que hubieran generado con una tasa de interés menor. Si los individuos consideran que el nuevo ingreso por concepto de intereses es suficiente y que se mantendrá en el tiempo, podrían decidir no aumentar su nivel de ahorro e incrementar el consumo con cargo a sus mayores ingresos financieros. O aún podrían decidir reducir su ahorro ajustándolo para que un monto menor del mismo les genere iguales ingresos por intereses de los que obtenían antes del incremento de las tasas.

Esta conclusión analítica coincide con los resultados obtenidos en diversos estudios empíricos sobre esta relación entre el nivel de la tasa de interés y el nivel del ahorro en distintos países. Conforme a los mismos se concluye que el ahorro agregado es poco elástico en relación con la tasa de interés.

Descartado el nivel de tasa de interés monetaria como determinante directo del nivel de ahorro agregado, en la literatura se presentan tres hipótesis principales sobre la determinación de dicho nivel, aunque esto sigue siendo materia de un debate no concluido entre los teóricos de la economía. Esquemáticamente, esas tres grandes hipótesis son las siguientes:

*La hipótesis del ingreso absoluto* dice que el ahorro depende de la renta corriente absoluta. Esto significa que estando dada la propensión a consumir, variaciones de la renta corriente al alza o a la baja tendrán como respuesta variaciones del ahorro en la misma dirección. Una contribución importante de esta hipótesis es haber establecido la relación positiva entre las variaciones del ingreso y las del ahorro. Sin embargo, mediciones empíricas pusieron en duda que esta asociación entre renta y ahorro sea válida para la renta corriente.

En su lugar presentaron otra hipótesis explicativa del nivel de ahorro, a la que denominamos *hipótesis del ciclo de vida*, según la cual las personas planifican su consumo y ahorro corriente en función de asegurar su consumo en la vejez, dado que en ese periodo de la vida esperan que sus ingresos se reduzcan con la declinación de su capacidad laboral. Por tanto, durante su juventud desarrollan menores niveles de consumo y mayores niveles de ahorro para poder mantener su consumo en el periodo en que se retiran de la vida económicamente activa.

Como corolario de esta hipótesis se desprende que en cada etapa habrá ahorro de los jóvenes y desahorro de los ancianos. Si el ingreso

real agregado de una sociedad crece con el aumento de la población y los jóvenes tienen un peso determinante en la pirámide de edades de la población económicamente activa, cabría esperar un ahorro agregado creciente porque el ahorro de los jóvenes sobrepasará el desahorro de los ancianos o ya retirados. Y viceversa.

Esta hipótesis contribuye a llamar la atención sobre un factor relevante para determinar el nivel de ahorro en una sociedad dada, como es el impacto sobre dicho nivel que provoca la pirámide de edades de la población.

Sin embargo, la hipótesis del ciclo de vida ha sido criticada en el sentido de que el nivel de ahorro de las personas a lo largo de su vida no sólo responde al deseo de asegurar el consumo en la vejez, sino que también puede ser resultado de su voluntad de acumular riqueza para transmitirla a los herederos. En consecuencia, podría no cumplirse la relación ahorro-desahorro que se establece en esta hipótesis, dejando nuevamente indeterminado el nivel de ahorro. Pero los que formulan esta crítica a la hipótesis del ciclo de vida rescatan de ella la idea de que el ahorro es independiente de las fluctuaciones del ingreso corriente, lo que implica que el nivel del consumo presente tampoco dependerá de las variaciones de dicho ingreso como se postulaba en la hipótesis del ingreso absoluto.

Esa idea condujo a proponer *la hipótesis del ingreso permanente* para explicar cómo se determina el nivel de ahorro. Según esta tercera hipótesis, las personas adecuan su comportamiento de consumo y por lo tanto de ahorro, no sólo en razón del ingreso corriente, sino por el ingreso permanente o de más largo plazo que estiman tendrán en el futuro. Ello hace que en esta hipótesis se asigne un papel relevante a las expectativas de los individuos sobre el futuro en tanto factor explicativo de sus niveles de consumo y ahorro presente, ya que éstos dependerán no sólo de la riqueza y la renta actual sino también de sus estimaciones sobre cuál será dicha riqueza y renta en el mediano y largo plazo. Esta hipótesis ha contribuido a destacar el relevante problema de las expectativas en la problemática del nivel de ahorro, aunque ello no ha llevado a conclusiones definitivas sobre el tema, ya que al mismo tiempo se han abierto debates sobre la naturaleza de dichas expectativas.

Básicamente se presentan tres grandes teorías al respecto. La primera es la de las *expectativas estáticas*, conforme a la cual los individuos creen que los precios y los salarios actuales se mantendrán en el

futuro. La segunda teoría es la de las *expectativas adaptativas* y según la misma los individuos forman sus expectativas sobre el futuro extrapolando de sus experiencias en acontecimientos del pasado reciente. Por último, está la teoría de las *expectativas racionales* en la que se sostiene que las personas generan sus expectativas sobre el futuro utilizando toda la información de que pueden disponer.

La elección de una u otra de estas teorías sobre las expectativas llevará a que dentro de esta hipótesis se obtengan distintas conclusiones sobre el nivel que podría alcanzar dicho ahorro, por lo que no es posible lograr con ella una respuesta única a este problema.

Junto a las tres grandes hipótesis sobre los determinantes del nivel de ahorro que hemos esquematizado hay otra línea de análisis basada en evidencias casuísticas para explicar la diversidad de niveles de ahorro que se observa en distintas naciones. Así se mencionan como factores explicativos de dichas diferencias a los hábitos de frugalidad o dispendio determinados por razones culturales o religiosas, etc. Sin embargo, por su misma naturaleza casuística, esta línea de análisis tiene alcances explicativos limitados.

### *Enfoques teóricos sobre ahorro y sistema financiero*

Aquí se abordan en un nivel más amplio y profundo, algunos de los problemas que plantean definir la naturaleza, determinantes y papel del ahorro en las economías de mercado, las vinculaciones de esta categoría con la inversión, la tasa de interés y el dinero, así como el significado del sistema financiero y sus agentes tanto en la formación y asignación del ahorro como en la determinación de la tasa de interés. En la disciplina económica estos problemas se responden en el marco de teorías económicas generales construidas para explicar las leyes que determinan el nivel y composición del producto, el ingreso y el empleo, así como la asignación del producto y la asignación y retribución de los factores productivos.

Al igual que en los problemas tratados anteriormente, no existe una teoría general cuya respuesta a los problemas abordados en este punto sea aceptada de manera universal por los especialistas. Por el contrario, coexisten en la literatura económica varias teorías generales que proponen diversas respuestas a dichos problemas, aunque a veces se contrapongan unas con otras.

Dentro de ello nos interesan en particular las concepciones que han desarrollado dos grandes corrientes de pensamiento, a las que esquematizamos como el enfoque Neoclásico y el enfoque Keynes, cuyas controversias ocupan una parte central del debate económico contemporáneo.

El propósito de esta presentación no es agotar la consideración del complejo conjunto de temas que se abordan en ese debate, sino proporcionar al lector un cuadro ordenado de las concepciones sostenidas por cada uno de ellos en relación con algunos temas que son centrales para nuestro estudio. Básicamente se trata de conocer en cada caso cómo aborda cada uno de estos enfoques la problemática del ahorro, la inversión, la tasa de interés, el dinero, así como la del sistema y los agentes financieros en su relación con la actividad económica.

### *El enfoque Neoclásico*

Comenzamos la consideración de este enfoque destacando que sus análisis se basan en la concepción general de mercados operando en competencia perfecta, para lo cual se establecen cinco supuestos principales:

- a) Todos los participantes tienen igual acceso al mercado y ninguno tiene control sobre algún precio.
- b) La información relevante para las decisiones de oferta y demanda fluye libremente entre los participantes del mercado.
- c) No hay restricciones para un libre intercambio de valores.
- d) Cuando los mercados están en equilibrio no hay ofertas ni demandas insatisfechas.
- e) No hay impuestos que distorsionen los supuestos anteriores.

Si se cumplen esos supuestos, los mercados aseguran la igualación entre la oferta y la demanda mediante la definición de un precio único para todos los participantes en todos y cada uno de los mercados.

Dentro de ese encuadre, en el enfoque Neoclásico se concibe al ahorro como la parte del ingreso que un individuo decide abstenerse de consumir en el presente para consumirlo en el futuro. Esta conducta se explica en términos económicos porque a cambio de esa abstinencia en el consumo presente el individuo podrá realizar mayor

consumo en el futuro, lo que se mide por la tasa de interés que premia su ahorro. De este modo, desde el punto de vista del ahorro, la tasa de interés resulta el premio que demanda el ahorrador para postergar su consumo. En consecuencia, entre el volumen de ingreso ahorrado y la tasa de interés que se paga por ello habrá una relación directa, ya que el primero aumenta en razón del aumento en la segunda, lo que dará lugar a una curva de ahorro con pendiente positiva.

Por su parte, la demanda de inversión se explica por el hecho de que las empresas tienen necesidad de capital para concretar sus proyectos de inversión, lo que puede ser resuelto tomando dicho capital de los ahorradores, porque este capital utilizado tendrá una cierta productividad que permite a las empresas pagar una tasa de interés por el mismo hasta el punto en que dicha tasa sea igual a la productividad marginal del capital. El monto de capital que demanden las empresas y la tasa de interés que estén dispuestas a pagar por ello guardarán una relación inversa, ya que a mayor tasa de interés se demandará menor cantidad de fondos y viceversa. Esto significa que la relación entre demanda de fondos y tasa de interés dará lugar a una función de inversión con pendiente negativa .

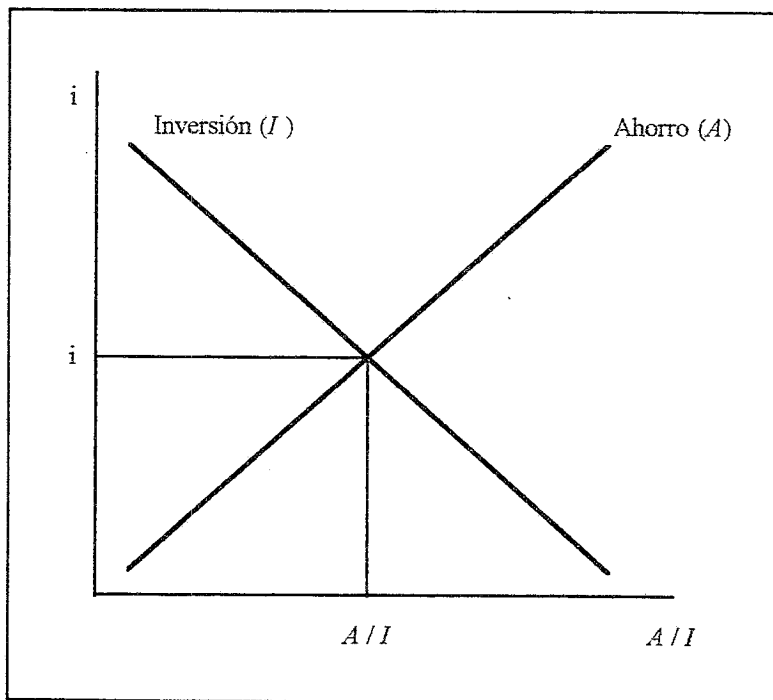
El deseo de los ahorradores de postergar su consumo y las necesidades de recursos para inversión por parte de las empresas deben compatibilizarse, con el fin de asegurar que no queda ingreso sin utilizar a consecuencia de aquel ahorro que la producción realizada con esta inversión no esté por debajo del pleno empleo de los factores debido a una demanda de capital insatisfecha.

El mercado de capital es el ámbito económico en el que se logra esta compatibilización entre oferta de ahorro y demanda de inversión, mediante la competencia entre la tasa de interés solicitada por los oferentes y la que están dispuestos a pagar quienes realizan la demanda. El equilibrio en el mercado de capital se logra cuando se determina una tasa de interés única y común con la que se asegura que todas las ofertas de ahorro y las demandas de inversión han sido satisfechas. Con esto se resuelve al mismo tiempo el pleno empleo de los recursos productivos y la realización total del producto y el ingreso.

La teoría del mercado de capitales puede presentarse usando la gráfica 1.

En el contexto de un análisis de equilibrio parcial, el punto de equilibrio en este mercado se logra por la igualación de la tasa de interés que perciben los ahorradores y la que pagan quienes

GRÁFICA 1  
Mercado de capital



demandan capital. Esto asegura que los primeros obtendrán la máxima utilidad por abstenerse de consumir los recursos que requieren las empresas, mientras que los últimos lograrán su máxima utilidad porque aquella tasa de interés se corresponde con la maximización de la productividad del capital para sus proyectos de inversión.

Dado ese punto de equilibrio, un nivel de demanda de inversión deseado por las empresas que esté a la derecha del nivel de ahorro de equilibrio óptimo sólo se podría concretar si se produce un ajuste en el nivel de ahorro. El equilibrio se vuelve a restablecer en el siguiente periodo cuando la inversión realizada se adecua a las condiciones del ahorro. El caso contrario se plantea cuando, estando dado un nivel de equilibrio en el mercado de capitales, los ahorradores deciden incrementar o disminuir su ahorro. Esto provocará una inversión o desin-



versión no deseada mediante el ajuste de inventarios, y el equilibrio se restablece en el próximo periodo cuando se ajusta la inversión para adecuarla al nuevo nivel de ahorro en la economía.

En síntesis, puede señalarse que en este enfoque el equilibrio entre ahorro e inversión en el mercado de capitales se resuelve por la determinación de la tasa de interés real, que en ese punto expresa la coincidencia entre las decisiones de consumo intertemporal de los individuos y la productividad marginal del capital, con independencia de las variables monetarias. Sin embargo, la construcción analítica del ahorro y la inversión realizada en este enfoque lleva a una causalidad relevante en la relación entre ambas variables, ya que se concibe que el ahorro determina la inversión, convirtiendo a dicho ahorro en una categoría principal para el desarrollo de la actividad económica.

La operación de este mercado de capital no tiene carácter monetario, ya que se cumple a partir de la llamada teoría cuantitativa del dinero, según la cual el dinero tiene carácter neutral para la actividad económica, lo que implica que existe una dicotomía entre el campo monetario y no-monetario de dicha actividad. Esto hace que los precios relativos formados en los mercados, incluyendo la tasa de interés definida en el mercado de capital, no tengan carácter monetario, sino que son variables reales cuya expresión monetaria sólo será de carácter nominal.

La demanda de dinero responde a la necesidad de utilizarlo para las transacciones y por precaución. Los agentes económicos demandan saldos monetarios, pero no lo hacen por razones especulativas sino precautorias y para atender las transacciones. Esto se refleja en el hecho de que no evalúan estos saldos en términos nominales sino en términos reales, es decir, por lo que estos saldos representan en razón de los bienes que se pueden comprar con ellos. Todo esto hace que en esta teoría la velocidad de circulación del dinero sea estable y en consecuencia la función de demanda de dinero también lo será.

El mercado de dinero es el ámbito económico en el que se relacionan la demanda y la oferta del mismo. Conforme a lo dicho, la demanda está determinada por el deseo de mantener un cierto nivel de saldos monetarios en términos reales mientras que la oferta representa la cantidad nominal de dinero puesto en circulación por la autoridad monetaria. La interacción entre oferta y demanda de dinero lleva a establecer el nivel de precios en la economía. A pesar de que en esta teoría se concibe que el dinero es neutral respecto a las variables del llamado campo real, la concepción del mercado de dinero que propo-

nen le da a dicho dinero un lugar sustantivo en la actividad económica, porque será la cantidad ofertada de este dinero lo que define el nivel de precios, dada la demanda de dinero con las características mencionadas. Las variaciones en la oferta monetaria podrán afectar el nivel de los precios en su expresión monetaria, incluyendo la tasa de interés, aunque esto no afecte a los precios relativos en términos reales, ya que éstos se determinan en el sistema de mercados por oferta y demanda. Sin embargo, los movimientos en el nivel de precios monetarios provocados por cambios arbitrarios en la oferta de dinero trastocan los equilibrios de corto plazo y provocan perturbaciones que llevan a una asignación ineficiente en los mercados de bienes y de factores. Por lo tanto, en este enfoque se concibe que lo más adecuado es ajustar el crecimiento de la oferta monetaria levemente por debajo del crecimiento del ingreso real de largo plazo.

Dada esa dicotomía entre variables reales y monetarias presente en el enfoque Neoclásico, la tasa de interés que se determina por la interacción entre ahorro y la inversión también tendrá carácter no monetario, ya que dicha tasa es un precio que se resuelve con la misma lógica que el conjunto de los precios en la economía. En consecuencia, esto significa que la movilización de aquel ahorro hacia la inversión tampoco tendrá carácter monetario y se cumplirá con independencia del mercado de dinero.

Para esta movilización del ahorro existe el mercado de fondos prestables, donde se realiza la operación financiera por la cual los inversionistas toman prestado el capital de los ahorradores a cambio de pagar una cierta tasa de interés. Para ello los inversionistas, que son el sector deficitario de la economía, emiten bonos de deuda, los que son comprados por los ahorradores, que son el sector con una posición superavitaria de fondos. Este mercado de fondos prestables es un mercado de bonos para movilizar el ahorro hacia la inversión, por lo que es posible afirmar que dicho mercado es la expresión financiera real del mercado de capitales y que la tasa de bonos que allí se determina equivale a la tasa de interés real que se resuelve por la relación entre ahorro e inversión.

Siendo los superávits y déficits en el flujo de fondos equiparables al ahorro y la inversión, el equilibrio de pleno empleo en el mercado de bonos significa que se igualan aquellos superávits y déficits, y que se vacía el mercado asignando el ahorro a quien lo requiere para inversión, sin que queden saldos excedentarios de ninguno de ellos.

El carácter no monetario de estas relaciones financieras establecidas en el mercado de fondos prestables hace que las mismas sean también independientes de las variables monetarias, y sólo se verán afectadas por éstas si se perturba el equilibrio en el mercado monetario por un exceso de oferta de dinero por parte de las autoridades.

En este enfoque, el equilibrio general de pleno empleo se resuelve con la determinación simultánea del equilibrio en los mercados de bienes, de trabajo y de dinero, dentro del cuadro de la dicotomía real-monetaria ya indicada. Conforme a esta lógica, si el mercado de dinero está en equilibrio porque no se modifica la oferta de dinero, los otros dos mercados lograrán su equilibrio por la acción de la competencia. Si se produce un desequilibrio en el mercado monetario por cambios en la oferta, opera un mecanismo de ajuste con base en la competencia entre los agentes económicos que conduce a restablecer nuevamente el equilibrio general en los mercados, correspondiente a la situación de pleno empleo de los factores.

El carácter real de la tasa de interés y su determinación por la relación entre las decisiones de consumo de los ahorradores y la productividad del capital hacen que los intentos de influir sobre dicha tasa mediante la política monetaria no tengan efectos positivos en el ahorro. En cambio, un manejo erróneo de la política monetaria puede provocar efectos negativos en el corto plazo, ya que puede generar expectativas equivocadas de demanda en los agentes económicos, que conducirán a provocar desequilibrios en los mercados de bienes y de trabajo. En general, en este enfoque se sostiene que la mejor forma en que la política monetaria puede influir positivamente sobre el ahorro y la inversión es manteniendo la estabilidad del nivel de precios gracias a un control estricto de las variaciones de la oferta monetaria, para que ésta guarde una correspondencia adecuada con la evolución del nivel de ingreso real.

Sobre la base de lo visto, podemos ahora considerar con algún detalle las concepciones que se sostienen en este enfoque sobre las determinaciones con las que operan los distintos agentes del sistema financiero. Comencemos para ello recordando que en los sistemas financieros se pueden establecer dos tipos de relaciones entre prestamistas y prestatarios. Las primeras son las relaciones de deuda directa que se dan cuando prestamistas y prestatarios se vinculan directamente, aunque para ello puedan estar auxiliados por un agente financiero que hace el mercado. Típicamente, éstas son operaciones del mercado de

valores en donde ambos establecen relación por medio de corredores de valores. La segunda modalidad de financiamiento son las relaciones de deuda indirecta, en las cuales el prestamista presta sus fondos a un intermediario, y éste por su parte realiza préstamos a un prestatario final. La figura característica de este intermediario es el banco comercial, aunque las aseguradoras y otras instituciones también intermedian fondos en el sistema.

Consistente con su concepción del mercado de fondos prestables, en este enfoque se sostiene que el modo óptimo de relación entre prestamista y prestatario es la emisión de deuda directa en los mercados de valores, ya que ello permite que ambos agentes minimicen sus costos de transacción y que obtengan la mayor información para decidir las operaciones. Por lo tanto, el mercado de valores representa el espacio adecuado para que se produzca el flujo de fondos desde los sectores superavitarios a los sectores deficitarios en la economía.

En el enfoque Neoclásico, la deuda indirecta que se establece por medio de los intermediarios financieros es vista como la alternativa menos eficiente para el financiamiento, debido a los factores friccionales y al carácter costoso y privado de la información, lo que surge de la imperfección de estos mercados de intermediación. Sin embargo, aceptando la existencia de intermediarios como un hecho, se plantea que los mismos deben cumplir dos funciones básicas al servicio de los agentes no financieros, como son las de transacción y las de portafolio.

En relación con las transacciones, los intermediarios deben proveer a los agentes no financieros con un sistema de contabilización de los intercambios, cuya característica central es que no requiere el uso físico de un medio de cambio tal como el circulante. Esto es consistente con la tesis sostenida en este enfoque respecto a que el dinero no juega un papel fundamental en el sistema económico.

Sin embargo, la función central de los intermediarios financieros debe ser la de actuar como administradores de portafolio emitiendo, por una parte, títulos de depósito para captar dinero y, por la otra, comprando títulos de deuda al hacer préstamos en los que se interrelacionan distintos montos, plazos y condiciones.

Según este enfoque, para que estos intermediarios financieros contribuyan al equilibrio general de los mercados es necesario que las decisiones financieras que toman los agentes no financieros por medio de estos intermediarios se realice sin control del gobierno y bajo condi-

ciones de competencia perfecta. Es decir, mediante un sistema donde los depositantes o prestamistas demandarán para depositar su dinero que los rendimientos netos de los cargos por servicios de transacciones y manejo de portafolio estén en relación con el riesgo de los préstamos en los que los intermediarios colocan los fondos captados.

La competencia entre intermediarios financieros asegurará que aquellos servicios de transacciones y de gestión de portafolio se brinden a los menores costos, en función del nivel de riesgo elegido por los depositantes. Al no estar garantizados los depósitos, se entiende que el umbral de las operaciones lo marcará el intermediario que ofrezca depósitos libres de riesgo como contrapartida de quien coloca los fondos en un portafolio también libre de riesgo. En el extremo opuesto estarán los intermediarios que ofrecen depósitos con rendimientos especulativos en razón de que colocan los fondos en portafolios de alto riesgo pero con mayor rendimiento.

En síntesis, conforme a lo indicado, la movilización del ahorro hacia la inversión se resuelve bajo la teoría de un mercado de fondos prestables de naturaleza no-monetaria y neutro en lo que hace a la vinculación entre las categorías que se relacionan por este medio. En términos teóricos, esto implica equiparar los montos de ahorro agregado con los montos de ahorro que se movilizan en el mercado de fondos prestables bajo la forma de bonos. En cuanto a las formas específicas de organización financiera consistentes con esta teoría, se propone que las relaciones de deuda directa mediante los mercados de valores resulten las más eficientes. Sin embargo, de utilizarse la intermediación financiera ésta debe realizarse atendiendo las menores distorsiones en los servicios de transacciones y administración de portafolio que son sus funciones principales.

### *El enfoque Keynes*

Este enfoque tiene su origen en la teoría económica desarrollada por J. M. Keynes, aunque está hoy enriquecido con los aportes posteriores realizados por diversos autores de esta corriente de pensamiento económico durante los debates con los teóricos del enfoque Neoclásico, en particular en lo referido a la naturaleza y modos de interacción entre la actividad económica y las variables monetarias y financieras.

Comencemos diciendo que Keynes formuló críticas centrales a diversos aspectos de las teorías que sustentan el enfoque Neoclásico,

lo que lo llevó a cuestionar la consistencia lógica de dichas teorías y a invalidar de conjunto la capacidad explicativa de ese enfoque.

Para nuestros fines interesa destacar su crítica referida a la indeterminación lógica en la teoría de tasa de interés del enfoque Neoclásico. Esta crítica surge del hecho de que en dicha teoría se fija la tasa de interés a partir de suponer el ingreso, pero este último varía a consecuencia de los cambios en la demanda de inversión. Sin embargo, con esto se modifica el ahorro, ya que éste depende del nivel de ingreso, y no habiendo elementos para conocer el nuevo nivel de ahorro, también quedan indeterminadas las relaciones entre ahorro e inversión, y con ello también queda indeterminada la tasa de interés. Esto implica que asimismo quedan indeterminadas las relaciones entre sectores superavitarios y deficitarios que se establecen en el mercado de fondos prestables, ya que de acuerdo con lo que se indicó más arriba, estas últimas son la expresión de aquellas relaciones establecidas en el mercado de capitales. En consecuencia, la crítica a la tasa de interés llevaría a que el conjunto del cuadro analítico presentado en el enfoque Neoclásico quede indeterminado.

Como alternativa, Keynes desarrolló una teoría general para explicar la determinación del nivel del producto, el ingreso y el empleo considerando una economía monetaria de producción que funciona normalmente con equilibrios por debajo de pleno empleo. En esta teoría, el ahorro, la inversión, la tasa de interés y el sistema financiero encuentran una conceptualización sustancialmente distinta a la presentada en el enfoque Neoclásico.

La economía del enfoque Keynes opera en procesos intertemporales que se cumplen en condiciones de incertidumbre, ya que no es posible conocer con algún grado de certeza los precios de los productos en el futuro. En respuesta a esas condiciones, los agentes económicos establecen contratos mediante los cuales fijan los precios durante un cierto periodo de tiempo. Esto es posible, por una parte, porque los mercados accionan con base en estructuras oligopólicas en las que las empresas establecen el precio de venta mediante un *mark-up* y dejan que la producción fluctúe con las variaciones de la demanda a partir de la capacidad instalada ociosa disponible. Por otra parte, hay sindicatos que negocian salarios mediante convenios colectivos de trabajo, lo que frena la flexibilidad de este precio a la baja.

Frente a la incertidumbre sobre la evolución de los precios, el dinero representa un nexo entre el presente y el futuro porque es el único

activo perfectamente líquido, lo que permite que los agentes económicos lo utilicen para conservar poder adquisitivo en el tiempo. Esto significa que los contratos deberán establecerse en términos de dinero, con lo cual todas las categorías económicas deben tener carácter dinerario y no habrá una dicotomía entre el campo real y el campo monetario como en el enfoque Neoclásico.

Asimismo, esta característica dineraria de la economía hará que los agentes económicos demanden el dinero como un activo, atendiendo a su preferencia por liquidez, lo que se hará en razón de dos motivos distintos.

El primer motivo para demandar dinero surge de la necesidad de utilizarlo para transacciones y por precaución, lo que justifica que los agentes económicos mantengan una parte de su poder adquisitivo en forma líquida obteniendo a cambio un muy bajo o nulo interés. Este motivo para demandar dinero al que denominamos ( $M_1$ ) depende del nivel de ingreso de los individuos, por lo que es relativamente estable y puede definirse como una función del siguiente tipo:

$$M_1 = L_1(Y)$$

El segundo motivo para demandar dinero se debe al deseo de los agentes económicos por retener su riqueza en forma de dinero, debido a razones especulativas relacionadas con la operación del mercado secundario de bonos. Este motivo de demanda de dinero ( $M_2$ ) se basa en el hecho de que en ese mercado secundario de bonos de renta fija se establece una relación inversa entre la variación de la tasa de interés que paga dicho bono y el precio del mismo. Esto permite que los inversionistas puedan obtener ganancias optando entre retener su riqueza como dinero frente a la posibilidad de hacer una inversión comprando un bono de largo plazo que paga una tasa de interés monetaria. Con ello se da lugar a que en cada momento se presenten dos conductas especulativas características.

Por una parte, estarán los que evalúan que la tasa de interés de los bonos tiende a subir, por lo que esperan que el precio de los bonos tienda a bajar. Por ello deciden mantenerse líquidos hasta que estimen que la tasa de interés está suficientemente alta y que comenzará a bajar, marcando el inicio de una tendencia alcista en el precio de los bonos. Sólo en ese momento este tipo de inversionista se desprenderá de su liquidez, comprando bonos para beneficiarse del aumento en el precio

de los mismos. Bajo esta lógica, el inversionista mantendrá su posición en bonos hasta que considere que se revertirá la tendencia a la baja de la tasa de interés. En ese punto venderá dichas posiciones para quedar líquido hasta que se presente otro ciclo de compra. Dadas las expectativas con las que actúan estos inversionistas se les caracteriza como “bajistas”.

En contraste, el otro tipo de especulador creerá que la tasa de interés ya está demasiado alta, por lo que debe comenzar a bajar y con lo que el precio de los bonos comenzará a subir. En consecuencia estos inversionistas se desprenden de su liquidez y compran bonos. Estos inversionistas son caracterizados como “alcistas”.

Normalmente en el mercado de bonos conviven “alcistas” y “bajistas” y sólo excepcionalmente domina totalmente una u otra expectativa. Sin embargo, cuando predominan los “bajistas” puede producirse una “trampa de liquidez”, ya que en este caso todos los inversionistas prefieren quedarse líquidos suponiendo que el precio de los bonos continuará bajando, con lo que provocan una crisis de liquidez en el mercado de bonos por falta de demanda.

El motivo de preferencia por liquidez debido a causas especulativas permite decir que la tasa de interés de bonos de largo plazo es la medida del deseo especulativo que tienen los inversionistas entre conservar su riqueza en forma líquida y la opción de estar en bonos. Esto significa que dicha tasa representa un premio por renunciar a la liquidez y no un premio por abstenerse de consumir como se presentaba en el enfoque Neoclásico. En resumen, este segundo motivo de demanda de dinero estará en función de la tasa de interés de bonos de largo plazo ( $r$ ), lo que puede representarse como

$$M_2 = L_2(r)$$

Esta función tendrá pendiente negativa, ya que con menores tasas de interés habrá mayor demanda de dinero para preferencia por liquidez y viceversa.

De conjunto, la demanda de dinero se conformará por la suma del dinero que se demanda para realizar transacciones y por precaución, y el que se demanda por motivos especulativos sobre el futuro de la tasa de interés de los bonos. Esta demanda total puede ser presentada del modo siguiente:

$$M_d = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$$



La demanda de dinero será inestable debido al carácter especulativo de su componente ( $M_2$ ), el que varía de manera diversa dependiendo del balance en las expectativas sobre el futuro de la tasa de interés de los bonos de largo plazo que tengan los “alcistas” y los “bajistas”.

En este enfoque el mercado de dinero es el ámbito económico en que la relación entre demanda y oferta monetaria determinan la tasa de interés monetaria. Antes de considerar las condiciones de funcionamiento de este mercado y su significado en las decisiones de inversión de las empresas y en el conjunto de la actividad económica, es necesario analizar primero las características y complejidades que presenta la oferta monetaria.

Para ello digamos que en esta economía el dinero es un medio de pago mixto creado por el Banco Central y los bancos comerciales en relación con las decisiones de préstamo y endeudamiento por parte de los agentes económicos. La modalidad básica del dinero es la moneda de curso legal que crea el Banco Central mediante operaciones de crédito contra los agentes económicos públicos y privados o a través de la compra de divisas. Teóricamente, el Banco Central regula las variaciones en la cantidad de dinero en circulación mediante “operaciones de mercado abierto”, en las cuales el Banco inyecta dinero comprando títulos de la deuda pública en el mercado secundario de bonos y retira circulante mediante la operación inversa. Con estas operaciones del Banco se determina la tasa de interés de los bonos de deuda pública que por su carácter fija el nivel más bajo de las tasas en este mercado de bonos.<sup>1</sup>

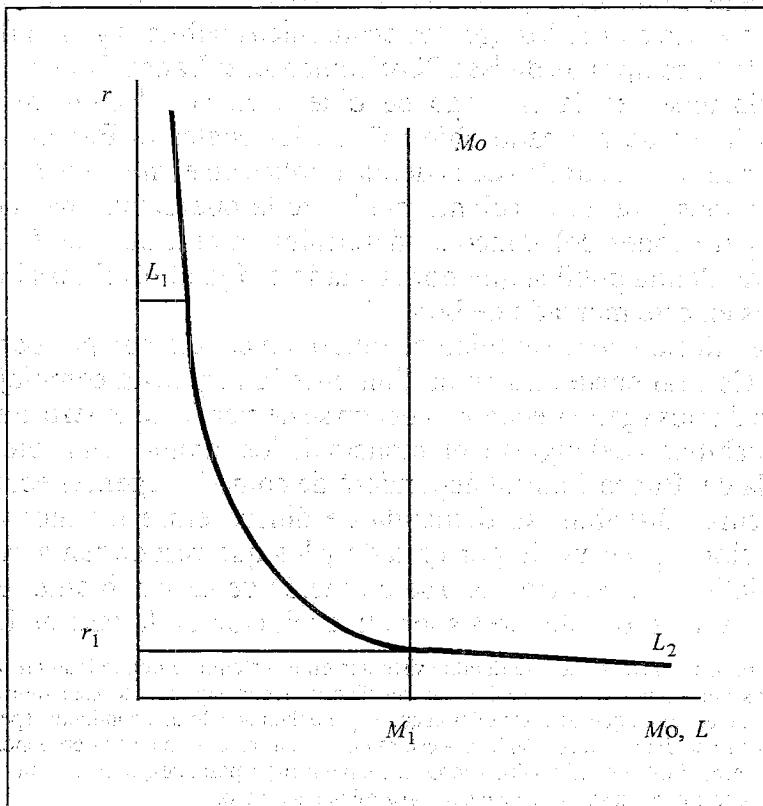
La regulación de la cantidad de dinero en circulación por parte del Banco Central encuentra como limitante la respuesta compleja que pueden dar los agentes económicos con su demanda de dinero. Supuesta la estabilidad del ingreso, el impacto de los cambios en la oferta de moneda del Banco Central dependerá de cómo los agentes económicos decidan distribuir su demanda de dinero entre los motivos de transacción y precaución por un lado y los que responden a razones especulativas por el otro. Esto será función de las cambiantes expectativas de los especuladores sobre la evolución de la tasa de interés

<sup>1</sup> Estos bonos y otros títulos de deuda existentes en el sistema se denominan en términos monetarios pero difieren sustancialmente del dinero por la liquidez de este último. Esto explicará más adelante que para aquellos agentes que deben decidir una conducta especulativa en el mercado de dinero, la opción básica estará entre estar en dinero o estar en bonos (como expresión del conjunto de activos financieros no monetarios), a pesar de que estos bonos puedan ser activos cuasimonetarios por su elevada proximidad al dinero.

conforme se indicó anteriormente. Lo anterior significa que la posición de la curva  $L_2$  en la gráfica 2 será inestable dependiendo de las expectativas de los especuladores, las que al cambiar pueden variar la tasa de interés de los bonos.

Esos movimientos en la tasa de interés provocados por razones especulativas tiene implicaciones sobre la actividad económica, ya que afectan el costo que deben pagar las empresas cuando hacen nuevas emisiones de bonos de deuda de largo plazo para financiar sus posiciones en activos de inversión. Esto es aún más significativo si se considera que la demanda de fondos para inversión por parte de las empresas se basa en la tasa de eficiencia marginal del capital ( $emk$ )

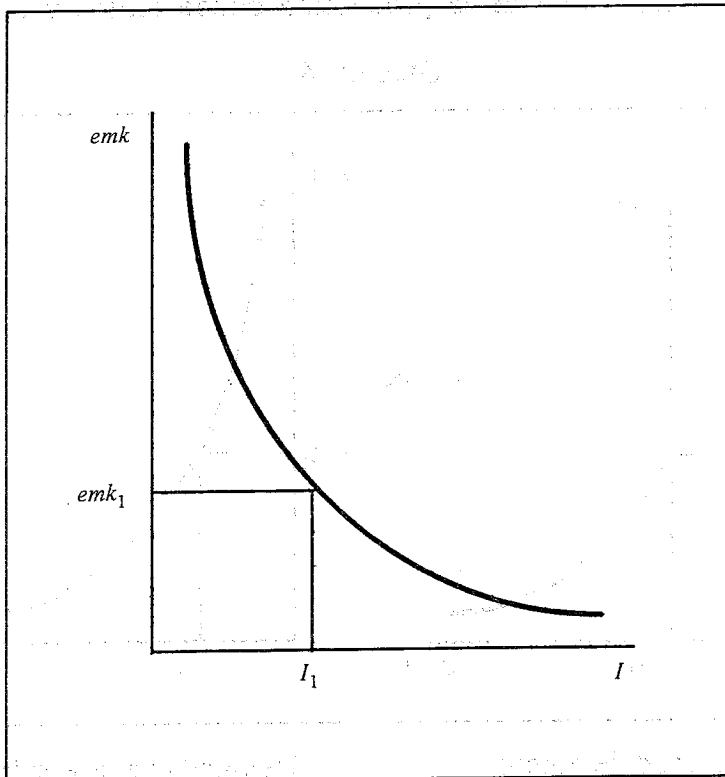
GRÁFICA 2  
Mercado de dinero



que se aplica a los distintos proyectos, la que se define como la tasa de descuento que iguala la suma de los rendimientos esperados de una inversión con el costo de reposición de los bienes de capital aplicados a la misma. Los proyectos de inversión pueden ordenarse según una curva determinada por el orden decreciente de la eficiencia marginal del capital, y dicha curva tendrá pendiente negativa debido a que hay una relación inversa entre inversión y eficiencia marginal, como puede verse en la gráfica 3.

Las decisiones de inversión se concretarán hasta el punto en que la eficiencia marginal esperada de los proyectos se iguale con la tasa de

GRÁFICA 3  
Demanda de inversión



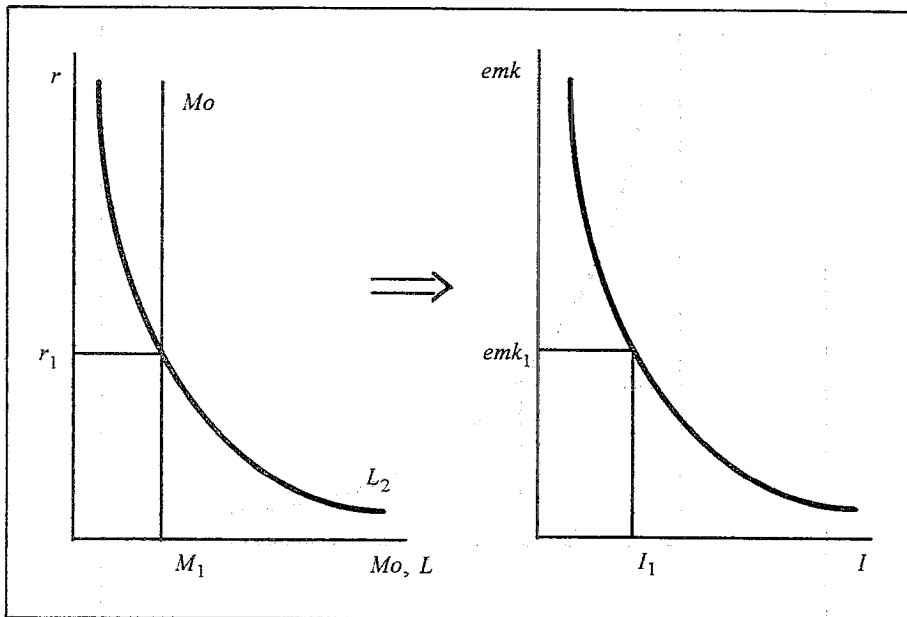
interés definida en el mercado de dinero en función de la preferencia especulativa por la liquidez, porque ese punto establece el límite para el financiamiento de los activos de capital aplicados en los proyectos de inversión. Esta interrelación entre determinación de la tasa de interés a la que se ofertan los fondos y determinación de la eficiencia marginal del capital a la que se demandarán los fondos para inversión se presenta en la gráfica 4.

Esta relación entre mercado de dinero y demanda de inversión determina el nivel de inversión en la economía y con ello el nivel del producto y el empleo. Dada una propensión marginal a consumir se define luego el ingreso, y finalmente el ahorro sólo resulta una categoría residual respecto al ingreso.

La relación entre mercado de dinero, decisiones de inversión y ahorro, que acabamos de considerar, muestra varias cuestiones muy importantes para nuestro tema.

En primer lugar, esa relación confirma que este enfoque presenta una teoría monetaria de la producción donde dinero y actividad

GRÁFICA 4



Mercado de dinero

Demanda de inversión

económica están integrados y no en una relación dicotómica como en el enfoque Neoclásico. Sin embargo, dicha relación muestra al mismo tiempo las tensiones y fuentes de inestabilidad económica que resultan de la particular forma en que se vinculan el dinero y la inversión productiva. Porque en el mercado de dinero se determina la tasa de interés, que es una variable decisiva para que se establezca el nivel de inversión, pero esta tasa se resuelve por la demanda de liquidez especulativa de los inversionistas sin que esto guarde ninguna relación con el proceso de inversión al que determina. En consecuencia, la conducta especulativa, que es inherente al mercado de bonos en una economía dineraria, puede generar tensiones que afecten la eficiente asignación de proyectos de inversión. Esto introduce un factor de desequilibrio e inestabilidad en la actividad económica que no es resultado de una imperfección de los mercados, sino de la propia naturaleza monetaria de la producción.

En segundo lugar, aun suponiendo que la tasa de interés definida en el mercado de dinero fuera favorable para la inversión, tampoco se asegura con ello una vinculación con la demanda de inversión que lleve a la expansión positiva del producto y el empleo. Pueden modificarse desfavorablemente las expectativas de los empresarios sobre el futuro de la economía, y esto podría afectar la eficiencia marginal del capital hasta imposibilitar la concreción de los proyectos de inversión, todo ello a pesar del favorable nivel de la tasa en el mercado de dinero. Esta incertidumbre en las relaciones entre mercado de dinero y demanda de inversión explica también las limitaciones que tiene la política monetaria para estimular la inversión mediante un descenso en la tasa de interés monetaria, ya que según vimos anteriormente, los movimientos en la oferta monetaria no necesariamente modifican la tasa de interés en la dirección deseada. Pero aun en el caso de que se logre éxito con esta medida, es posible que ello no llegue a estimular un aumento en el nivel de la inversión y en consecuencia del producto y el empleo si esta tasa está por encima de la eficiencia marginal del capital para los proyectos disponibles, o si esta última se derrumba precisamente por la percepción negativa de los empresarios sobre la política monetaria que se aplicó.

Por último, cabe aquí señalar que en este enfoque el hecho de que la economía tenga carácter monetario no dicotómico, así como que la moneda sea una deuda de los agentes monetarios con respecto al resto de los agentes, explica que existan diversas y complejas relaciones

entre el ahorro que resulta del ciclo de inversión y la capacidad de financiamiento de dicha inversión por parte del sistema monetario-crediticio institucional. Por una parte, el carácter monetario no dicotómico de la economía hace que el ahorro, como la parte residual del ingreso que resulta del proceso de inversión y que no está retenida en los inventarios de bienes, deba tener necesariamente forma monetaria. Por lo tanto, los agentes económicos deberán decidir cuál parte de esta fracción del ingreso monetario no consumida canalizan al sistema monetario-crediticio institucional, determinando con ello la parte del ingreso que controla dicho sistema y que constituye una base para el financiamiento de la inversión. Sin embargo, dicho financiamiento no estará determinado por aquella captación, ya que los agentes financieros pueden crear bonos y otros títulos de deuda con relativa independencia de la mencionada captación. Por otra parte, si se deduce del total de títulos de deuda monetaria y no monetaria existente en el sistema institucional la parte correspondiente a los títulos de deuda monetaria, el saldo será el total de títulos financieros no monetarios que se denomina habitualmente como "ahorro financiero", el que sin embargo tampoco guarda ninguna relación necesaria con el ahorro que resulta residualmente del ciclo de inversión.

En consecuencia, en este enfoque tanto la causalidad en la relación entre ahorro e inversión como la vinculación que guardan estas categorías con las de captación y préstamos de moneda y crédito por el sistema institucional son sustancialmente distintas de lo que se concibe en el enfoque Neoclásico.

En el enfoque Neoclásico los superávits y déficits en el mercado de fondos prestables eran la forma financiera para movilizar el ahorro hacia la inversión, mientras que el mecanismo de la competencia en pleno empleo aseguraba que ofertas y demandas se igualaran y que se vaciara el mercado, supuesta la neutralidad monetaria y que no se retienen saldos monetarios para fines distintos de los de transacción y precaución.

En el enfoque Keynes, dado que la inversión determina el ahorro, ello implica que los superávits y déficits monetario-crediticios en el sistema institucional y las relaciones entre ambos tengan un carácter distinto del que se presentaba en la teoría del mercado de fondos prestables Neoclásico. Porque en este enfoque superávits y déficits financieros no guardan una relación necesaria con el ahorro y la inversión, tanto por la relación de causalidad de la relación entre ambos como porque los agentes económicos pueden retener saldos

monetarios ociosos debido a conductas especulativas, así como porque en el sistema pueden generarse títulos financieros que no corresponden a los bienes y activos creados en la actividad económica.

De conjunto resulta que en este enfoque las particulares relaciones entre el sistema monetario-crediticio y la actividad productiva explican no sólo la posibilidad de equilibrios por debajo de pleno empleo, sino también muestran la existencia de factores que pueden generar situaciones de inestabilidad en el curso de la actividad económica global que, sin embargo, forman parte de las condiciones normales de funcionamiento en las economías monetarias de producción. Esto explica que en este enfoque se destaca la importancia que reviste para el desarrollo financiero, pero también para el conjunto de la evolución económica, el combinar la búsqueda de eficiencia microeconómica por parte de los agentes financieros y el incremento de las masas de dinero disponible para financiar inversión de largo plazo junto con la implementación de disposiciones regulatorias en los mercados financieros que anticipen y controlen los factores de inestabilidad e incertidumbre mencionados.

### **Bibliografía**

- Andjel, Eloisa (1988), *Keynes: Teoría de la Demanda y el Desequilibrio*, Facultad de Economía, UNAM, México.
- Dornbusch, Rudiger y Fischer, Stanley (1988), *Macroeconomía* (cuarta edición), McGraw Hill, México.
- Garrido, Celso (1980), "El laberinto de los espejos. La teoría del dinero en Ricardo, Keynes y Friedman", revista *Economía. Teoría y Práctica*, núm. 1, UAM, México.
- y Leriche, Cristian (1985), *Teoría y Política Monetaria*, Sistema de Universidad Abierta, Facultad de Economía, UNAM, México.
- Harris, Laurence (1985), *Teoría Monetaria*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Keynes, J.M. (1980), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Leriche, Cristián (1991), *Teoría cuantitativa y Escuela de Cambridge: La versión de A.C. Pigou*, UAM Azcapotzalco.
- Sánchez Dasa, Alfredo (1994), *Teoría de la tasa de interés*, UAM Azcapotzalco, México.
- Stiglitz, Joseph E. (1993), *Economía*, Editorial Ariel, Barcelona.

## Apéndice. Distintas definiciones del ahorro en economías abiertas

Para los fines del análisis posterior, es necesario presentar diferentes definiciones del ahorro que se pueden distinguir en economías abiertas a la economía internacional, como es el caso de México en la actualidad. Con esto nos referimos a definiciones de carácter descriptivo que resultan de identidades básicas en la contabilidad económica nacional, y son relativamente independientes de las reflexiones teóricas sobre el tema consideradas en el capítulo 1.

Partimos para esto señalando las definiciones macroeconómicas de la Renta ( $R$ ) y el Producto ( $Y$ ). La primera se resuelve en la suma del consumo ( $C$ ) más el ahorro ( $A$ ) mientras que el segundo se descompone en dos tipos de bienes, como son los bienes de consumo ( $C$ ) y los de inversión ( $I$ ). Todo esto puede expresarse del siguiente modo:

$$R = C_R + A$$

$$Y = C_Y + I$$

Al final de un periodo (ex-post) y dejando de lado los aspectos financieros, Renta y Producto deben necesariamente coincidir, ya que en ese periodo no se puede realizar como renta más que lo que permiten los bienes producidos en el mismo. Esto hace posible establecer la siguiente igualdad ex-post entre Renta y Producto:

$$C_R + A = C_Y + I$$

[Renta ] [Producto]



Dado que el consumo realizado con el ingreso debe equivaler necesariamente a los bienes de consumo producidos en el periodo, esto significa también que la parte de la Renta que se ahorra será igual al conjunto de los bienes de inversión que se produjeron en dicho periodo. Dicho de otra manera, considerados ex-post, Ahorro e Inversión serán una identidad contable. Esto puede expresarse del modo siguiente:

$$\text{Dado que ex-post } C_R = C_Y \Rightarrow A = I$$

Incorporemos ahora la distinción entre dos grandes agentes institucionales que operan en la economía, como son el Sector Público y el Sector Privado, y veamos como se manifiesta esto en los componentes del Producto y la Renta.

Debe distinguirse ahora entre Ahorro del sector público o superávit presupuestal ( $A_{pub}$ ) y Ahorro del sector privado ( $A_{priv}$ ). Por su parte, en este último puede distinguirse el Ahorro de las empresas ( $A_{priv emp}$ ) y el Ahorro de las familias ( $A_{priv fam}$ ). En consecuencia la identidad entre ahorro e inversión puede expresarse ahora de la siguiente manera:

$$A_{pub} + (A_{priv emp} + A_{priv fam}) = I$$

En general, el primero representa el exceso de los ingresos sobre los gastos públicos o lo contrario si su signo es negativo. Por su parte, el ahorro privado suele definirse como la magnitud residual del ahorro que queda luego de descontar el ahorro público. Por lo tanto, si todo lo demás no cambia y está dado el ahorro total, ahorro público y privado varían en relación inversa, aunque por ejemplo, el efecto global de un aumento en el ahorro público dependerá de la aplicación de ese superávit presupuestal por parte del Gobierno.

Incorporando ahora la distinción entre economía nacional y economía internacional se presentan dos nuevas caracterizaciones del ahorro.

La primera se refiere a la diferencia entre Ahorro Interno bruto ( $A_{int brut}$ ) y Ahorro Nacional ( $A_{nac}$ ), correspondiendo el primero al ahorro bruto de los Sectores Público y Privado a consecuencia de las actividades realizadas en el interior del país, mientras que el segundo incluye lo anterior pero comprende también los ahorros que obtienen

estos agentes por las actividades económicas que desarrollan fuera del país. Mantenemos las designaciones de  $A_{pub}$  y  $A_{priv}$  para los dos componentes que de conjunto componen el Ahorro Interno bruto y denominemos como  $A_{ext\ nac}$  al segundo componente del ahorro nacional que acabamos de mencionar. En consecuencia, podemos presentar ahora del modo siguiente a la identidad ex-post Ahorro e Inversión:

$$(A_{pub} + A_{priv\ emp} + A_{priv\ fam}) + A_{ext\ nac} = I$$

o lo que es lo mismo

$$A_{nac} = A_{int\ brut} + A_{ext\ nac} = I$$

Una segunda modalidad de ahorro que surge al considerar la economía internacional es la del Ahorro externo ( $A_{ext}$ ) que representa el ahorro del resto del mundo, del que logra disponer la economía nacional de que se trate. Con esto se completan las distinciones básicas del ahorro que son útiles para nuestro estudio, con lo que dicha categoría queda ahora representada del siguiente modo en la identidad contable con la inversión:

$$[(A_{pub} + A_{priv\ emp} + A_{priv\ fam}) + A_{ext\ nac}] + A_{ext} = I$$

o lo que es lo mismo

$$A_{nac} + A_{ext} = I$$

**Nota:** El contenido de este apéndice se basa en Stiglitz (1993).

## 2. Sistema monetario-crediticio y bancos comerciales. Eficiencia y rentabilidad

Las economías monetarias modernas son economías de medios de pago que operan con sistemas monetario-crediticios institucionales articulados por el Banco Central, a partir de los cuales se llevan a cabo los procesos institucionales de financiamiento. A pesar de que pueden existir otros modos de financiamiento que operen fuera de este sistema institucional, como por ejemplo las llamadas “finanzas informales”, los sistemas monetario-crediticios institucionales son el núcleo de esta actividad en la economía, por lo que la acción adecuada de los mismos resulta un factor de la mayor importancia para el desarrollo de la actividad económica global.<sup>1</sup>

En cuanto al papel de los agentes que participan en estos sistemas, durante los últimos años se han registrado cambios significativos en la importancia relativa de bancos comerciales y casas de bolsa debido a la evolución extraordinaria del financiamiento bursátil frente al financiamiento bancario. Esto abre interrogantes al respecto de si los bancos comerciales seguirán teniendo en el futuro el papel central que tenían tradicionalmente para articular el sistema monetario-crediticio.

Dentro del muy amplio campo de problemas que se abre con estas cuestiones, el objetivo de este capítulo es considerar tres temas particulares. En primer lugar, se trata de analizar las características básicas de estos sistemas monetario-crediticios y considerar los factores que

<sup>1</sup> Estos sistemas monetario-crediticios se interrelacionan con los sistemas fiscales y cambiarios articulando el tejido monetario de la economía. La consideración de estas interrelaciones escapa a los alcances de este estudio.

explican por qué los bancos mantienen su singular posición en dichos sistemas. En segundo lugar, se establecen algunos criterios de eficiencia funcional en la acción crediticia que cumple este sistema, en particular los bancos comerciales. Por último se presentan determinantes del desempeño bancario, relacionando la rentabilidad de este agente y la eficiencia de los servicios financieros que ofrece a la economía.

### *Sistema monetario-crediticio institucional y bancos comerciales*

Los sistemas monetario-crediticios modernos se conforman en la interrelación entre el sistema de pagos monetarios y el sistema de créditos monetarios y no monetarios.

El sistema de pagos se configura por el conjunto de instrumentos monetarios de que disponen los agentes económicos para transferir poder adquisitivo y liberar deudas. En esta economía las monedas son medios de pago y aquel sistema de pagos está compuesto básicamente por la combinación de medios de pago legales, que son los billetes y monedas proporcionados por el Banco Central, y los medios de pago bancarios que son depósitos a la vista denominados en moneda del Banco Central creados por los intermediarios financieros bancarios cuando compran activos o conceden préstamos a los agentes no bancarios. Este sistema de pagos es un importante factor de costos en las transacciones de los agentes económicos y su evolución positiva resulta central para el desarrollo económico global, pero su importancia primordial surge del hecho que mediante dicho sistema se concreta y gestiona la moneda, que es el activo perfectamente líquido mediante el cual los agentes transfieren o preservan poder adquisitivo en el tiempo y lo desplazan en el espacio.

La conformación del sistema de pagos con un componente de dinero bancario sugiere la importancia de los bancos en dicho sistema, ya que por una parte estos intermediarios proporcionan a los agentes no financieros un sistema para contabilizar sus intercambios y transferencias de riqueza. Por la otra proveen a la economía de billetes y monedas del Banco Central en las denominaciones deseadas y en los lugares y momentos requeridos, así como transfieren depósitos y realizan pagos según las instrucciones de los depositantes. Esta operación de los mecanismos de pago por parte de los intermediarios

financieros es un componente básico en la eficiencia global del sistema de pagos. Los intermediarios bancarios también cumplen un papel principal en la integración nacional e internacional de la actividad económica de un país. En el país, su operación del sistema de pagos debe contribuir a integrar el mercado interno permitiendo las operaciones monetarias entre regiones, mientras que en las relaciones del conjunto de la economía nacional con el resto del mundo deben operar el sistema de cambios y pagos internacionales. Para que en estas funciones contribuyan a la eficiencia de la economía nacional, los intermediarios bancarios deben realizarlas con bajos costos, en forma rápida y con seguridad para los agentes económicos.

Como indicamos anteriormente, estamos en una economía en la que la moneda es un medio de pago, por lo que es un instrumento de deuda, con lo cual aquel sistema de pagos se interrelaciona con el sistema de crédito monetario y no monetario mediante el cual se cumplen las relaciones institucionales entre prestamistas y prestatarios. Este sistema crediticio debe resolver tres necesidades básicas en la economía.

La primera es la de brindar opciones de depósito e inversión de cartera a los agentes económicos que disponen de ingresos monetarios y que no desean retenerlo en el presente como billetes y monedas. Esa parte del ingreso que los agentes económicos canalizan al sistema financiero para ser retirado en diversos plazos y condiciones se denomina habitualmente como *ahorro financiero*, y sólo es una fracción del ingreso monetario total que obtienen los distintos agentes en la economía.<sup>2</sup>

Desde el punto de vista de los agentes que operan el sistema monetario-crediticio, esta canalización de fondos como ahorro en el sistema representa una parte de la "captación" de dichos fondos que logra aquel sistema.<sup>3</sup> Para ello se emiten instrumentos crediticios monetarios y no monetarios tanto por parte de los agentes que operan en el sistema monetario-crediticio como por agentes no financieros, aunque como se indicó más arriba los instrumentos crediticios que tienen carácter

<sup>2</sup> Se define como ahorro financiero a aquellos ingresos monetarios captados por el sistema monetario-crediticio institucional, netos de billetes y monedas emitidas por el Banco Central y de los depósitos a la vista de los bancos comerciales.

<sup>3</sup> Este concepto de "captación" se presenta en un sentido amplio porque existen importantes diferencias dependiendo de si la misma se realiza mediante operaciones de deuda directa o indirecta, como veremos más adelante.

monetario sólo los emite el Banco Central y los bancos comerciales. Este conjunto de instrumentos financieros de captación deben permitir realizar distintas combinaciones entre riesgo y rendimiento conforme a las estrategias de portafolio de depositantes e inversionistas.

Una característica de estos instrumentos de captación que debe destacarse es que los mismos tienen distinto grado de liquidez dependiendo de su plazo de vencimiento, siendo más líquidos aquellos que están más próximos a convertirse en medios monetarios. Esto tiene por efecto ampliar los llamados agregados monetarios para incrementar las posibilidades de captación del ahorro financiero por parte de los agentes en el sistema, ya que además de la moneda legal y los depósitos bancarios, éstos ofrecen también una gama de activos financieros no monetarios pero con liquidez próxima a la del dinero, lo que permite denominarlos como "cuasidineros". Junto a la mayor capacidad de captar ahorro financiero por parte del sistema, esta creación de instrumentos "cuasimonetarios" amplía los medios disponibles por los agentes económicos para ejercer demanda y modifica las capacidades regulatorias sobre la masa monetaria que tiene el Banco Central.

La segunda gran necesidad que debe cubrir este sistema es la de otorgar créditos a los prestatarios finales, los que demandan estos fondos para financiar proyectos de inversión en el caso de las empresas o necesidades de consumo si se trata de los consumidores. Esta necesidad de crédito puede satisfacerse en dos operaciones básicas como son la deuda indirecta y la deuda directa. Una la realizan principalmente los intermediarios financieros bancarios que por una parte toman fondos monetarios en depósito o préstamo, en lo que representa las operaciones pasivas de los bancos y por lo cual pagan una tasa de interés pasiva, y por la otra prestan fondos monetarios o depósitos bancarios, lo que representa sus operaciones activas por las que cobran una tasa de interés activa.

La otra es la deuda directa que tiene lugar cuando prestamistas y prestatarios finales se vinculan para el otorgamiento de crédito mediante la emisión de títulos de deuda. Estos títulos se colocan en los mercados de valores teniendo como agente financiero institucional a los corredores de bolsa junto con los cuales pueden operar bancos de inversión.

Para comprender los distintos alcances que tienen las formas de deuda indirecta y directa como medios para la movilización de fondos financieros y la relevancia que dentro de ello tienen los intermediarios financieros bancarios, es necesario considerar dos dimensiones distintas del problema.

La primera se refiere a que en las operaciones crediticias existen costos de transacción, por lo que las instituciones son importantes para construir estructuras complejas mediante las cuales llevar a cabo los intercambios de manera impersonal y minimizando dichos costos. En el sistema crediticio, este problema de los costos de transacción se presenta para el prestamista en razón de que su interés es el *rendimiento neto* que obtendrá del préstamo que realice, descontado el costo de buscar al prestamista así como de las primas de riesgo por solvencia y por todo factor de iliquidez del mismo. En cambio, el problema para el prestatario se presenta en términos de los *costos brutos* de su empréstito, cuyos componentes son básicamente estos mismos sólo que vistos desde el ángulo de quien busca los fondos y contrae una deuda.

Si prestamista y prestatario debieran buscar por sí mismos a la contraparte financiera verían reducir su rendimiento neto o aumentar su costo bruto, debido a los mayores gastos de información y el incremento de riesgos que esto implicaría. Los agentes financieros surgen como respuesta especializada a aquella necesidad, ofreciendo mediante sus servicios ampliar el rendimiento neto para los prestamistas y reducir el costo bruto del financiamiento para los prestatarios. Si esto se realiza en forma eficiente, no sólo significará incrementar los depósitos y prestamos sino que contribuirá a aumentar y hacer más eficiente la inversión, con lo que se promueve indirectamente la formación del ahorro en la economía.

Con base en esos criterios de eficiencia para la movilización de los fondos se plantea, por una parte, la problemática de cuál puede ser la modalidad más adecuada para lograrlo — si la deuda directa operada principalmente por los corredores de bolsa o la deuda indirecta que operan los bancos comerciales —, y por la otra, la referida a las condiciones y efectos para esta movilización de fondos que puede producir la competencia entre ellos.

Respecto a lo primero podemos indicar que los corredores de bolsa pueden minimizar la brecha entre rendimiento neto y costo bruto bajando los costos de obtener información. Pero los bancos comerciales reducen estos costos por medio de la especialización, así como porque con su intermediación pueden reducir las primas de riesgo e iliquidez para el prestamista, ya que pueden modificar la denominación y los vencimientos de los préstamos.

Desde esta perspectiva, los bancos comerciales se presentan como agentes financieros cuyos servicios en el manejo de deuda tienen una

especificidad frente a los servicios que ofrecen los corredores de bolsa, resultante del hecho de que los bancos buscan lograr la brecha más reducida posible entre los rendimientos netos y los costos brutos de un empréstito por medio de aminorar los costos de búsqueda de fondos a los prestatarios, al mismo tiempo que reducen la incertidumbre sobre riesgo e iliquidez para el prestamista modificando la denominación y los vencimientos de los préstamos. Desde otro punto de vista, esto mismo suele presentarse indicando que la intermediación financiera tiene la capacidad de convertir los plazos de las colocaciones desde el corto al largo plazo, así como de modificar los riesgos de las colocaciones financieras realizadas por los distintos agentes.

En lo que se refiere a la competencia de los bancos comerciales con los corredores de bolsa, ésta se da en dos momentos distintos. De un lado como prestatarios frente a otros prestatarios para captar los fondos, y por el otro como prestamista frente a otros prestamistas para colocar los fondos captados. Con esto buscan que las relaciones de deuda indirecta que ellos desarrollan sean tanto o más atractivas para prestamistas y prestatarios que las relaciones de deuda directa que desarrollan las casas de bolsa.

Pero además de esta dimensión relativa a la relación costo-rendimiento, existe otra cuestión relevante en referencia a la distinción entre deuda directa e intermediación bancaria. Ésta se refiere al hecho de que los títulos de deuda primaria no tienen carácter monetario, mientras que los títulos emitidos o comprados por los bancos con la deuda indirecta se componen de títulos que tienen carácter monetario y de títulos de deuda no monetarios. La creación y destrucción de los primeros puede afectar la masa monetaria en poder del público, lo que se manifiesta en el conocido efecto multiplicador monetario del crédito bancario. Sin embargo, esto no implica necesariamente una relación lineal entre captación y financiamiento por parte de los intermediarios financieros bancarios, ya que dentro de límites variables ambos conceptos evolucionan independientes uno del otro a consecuencia de la capacidad de creación de títulos de deuda por parte de los agentes económicos.

Esta relación entre deuda directa e indirecta tiene un desarrollo complejo en la actualidad, ya que por distintas razones las formas de financiamiento contemporáneas han evolucionado hacia un incremento sustancial de la deuda directa mediante la emisión de títulos de deuda en los mercados de valores, lo que se conoce como la titulari-



zación de la deuda. Para enfrentar esta evolución, los bancos comerciales han extendido sus actividades de financiamiento en la dirección de las llamadas “operaciones fuera de la hoja de balance” que consisten básicamente en operaciones relacionadas con las garantías que el banco puede ofrecer a un cliente para respaldar su liquidez y por lo cual recibe como pago una comisión. Otra respuesta a esa tendencia ha sido la de que los bancos comerciales se integren con otro tipo de agentes financieros en la modalidad de banca universal o grupo financiero para ofrecer los distintos tipos de financiamiento en la lógica de “ventanilla única”, con el fin de obtener cuatro beneficios potenciales.

El primero es lograr economías de alcance al poder producir conjuntamente servicios de información integrando los distintos segmentos de actividades. El segundo se refiere a las economías de escala que se pueden obtener cuando el banco logra emitir créditos para el financiamiento de todo el grupo o por la provisión de fondos a las filiales. En tercer lugar, la expansión de los bancos hacia empresas no bancarias, mediante la propiedad de acciones de dicha empresa, les ofrece una vía para resolver los problemas de asimetría en la información con respecto a sus clientes. Por último, esta evolución hacia la banca universal o la integración con la industria ofrece la ventaja de reducir los riesgos debido a la diversificación de inversiones. A pesar de estos beneficios potenciales, hay que señalar que la evolución actual hacia la banca universal ha quedado limitada en algunos grandes bancos a nivel mundial, mientras que se observa una tendencia general hacia la reespecialización en “nichos de mercados” por parte de los intermediarios financieros, lo que parecería sugerir un nuevo fortalecimiento del financiamiento indirecto o la desagregación de las cadenas en las que se produce valor agregado en el sistema financiero.

Considerando de conjunto lo visto en este punto se puede afirmar que los intermediarios financieros bancarios ocupan un lugar singular en el sistema monetario-crediticio que analizamos, ya que sus funciones interrelacionan el papel en la operación del sistema de pagos y el que tienen en la operación del sistema crediticio donde operan títulos de deuda con carácter monetario y no monetario. Esto los pone como un actor central del sistema, con tales características que las tendencias actuales al incremento de la deuda directa en los sistemas monetario-crediticios no parecen cuestionar dicha posición, aunque hayan inducido cambios importantes en sus actividades, como se verá en el capítulo 3.

### *Intermediación financiera y beneficios bancarios*

Las particulares características de los intermediarios financieros bancarios dentro de los agentes que operan en el sistema monetario-crediticio, aunadas al hecho de que dicha intermediación la realizan empresas que deben ser rentables, crea una situación particular para el comportamiento de los bancos. Éstos deben combinar la eficiente atención de los servicios monetarios y crediticios a los agentes económicos junto con la obtención de beneficios por el cumplimiento de estas actividades, asegurando con ello que ofrecen servicios financieros eficientes para el desempeño de la economía al tiempo que desarrollan establemente el negocio bancario.

Para analizar estos problemas, presentamos primero un análisis de los determinantes de la rentabilidad bancaria y luego esquematizamos un modelo completo de comportamiento bancario, en el que se establecen relaciones entre maximización de los beneficios bancarios y la optimización de los costos de transacciones y de portafolio.

#### *Determinantes de la rentabilidad bancaria*

La rentabilidad bruta que el banco obtiene en su negocio de intermediación es resultado de la diferencia entre lo que paga por los fondos que capta (tasa de interés pasiva) y lo que cobra por los préstamos que otorga (tasa de interés activa). Por lo tanto, para comprender los factores que determinan esta rentabilidad bancaria bruta y los de dicha rentabilidad en términos netos, es necesario analizar primero qué determina a las tasas de interés pasiva y activa para luego considerar los componentes que explican el margen entre ambas, ya que esto configura la rentabilidad bancaria bruta.

#### Tasas de interés nominal observable y premios por riesgos

Comenzamos considerando los determinantes que explican la tasa de interés nominal observable a la que consideramos como tasa de largo plazo, para luego aplicar la estructura de análisis que se deriva de ello al estudio de las tasas de interés bancario activa y pasiva.

Decimos que la tasa de interés de largo plazo observable en el mercado ( $k$ ) será el resultado de cuatro factores principales:

1. La tasa de interés real ( $r$ ).<sup>4</sup>
2. La tasa esperada de inflación ( $x^*$ ).
3. El premio por el riesgo de incumplimiento de los prestatarios ( $p$ ).
4. El premio por riesgo de tasa de interés ( $m$ ).

Esto se resume en la siguiente ecuación:

$$k = r + x^* + p + m$$

Asimismo, podemos denominar tasa de interés nominal libre de riesgo ( $i$ ) a la que resulta de sumar la tasa de interés real ( $r$ ) y el premio que protege al inversionista respecto a la inflación anticipada ( $x^*$ ). Todo ello se representa del siguiente modo

$$i = r + x^*$$

Sustituyendo este valor en la ecuación de la tasa de interés nominal observable que presentamos anteriormente, tendremos

$$k = i + p + m$$

Esto significa que estando dada la tasa de interés real, la tasa de interés observable en el mercado ( $k$ ) está siendo determinada por los premios a tres diferentes tipos de riesgos que debe asumir el inversionista como son el riesgo por inflación ( $i$ ), el riesgo de prestatario ( $p$ ) y el riesgo de tasa de interés ( $m$ ). Veamos cada uno de estos riesgos por separado.

#### RIESGO DE INFLACIÓN

La tasa de interés nominal libre de riesgos ( $i$ ) será igual para todos los activos financieros.

$$i = (r + x^*)$$

<sup>4</sup> Para los fines de nuestro análisis no es significativo precisar una u otra teoría como soporte de esta tasa de interés "real". Podría considerarse tanto la que se define por relación entre ahorro e inversión en el enfoque Neoclásico o la que se resuelve en términos monetarios en el enfoque Keynes. Esto es así porque lo relevante para el análisis que aquí se presenta es lo referido al riesgo de inflación sobre una cierta tasa dada. Esto no implica desconocer la importancia de aquel debate sobre tasa "real" o monetaria, por lo que sólo se adopta este punto de vista por facilidad de presentación.

Supuesta dada la tasa de interés real, existe riesgo de inflación debido a que se puede presentar una inflación no anticipada por el prestamista. Esta inflación no anticipada resulta de que la inflación realmente observada ( $x$ ) fue superior a la inflación anticipada ( $x^*$ ), lo que se expresa como

$$(x - x^*)$$

Esta inflación no esperada es relevante para prestamistas y prestatarios porque provoca efectos redistributivos entre ellos.

Si  $(x - x^*) = 0$  significa que ni el prestamista ni el prestatario tendrán ganancias por inflación o deflación.

En cambio, si  $(x - x^*) > 0$  esto significa que habrá una inflación no anticipada, con lo que el prestatario obtendrá un beneficio a costa del prestamista, ya que estará pagando la deuda con una moneda de menor poder adquisitivo.

Por el contrario, si el signo es negativo estaremos ante una deflación no anticipada y esto provocará un efecto redistributivo a favor del prestamista, ya que se ha revaluado la moneda en términos de su poder adquisitivo de bienes.

### RIESGO DE PRESTATARIO

Este riesgo se presenta ante la posibilidad de incumplimiento por parte del prestatario, y la evaluación del prestamista sobre dicho riesgo es lo que se presenta como el premio ( $p$ ) que aplica por encima de la tasa de interés real. Este riesgo de prestatario surge básicamente por las posibilidades de que éste incumpla con el pago de su deuda, debido a la mala evolución de la actividad para la que demandó el préstamo así como por las dudas sobre la solvencia de quien toma el préstamo. También se asocia con la información de que dispone el prestamista cuando toma la decisión de prestar, sobre lo que volveremos más adelante.

### RIESGO DE TASA DE INTERÉS

Este riesgo se presenta para el prestamista ante la posibilidad de que se produzcan cambios desfavorables en la tasa de interés durante el periodo de maduración del préstamo. Básicamente, este riesgo se

presenta cuando la tasa de interés observada durante el periodo de maduración del préstamo difiere de la tasa de interés anticipada por el prestamista, provocando con ello pérdidas al prestamista por una u otra razón. Un ejemplo típico se presenta cuando la deuda se concreta por medio de un bono de renta fija y en el curso de maduración de la deuda sube la tasa de interés provocando la consecuente disminución en el precio del bono. La actividad de intermediación de los bancos introduce factores específicos en este riesgo de tasa de interés, los que se consideran más adelante.

### Tasas de interés bancarias pasivas y activas

Corresponde ahora que apliquemos el esquema del punto anterior al análisis de los determinantes de las tasas de interés bancarias pasivas y activas.

Conforme a dicho esquema decimos que la tasa de interés de los depósitos ( $k_d$ ) debería estar determinada por los siguientes factores

$$k_d = i + p + m$$

Sin embargo,  $p$  será igual a cero, porque asumimos que los seguros de depósito eliminan el riesgo de prestamista.

Asimismo,  $m$  será igual a cero debido a que los depósitos bancarios no tienen riesgo de tasa de interés por ser de corto plazo.

Por lo tanto, teóricamente la tasa de interés de los depósitos sólo debería equivaler a la tasa de interés nominal libre de riesgo ( $i$ ), compuesta por la tasa de interés real más la prima que cubre el riesgo de inflación anticipada, por lo que dicha tasa de interés pasiva se expresará del modo siguiente

$$k_d = i = (r + x^*)$$

Veamos ahora los determinantes de la tasa de interés activa o de préstamo que cobrará el banco por sus préstamos. Dicha tasa estará determinada por los siguientes factores:

$c_c$  = costo de captación de los fondos

$p$  = prima por el riesgo de incumplimiento del prestamista

$m$  = prima por riesgo de tasa de interés

$v$  = efecto del conocimiento del cliente por parte del banco

Por lo tanto, la tasa de interés activa o de préstamo que cobrará el banco ( $k_p$ ) será

$$k_p = c_c + p + m + v$$

Margen (*spread*) entre tasas de interés activas y pasivas

Podemos considerar ahora los determinantes del margen que existe entre la tasa de interés activa y la tasa de interés pasiva. Dicho margen se explica por

$c_o$  = costos operativos

$imp$  = impuestos

$g_b$  = margen de ganancia del banco

Por lo tanto, el margen entre tasas activas y pasivas puede explicarse del modo siguiente

$$k_p - k_d = c_o + imp + g_b$$

De todo lo visto, puede decirse en primer lugar que la intermediación financiera tiene por objetivo tomar fondos de corto plazo y prestar a largo plazo con una tasa suficientemente elevada por encima de la de corto plazo como para cubrir los costos e impuestos y generar una ganancia. Este ingreso de los bancos por la diferencia entre tasas activas y pasivas representa el pago por los servicios de intermediación financiera que ellos brindan al reducir los costos de transacción, diversificar beneficios y reducir riesgos de prestamista y de tasa de interés.

Por otra parte, la tasa de préstamo ( $k_p$ ) cobrada por la banca está regulada por la tasa de interés de largo plazo observable en el mercado ( $k$ ). Si  $k_p > k$  se amenaza la intermediación bancaria, ya que tenderá a desarrollarse la deuda directa, mientras que si  $k_p < k$  puede amenazarse el margen de ganancia bancario y, por lo tanto, la estabilidad de los propios intermediarios.

A la inversa, el aumento en la eficiencia bancaria reduciendo los costos operativos y los riesgos de cartera y tasas de interés, así como por fijar los márgenes en razón del volumen total intermediado más

que por el ingreso obtenido en cada operación, favorece la reducción de la tasa de interés de los préstamos e indirectamente influye para que se reduzca la tasa de interés de mercado.

*Un modelo completo de comportamiento bancario* <sup>5</sup>

Luego de haber analizado determinantes básicos de la rentabilidad bancaria, podemos mencionar ahora que la literatura proporciona modelos generales de comportamiento bancario en los que se busca compatibilizar el cumplimiento eficiente de la función de intermediación con la maximización de utilidades de la firma. Se trata de modelos generales porque integran en la función de los beneficios esperados del banco el análisis del manejo de las transacciones y de portafolio que ellos realizan, combinando teoría de la firma y de manejo de portafolio. Con esta aproximación se consideran los factores de incertidumbre presentados en las teorías del portafolio con los relativos al costo de los recursos en términos reales y a los determinantes que explican las tasas de los pasivos. Por otra parte, un modelo completo de la firma bancaria con esta aproximación debe permitir la determinación simultánea de la estructura de activos y pasivos así como el tamaño del banco.

En estos modelos completos se analizan los costos de los recursos reales, los costos de la liquidez y los costos de la insolvencia (quiebra bancaria).

La restricción en la hoja de balance es la siguiente:

$$R + E = D + K = A$$

donde  $R$  = reservas;  $E$  = activos que dan ingresos;  $D$  = depósitos;  $K$  = capital;  $A$  = activos totales.

Para maximizar los beneficios esperados del banco ( $EP$ ), los administradores deben elegir tres variables: el tamaño del portafolio del banco ( $A$ ); la estructura de activos del banco ( $E/A$ ), y la estructura de pasivos del banco ( $D/A$ ).

La función que define los beneficios esperados del banco ( $EP$ ) se puede resumir según los siguientes componentes.

<sup>5</sup> Este modelo fue formulado en Baltensperger (1980) y la versión que se presenta se basa en la interpretación del mismo presentada en Sinkey (1992).

El primer componente de esta función es el que corresponde al manejo del diferencial entre tasas activas y pasivas, definido así

$$[ra - cd - (1 - d)k]A$$

donde  $a = E/A$ ;  $d = D/A$ ;  $r =$  retornos esperados de los activos;  $c =$  costo de interés de los depósitos;  $k =$  costo de oportunidad del capital por acciones.

En la expresión anterior

$(raA)$  refleja el retorno por efecto de los activos que dan ingresos

$(cdA)$  es el costo de los depósitos

$(1-d)kA$  es el costo de oportunidad del capital del banco.

El segundo componente de la función de beneficios se focaliza en el costo de los recursos reales o de "supervisión y dirección" ( $O$ ), los que serán función de  $A$ ,  $a$  y  $d$

$$O(A, a, d)$$

Esta ecuación debe leerse en el sentido de que la "Supervisión" es una función del tamaño y composición de la hoja de balance del banco.

El tercer componente de dicha función mide los costos de la liquidez ( $Q$ ), el que también será función de las características que tenga la hoja de balance del banco

$$Q(A, a, d)$$

El cuarto y último componente de esta función de beneficios esperados son los costos de solvencia ( $S$ )

$$S(A, a, d)$$

los que son función del tamaño del banco, la estructura de activos y la estructura de capital.



Combinando las ecuaciones que corresponden a los cuatro componentes presentados y operando, la función de los beneficios esperados del banco ( $EP$ ) quedará finalmente del modo siguiente

$$(EP) = [ra - cd - (1 - d)k]A - O(A, a, d) - Q(A, a, d) - S(A, a, d)$$

Ésta nos dice que para maximizar sus beneficios esperados, el banco debe determinar el valor óptimo de sus activos ( $A$ ), de la estructura de activos que dan ingresos a activos totales ( $a = E/A$ ) y de la estructura de sus depósitos a activos totales ( $d = D/A$ ), considerado todo ello como un conjunto interdependiente en términos de los parámetros de las funciones subyacentes de costos y retornos.

En un contexto de competencia en el sistema financiero y en la economía, la maximización de las utilidades de los bancos debe darse junto con la optimización de costos para el manejo de las transacciones y el portafolio. Esto significará que aquellos beneficios se han logrado reduciendo el diferencial entre operaciones pasivas y activas, al tiempo que se ha promovido el incremento del ahorro financiero y se ha apoyado eficientemente la inversión.

### *Eficiencia funcional del sistema y el racionamiento del crédito bancario*

En el tercer y último tema de este capítulo interesa considerar algunos criterios para establecer la eficiencia funcional en los sistemas financieros, así como problemas relacionados con el racionamiento del crédito por parte de los bancos debido a cuestiones de información.

Comenzamos presentando algunos conceptos generales relativos a la eficiencia de un sistema financiero. El primero de dichos conceptos se refiere al arbitraje de información y plantea que si hay eficiencia plena en el funcionamiento del sistema financiero no es posible obtener ganancias por esta razón.

El segundo concepto de eficiencia de sistema se refiere a la valuación de los activos financieros, indicando que la eficiencia óptima se logra cuando el valor de mercado de dichos activos refleja el valor presente de la corriente de pagos futuros generada por la tenencia del activo.

Un tercer concepto es el de la seguridad que ofrece el sistema para resguardarse frente a riesgos internos o internacionales.

Con base en este marco general podemos especificar el concepto de eficiencia funcional señalando que con el mismo se define el cumplimiento de funciones sustantivas por parte del sistema financiero, como son el manejo de transacciones y la gestión de los portafolios, lo que implica combinar riesgos, asignar recursos, establecer los seguros, manejar los mecanismos de pago y movilizar el ahorro hacia la inversión.

Este concepto muestra que si bien el financiamiento de la inversión es una actividad sustantiva del sistema financiero, el que ello se cumpla adecuadamente supone un cúmulo de actividades mucho mayor que las propias del acto de financiamiento.

Un indicador importante para evaluar este aspecto de la eficiencia funcional es la solidez de las apreciaciones de los intermediarios sobre su actividad y el contexto socioeconómico, lo que puede medirse por ejemplo según el nivel de cartera vencida, el costo de los recursos, la calidad y rapidez de los servicios, y la cantidad de trámites implicados en ello.

Para detallar los alcances de este concepto de eficiencia funcional presentamos tres particularizaciones del mismo.

### *Profundidad en el desarrollo financiero*

Un aspecto relevante en el concepto de eficiencia funcional de un sistema financiero es la profundidad del mismo, designando con ello la amplitud de los activos financieros con distintos plazos y riesgo con que se opera en una economía.

En relación con este tema la literatura especializada señala que los sistemas financieros en su desarrollo pasan por una primera etapa en la que el dinero se genera con respaldo en la deuda pública; luego avanzan a una segunda etapa caracterizada porque el dinero se respalda en la deuda privada; y por último llegan a una tercera etapa que se caracteriza por la proliferación de títulos de crédito financiero emitidos por instituciones financieras y no financieras. Esta evolución crea lo que se denomina como una progresiva profundización del sistema financiero en términos de la diversidad de instrumentos financieros y de la ampliación de plazos, lo que se traduce en mayores coeficientes de captación y endeudamiento respecto al PIB.

En contraste, una dimensión que permite apreciar lo que implica esta profundización en el desarrollo de los sistemas financieros se

obtiene al comparar las respuestas de los agentes económicos durante procesos de desintermediación en países con gran profundidad financiera respecto a los que no tienen tal desarrollo. En los primeros, los fenómenos de desintermediación conducen a sustituir activos de deuda indirecta por otros de deuda directa, mientras que en los países con bajo desarrollo financiero lo que se produce es la sustitución de depósitos por activos tangibles usados como salvaguarda contra la inflación, o se transfiere la riqueza financiera a activos denominados en moneda extranjera.

En conclusión puede señalarse que incrementar la parte del ahorro total que se convierte en ahorro financiero es una función principal del sistema financiero, ya que la amplitud de esta captación potencia las posibilidades de operación de dicho sistema. Hay varios aspectos que contribuyen significativamente a este objetivo. Notoriamente ocupan un lugar principal el ya mencionado factor de confianza de los ahorradores en los agentes del sistema financiero, así como la estabilidad de las condiciones macroeconómicas y la evolución general de la economía. La disposición de los agentes económicos para canalizar mayores o menores montos de sus fondos monetarios hacia el sistema financiero institucional depende en parte de la seguridad que les ofrecen los depositarios o prestatarios en cuanto a la restitución del dinero, ya sea por la existencia de disposiciones legales para tal fin o por la solvencia de quienes toman los fondos en depósito o préstamo. También impacta positivamente en la propensión al ahorro financiero de las comunidades, la distribución en el territorio de los agentes financieros que realizan de una u otra forma captación de fondos, lo que es particularmente importante en la banca minorista.

Asimismo, la diversidad de productos ofrecidos para la colocación de fondos contribuye a fortalecer y a ampliar la captación de recursos en el sistema financiero. Por su parte, el premio que recibe el inversionista o ahorrador por canalizar sus fondos en el sistema financiero tendrá un efecto básico sobre las decisiones que éstos toman para distribuir su riqueza entre la adquisición de activos financieros y aquella otra parte que mantienen en forma líquida o que canalizan hacia el consumo. Aquel premio que obtiene el inversionista puede provenir de una inversión en activos de renta fija o de renta variable, pero las tasas de interés fijan el piso para la decisión de invertir en activos financieros a la que hicimos referencia. Dado ese piso, las opciones para el inversionista financiero se plantean entre invertir en

renta fija o renta variable, y dentro de lo primero la opción se dará en función de la estructura de tasas de interés monetarias y de plazos, así como de las condiciones para las diferencias de colocación. Estas distintas opciones afectan el tipo y la profundidad del financiamiento que a partir de ello puede ofrecer el sistema financiero.

Por último, también serán significativas para la conducta de los agentes económicos las diferencias entre las tasas de interés internas y las que se registran en el extranjero, ya que ello puede llevar a desplazar el ahorro interno hacia el exterior o viceversa, con lo que se afecta el ahorro disponible en el país, lo que finalmente podría afectar el nivel de producto y el ahorro.

### *Estructuras de mercado*

Otro aspecto importante de la eficiencia funcional de un sistema financiero son las estructuras de mercado con las que éste opera.

Por estructuras de mercado se entienden las modalidades de competencia, la concentración e interconexión entre las instituciones financieras y las empresas comerciales así como el grado de especialización que tienen los distintos agentes del sistema.

En términos generales, las teorías financieras de inspiración neoclásica conciben que el cumplimiento de las condiciones y supuestos correspondientes al mercado de capitales en competencia perfecta resultan lo más adecuado para que este mercado funcione de manera eficiente. Esto significa que la línea principal de reflexión sobre estructuras de mercado propone la reducción o eliminación de las formas oligopólicas o monopólicas de organización de los mismos, ya que éstas restringen la eficiencia económica.

Sin embargo, los temas referidos a la vinculación entre instituciones financieras y empresas comerciales, así como los de la integración de las diversas modalidades de especialización de los intermediarios en una banca universal, están siendo motivo de importantes debates ante las cambiantes condiciones de las finanzas contemporáneas, lo que sin embargo excede los alcances de este trabajo.

### *Racionamiento voluntario del crédito bancario*

Una última dimensión en la eficiencia funcional de los intermediarios, que merece una consideración particular por su relevancia para eva-

luar el desempeño bancario, es la que se identifica como *eficiencia en la distribución del crédito* por parte de estas instituciones.

Esto se refiere a las decisiones que toman los bancos respecto a fijar las tasas de interés activas cuando hay incertidumbre sobre la solvencia financiera de los prestatarios, dado un contexto de fuerte demanda de préstamos a las tasas vigentes. Esto puede generar topes endógenos a los préstamos creados por los condicionamientos que ponen los intermediarios para realizar una asignación eficiente de los créditos. Estos topes endógenos pueden surgir porque los costos de información necesarios para distinguir los riesgos de diversos prestatarios pueden ser prohibitivos para los bancos, de modo que éstos pueden decidir imponer racionamiento al crédito aun cuando podrían encontrar una demanda efectiva a tasas de interés más altas que las vigentes en el mercado. Aunque éste es un comportamiento racional de los bancos cuando los costos de información son muy altos por asimetría de información, sin embargo genera una asignación subóptima de capital dado que pueden descartarse proyectos que bajo otros análisis podrían ser viables.

Esto sugiere que aún en condiciones de liberalización financiera, la subsistencia de asimetrías en la información puede conducir a una asignación subóptima del capital, reduciendo la eficiencia de la inversión y afectando el nivel del producto y el ahorro.

### *Bibliografía*

- Baltensperger, Ernst (1980), *Alternative Approaches to the Theory of the Banking Firm*, Journal of Monetary Economics, January.
- Fry, Maxwell J. (1990), *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, Cemla-Felaban, México.
- Schneider, F. (1981), *Teoría Económica*, Editorial Tecnos, México.
- Sinkey, Joseph F. (1992), *Commercial bank financial management*, Macmillan Publishing Company.
- Smith, George David y Sylla, Richard (1993), "The transformation of financial capitalism: an essay on the history of American capital markets", en *Financial markets, institutions and instruments*, vol. 2, núm. 2, May, New York University Salomon Center, Blackwell Publishers, Camb.
- Stiglitz, Joseph (1993), *Economía*, Editorial Ariel, Barcelona.
- y Andrew Weiss (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review* 71.

Swary, Itzhak y Topf, Barry (1993), *La desregulación financiera global*, Fondo de Cultura Económica, México.

World Bank (1990), *World development report. The role of financial systems in development*, World Bank, Washington.

### 3. Sistema monetario-crediticio y regulación estatal. El cambiante panorama de fin de siglo

Tanto el tipo de sistema monetario-crediticio nacional como el internacional que hemos venido considerando, están teniendo cambios importantes desde hace más de dos décadas y es previsible que este proceso continúe con nuevas y aún más radicales transformaciones en el futuro. Dentro de esa situación de transición, los cambios ya producidos en estos sistemas monetario-crediticios da a los mismos algunos rasgos definidos cuyo conocimiento es fundamental para comprender las condiciones en las que se cumplen los procesos de ahorro, inversión y financiamiento en la actualidad.

El objetivo de este capítulo es presentar esquemáticamente esos rasgos que caracterizan a los sistemas monetario-crediticios contemporáneos, así como las nuevas reglas de regulación estatal con las que éstos operan.

Para ello asumimos que los sistemas monetario-crediticios nacionales contemporáneos operan con una moneda que es un medio de pago mixto y que está regulado por un Banco Central, constituyendo una matriz financiera institucional generalizada luego de la Segunda Guerra Mundial entre países del Hemisferio occidental con muy distinto grado de desarrollo. Dicho sistema formaba parte de un orden macroeconómico mundial bajo el cual se cumplió un largo ciclo de crecimiento “virtuoso” en las economía de mercado desde la posguerra. A finales de los sesenta, las cambiantes circunstancias que impone

un gran cuadro de ajuste estructural en la economía mundial así como el desarrollo de mercados, instrumentos y agentes financieros novedosos, presionan para que se reforme la matriz institucional tradicional sobre la que operaba el sistema monetario-crediticio nacional e internacional.

Sin embargo, esta problemática del cambio en los sistemas monetario-financieros se presenta de manera muy diferente en los grandes países industriales y en los llamados países en desarrollo, lo que se muestra en el hecho de que las reformas se están dando con mayores dificultades y más rezago en los últimos que en los primeros. Atendiendo a esta diferencia entre tipos de países, cumplimos el objetivo propuesto para este capítulo considerando separadamente el proceso de cambio de la matriz monetario-crediticia en cada uno de aquellos casos.

Es así que primero analizamos las transformaciones de los sistemas monetario-crediticios en los países industrializados junto a la tendencia a la globalización financiera mundial, las que fueron pioneras dentro del proceso de cambio mundial en los sistemas monetario-crediticios, por lo que los resultados logrados con las mismas hasta el momento aparecen con un cierto carácter paradigmático para las naciones que acceden con retraso a estos grandes cambios financieros.

En el segundo punto de este capítulo consideramos las particularidades que presenta el cambio en los sistemas monetario-crediticios y en la regulación pública de los mismos en los países en desarrollo. En este análisis se enfatiza lo referido a la problemática de la llamada "represión financiera", así como las cuestiones relativas al orden que debería seguir la liberalización financiera en dichos países dadas las difíciles condiciones en las que debe cumplirse.

### *Los sistemas monetario-crediticios de los países industrializados*

La diversidad de situaciones en los distintos casos nacionales que componen lo que se identifica como "países industrializados" hace que los cambios que interesa considerar en este punto tengan distinto grado de concreción y profundidad en cada uno de ellos, y aún es posible que en casos particulares se presenten situaciones que contradicen dichas tendencias de cambio. Por ejemplo, la persistencia del proteccionismo sobre el mercado financiero japonés o la supervivencia de segmentaciones territoriales y funcionales en el sistema finan-



ciero de Estados Unidos. Sin embargo, es posible establecer algunos rasgos generales que van caracterizando a los nuevos sistemas monetario-crediticios en estos países y al conjunto del sistema internacional que se conforma bajo su hegemonía.

*Características de los sistemas monetario-crediticios nacionales e internacionales de posguerra*

Para precisar el alcance de estos cambios comenzamos reseñando las características principales que tenían los sistemas nacionales e internacionales tradicionales conformados luego de la Segunda Guerra Mundial.

Esquemáticamente, esos sistemas podrían caracterizarse del modo siguiente. El sistema monetario-crediticio nacional se configuraba a partir de monedas nacionales fiduciarias establecidas con carácter de monopolios públicos que aseguran el curso y la convertibilidad de las mismas. Estas monedas se integraban en un sistema de medios de pagos mixto compuesto por dicha moneda nacional y los depósitos bancarios, todo ello articulado y regulado por el Banco Central que operaba como prestamista de última instancia para el conjunto del sistema financiero nacional.

Para que este sistema regulatorio funcionara era necesario que la economía a la que pertenecía estuviera relativamente cerrada en términos monetarios respecto a la economía internacional, sin frenar con ello el incremento del comercio internacional característico de esta fase del desarrollo económico mundial.

Esto era posible gracias a que el régimen monetario de Bretton Woods, basado en el patrón dólar, proporcionaba un sistema de tipos de cambio fijo y estable respecto al dólar, a partir del cual el Banco Central de cada país podía operar su acción regulatoria hacia el interior de la economía. En lo fundamental, esta acción se orientaba por una parte al control de la captación mediante políticas de encaje y a administrar el proceso de financiamiento del ciclo de inversión con base en la regulación de los préstamos bancarios, mediante políticas de asignación selectiva del crédito establecidas por el Banco Central. La creación monetaria que acompañaba a la expansión del crédito bancario y las regulaciones administradas de la tasa de interés indujeron una dinámica de inflación rampante y tasas de interés negativas, generando de conjunto un ciclo de financiamiento de la inversión mediante la

creación de ahorro forzoso ex-post. Como el nivel de la tasa de interés premiaba las colocaciones más líquidas, se desalentaba el ahorro ex-ante y la expansión de los mercados de valores como ámbito para el financiamiento de las empresas.

*Factores que impulsaron el cambio en los sistemas monetario-crediticios*

Aquel sistema monetario-crediticio que permitió financiar el gigantesco ciclo de inversión exigido por la reconstrucción de las economías devastadas con la guerra y el lanzamiento de un sostenido ciclo de crecimiento económico mundial, encontró sus límites desde fines de los sesenta bajo el impulso de un conjunto complejo de factores, de los que destacamos los siguientes:

Primero, el trastocamiento del orden económico mundial de posguerra como consecuencia del agotamiento en el modelo de desarrollo bajo el cual se había logrado el ciclo de crecimiento mencionado más arriba. Una señal decisiva de crisis estructural en la economía mundial se tuvo a mediados de los setenta, cuando se produjo la primera recesión coincidente de los grandes países industriales, con lo que se generó una circunstancia inusitada de estancamiento con inflación (estanflación).

Esa crisis había sido precedida por otra evidencia de agotamiento estructural, como había sido la quiebra del régimen monetario de Bretton Woods a fines de los sesenta con el abandono de la convertibilidad dólar-oro y de la tasa fija de cambio que acompañaba aquella convertibilidad. Este régimen monetario internacional de posguerra no ha sido sustituido todavía por otro régimen estable que opere reglas claras para la creación y gestión de la liquidez internacional, por lo cual la economía mundial ha venido operando desde entonces en un ambiente de inestabilidad e incertidumbre cambiaria.

El impacto de ambos fenómenos sobre los sistemas monetario-crediticios se vio incrementado por los dos choques petroleros ocurridos desde mediados de los setenta. El primero de dichos choques en 1974 dio lugar al grave problema del reciclaje de los "petrodólares", y aunque fue resuelto exitosamente, con ello se creó una sobreoferta de fondos que alentó un excesivo endeudamiento internacional hasta finalmente desembocar en la crisis de la deuda en 1982 que ocurrió luego del segundo choque petrolero en 1981.

De conjunto, la crisis en la estructura de la economía mundial de posguerra y sus efectos sobre los regímenes monetarios y crediticios han dejado un ambiente de inestabilidad cambiaria e incertidumbre económica en los países industrializados, que han sido un factor poderoso para la transformación de los sistemas monetario-crediticios.

Un segundo conjunto de factores que presionaron para dicha transformación fueron los nuevos mercados, actores e instrumentos monetario-crediticios de carácter transnacional, que emergieron casi desde los orígenes del régimen de Bretton Woods, pero que se desarrollaron extraordinariamente a partir de los setenta con las situaciones de inestabilidad cambiaria e incertidumbre internacional mencionadas.

Estas relaciones monetarias y crediticias transnacionales surgieron por una parte como una respuesta de las compañías y los bancos estadounidenses a las barreras regulatorias existentes en su país. A consecuencia de la llamada Regla Q que restringía las operaciones de los bancos estadounidenses, éstos comenzaron a realizar depósitos en dólares en bancos ubicados fuera de los Estados Unidos. Con ello dieron origen a los llamados eurodólares que, siendo depósitos en dólares creados por estos intermediarios en ese circuito extrainstitucional y extraterritorial fuera del control de la Reserva Federal estadounidense, se convierten en un medio para la creación de la liquidez privada internacional no regulada por los Bancos Centrales

Junto con ello y debido a la inestabilidad cambiaria mencionada antes, bancos transnacionales estadounidenses y de otras nacionalidades expandieron la operación de los mercados de divisas con el fin de obtener ganancias de arbitraje, sin que esa expansión tuviera ninguna correlación con los balances comerciales entre los respectivos países involucrados. Dicha expansión se vio promovida también por distintas medidas tomadas por las autoridades financieras en los grandes países industriales para promover la formación de centros financieros *off-shore*, los que se convirtieron en la base de operación de la banca transnacional y tejieron una red mundial de operaciones bancarias de veinticuatro horas entre dichos centros.

Sobre la base de las operaciones en eurodólares también se desarrollaron mercados de eurocréditos bancarios, así como de eurobonos en los que se operan bonos de deuda denominados en esa moneda, los que de conjunto permiten concretar grandes volúmenes de financiamiento para empresas y gobiernos, con márgenes muy reducidos de utilidad y libre de las regulaciones de los Bancos Centrales.

Por otra parte, las condiciones en las tasas de interés bancarias, las exigencias de capitalización planteadas a los bancos ante la creciente fragilidad financiera internacional, así como la necesidad de reducir costos de financiamiento y ampliar la oferta de crédito, llevó a los bancos a realizar operaciones mediante el cobro de comisiones, las que se identifican como las llamadas "operaciones fuera de la hoja de balance". Éstas rápidamente compitieron en importancia con las operaciones tradicionales de la banca debido a sus efectos favorables en la utilidad bancaria, ya que reducen la necesidad de reservas de capital.

Asimismo, a mediados de los setenta el Gobierno de Estados Unidos tomó medidas para alentar el desarrollo de los fondos de pensión, lo que habría de ser un poderoso factor para incrementar el ahorro financiero en ese país, así como para promover el crecimiento de este nuevo agente que en la actualidad se ha convertido en una pieza clave para la operación de los mercados de valores y el financiamiento internacional.

Por último, desde mediados de los ochenta las autoridades financieras y bursátiles de los grandes países industriales fueron liberalizando las operaciones internacionales de los distintos mercados, contribuyendo a las tendencias para que se globalicen los movimientos de capital a nivel mundial.

Estos factores mencionados en segundo término provocan el surgimiento de un sistema de mercados, agentes e instrumentos transnacionales que expanden la liquidez internacional en forma privada, así como amplían los recursos crediticios mundiales fuera de la regulación de los Bancos Centrales y de la fiscalización de los sistemas institucionales internacionales.

Un tercer conjunto de factores que concurrieron para promover un cambio en el sistema monetario-crediticio nacional e internacional de posguerra fueron las transformaciones de orden tecnológico y en los instrumentos y técnicas de análisis financiero. Por una parte, las grandes revoluciones en las telecomunicaciones vía satélite que permitieron interrelacionar todo el planeta con costos bajos y alta regularidad en el flujo de voz y datos. Por la otra, los extraordinarios avances en la industria de la computación que muy rápidamente posibilitaron manejar grandes volúmenes de información y realizar complejas operaciones para el diseño y seguimiento de las estrategias de inversión de cartera. Por último, y complementando lo anterior, se desarrollaron nuevos modelos de análisis y técnicas para la administración de riesgo

financiero, a partir de lo cual se expandirían el diseño de programas de cómputo que permitieron operar aquellos nuevos modelos.

*Cuatro características básicas de los nuevos sistemas monetario-crediticios*

La interacción compleja entre los factores que mencionamos en el punto anterior condujeron a la transformación de los sistemas monetario-crediticios de los países industriales así como del sistema financiero internacional. Cuatro grandes rasgos caracterizan a la nueva matriz institucional monetario-crediticia.

Un primer rasgo es que se desplaza el financiamiento bancario por el que se obtiene mediante la emisión títulos de deuda (papeles comerciales, bonos, etc.) en los mercados de valores. Esto que se ha dado en llamar la "titularización" del financiamiento se explica porque permite a los agentes económicos que buscan resolver sus necesidades financieras para proyectos de inversión, obtener costos, montos y condiciones más favorables de las que ofrecen los bancos. Con ello se genera una tendencia a que los bancos comerciales se vean desplazados en sus funciones por los agentes que operan en los mercados de valores, aunque al mismo tiempo dichos bancos desarrollan nuevas operaciones "fuera de la hoja de balance" a las que ya hicimos referencia, así como se organizan en la forma de banca universal con el fin de desarrollar todo tipo de operaciones de financiamiento. Obviamente, son muy pocos los agentes financieros a nivel mundial que pueden concurrir a este tipo de mercado de banca universal, por lo que junto con ello también se produce una reespecialización de los agentes buscando atender los "nichos" de mercado en los que disponen de mayor competitividad.

Un segundo rasgo de esta nueva matriz institucional para las operaciones monetarias y financieras es la llamada innovación financiera, que consiste en una conducta permanente de cambio motivada por la búsqueda de mejorar sustancialmente la administración y transferencia de riesgos financieros, incrementar la liquidez de los instrumentos y aumentar la oferta de crédito disponible en los sistemas financieros. Probablemente, el aspecto más significativo de estas distintas innovaciones consiste en la capacidad que se logra con ello de transformar al riesgo en un bien económico que puede medirse y convertirse en objeto de comercio. Para esto se desarrolló una nueva familia de

productos financieros que se emiten como derivados de los activos respecto a los cuales se busca protección frente al riesgo, razón por la cual a dichos instrumentos se les denomina productos derivados. En general, los cuatro tipos básicos de estos productos derivados son los contratos adelantados, los futuros, las opciones y los *swaps*.

Un tercer rasgo de esta matriz institucional hace referencia a la globalización y transnacionalización de los movimientos internacionales de dinero y capitales, lo que se produce tanto por los desarrollos de euromercados como por el establecimiento de centros financieros *off-shore* y la apertura de los mercados de valores a la inversión internacional. Esta interconexión de los mercados de los países más diversos se hace posible mediante la tecnología de telecomunicaciones vía satélite y permite la operación continua de los procesos financieros y un comercio de capitales a nivel mundial, para el cual las operaciones nacionales e internacionales son sólo parte de sus operaciones globales.

Este conjunto de mercados transnacionales opera fuera de los ámbitos regulatorios de los Bancos Centrales y tiene la extraordinaria capacidad de generar liquidez internacional en forma privada, lo que pone en tensión los mecanismos de creación de liquidez internacional con los que opera el precario régimen monetario internacional vigente. Asimismo, este sistema de mercados globales permite la expansión del crédito fuera de los marcos institucionales nacionales e internacionales, lo que es un poderoso factor para la expansión del comercio y la inversión internacional pero al mismo tiempo también es un factor desestabilizante sobre los sistemas monetarios, crediticios y cambiarios nacionales debido a los grandes movimientos financieros especulativos internacionales de corto plazo que aquellos mercados permiten realizar.

El cuarto rasgo y último de los nuevos sistemas monetario-crediticios está directamente relacionado con el anterior, ya que se refiere a las nuevas formas regulatorias surgidas con los procesos de liberalización y desregulación de los mercados y los agentes, con las que se busca que la captación y asignación de fondos se cumpla mediante una acción más abierta de los juegos de mercado. Bajo las nuevas condiciones financieras internacionales y nacionales son necesarias modalidades regulatorias basadas en la autorregulación y la regulación prudencial por parte de los agentes financieros, así como la apertura de los mercados locales a los flujos internacionales de capital.

### *Los sistemas monetario-crediticios en los países en desarrollo*

Los sistemas monetario-crediticios de los llamados países en desarrollo comparten rasgos de la matriz institucional que hemos presentado para los países industrializados. Sin embargo, esto se combina con las particularidades que generan los modelos de desarrollo seguidos en los distintos países. En particular, en América Latina esto remite a los efectos del modelo proteccionista de sustitución de importaciones bajo el liderazgo económico del Estado. Dadas estas condiciones, aquella matriz institucional monetario-crediticia tuvo un fuerte sesgo en el sentido de que las variables monetarias y crediticias fueran utilizadas por el Estado como instrumentos para sus estrategias de desarrollo e industrialización.

Políticas de tasas de interés muy bajas o negativas, nacionalización y/o estatización de los intermediarios financieros, políticas de control selectivo del crédito, subsidios o exenciones fiscales para la actividad financiera, barreras de protección al mercado financiero local, ahorro forzoso mediante mecanismos inflacionarios, fueron algunos de los principales aspectos en los que se manifestó aquel sesgo de la matriz institucional.

Sin embargo, el agotamiento de estos modelos de industrialización con fuerte intervención estatal, así como la elevada y persistente inflación con estancamiento económico y volatilidad financiera que se presentó en la economía internacional, provocaron crecientes tensiones entre esta modalidad de regulación financiera y la eficiencia que tenían para el desarrollo económico del país los servicios financieros desarrollados en estas condiciones.

#### *De la "represión" a la liberalización financiera*

En la literatura, este problema se presenta como la existencia de una situación de "represión financiera" provocada por la particular interrelación entre Estado e intermediarios financieros con la que se venía operando en estos países. Esta "represión" ocurre cuando las intervenciones públicas en la formación de los precios financieros, la determinación del encaje bancario, la asignación del crédito, etc., distorsionan de diversas maneras la tasa de crecimiento real y el tamaño real del sistema financiero en relación con las magnitudes no financieras y el mercado de capital doméstico. Esto significa, por

ejemplo, que por razones de regulación pública se formen tasas de interés de depósito por debajo de las tasas de equilibrio que existirían si hubiera condiciones de competencia en los mercados financieros. O cuando por efecto de políticas de control selectivo del crédito se asignan fondos a actividades, sin evaluar adecuadamente la viabilidad de las mismas o los plazos y condiciones de vigencia del subsidio financiero que se otorga. Distorsiones como éstas afectan negativamente tanto la formación del ahorro interno como la eficiencia en la asignación de recursos en la economía. Por ejemplo, cuanto más bajas sean las tasas de depósitos en condiciones de “represión financiera”, más bajo será el nivel de ahorro, más alta la tasa de interés de préstamo de equilibrio en el mercado, y mayor la demanda por los llamados bienes refugio. En consecuencia, bajo estas condiciones la asignación del crédito no será decidida en razón de la productividad esperada de los proyectos de inversión, sino por el costo de transacciones y el riesgo de cobro.

Los cambios en el sistema monetario-crediticio internacional, las nuevas relaciones económicas internacionales que deben establecer estos países ante las transformaciones en la economía mundial y los efectos de la crisis de la deuda externa, han hecho que la situación de “represión financiera” en estos países no se pudiera prolongar. Por lo tanto, se han iniciado procesos de desregulación y liberalización de los sistemas monetario-crediticios nacionales.

Con la liberalización del sistema financiero, las tasas de interés tienden a formarse por las condiciones de mercado, lo que se traduce en que las tasas de interés de depósito se elevan desde el nivel de “represión” en las que se encontraban hacia niveles correspondientes a la situación de equilibrio en el régimen de competencia de que se trate. Este aumento de las tasas pasivas promoverá el incremento del ahorro financiero y la oferta de fondos prestables, por lo que aquel aumento no tendrá necesariamente que traducirse en incrementos de las tasas activas.

Sin embargo, la situación de “represión financiera” también suele generar una demanda de crédito insatisfecha, debido a que los intermediarios no estaban en condiciones de ofrecer fondos competitivos por las condiciones de operación. De modo que al desregularse y liberalizarse el sistema, la demanda de fondos puede incrementarse más que la oferta de los mismos, presionando al alza la tasa de interés activa. De presentarse esta situación, se esperaría que la liberaliza-



ción se acompañe durante un periodo prolongado con altas tasas de interés activas, hasta que logren funcionar las nuevas fuerzas de competencia.

El aumento en la captación de ahorro financiero y la mayor disponibilidad para otorgar préstamos por los bancos que promueve la liberalización, estimulará la inversión e incrementará la eficiencia promedio de la misma, promoviendo por esta vía una expansión del ahorro agregado. Sin embargo, la liberalización financiera no es condición suficiente para superar los problemas existentes con la "represión financiera" y lograr que el sector financiero haga una efectiva y eficiente movilización de recursos.

Junto con dicha liberalización, es prerequisite indispensable que exista un ambiente macroeconómico adecuado, lo que significa la conjunción de tres factores básicos: estabilidad de precios, disciplina fiscal y credibilidad política.

Una inflación variable produce desplazamiento de cartera a los activos de corto plazo, mientras que la alta inflación desintegra los mercados de capitales; los desequilibrios fiscales distorsionan la asignación de recursos; por último, la falta de credibilidad política en los agentes que tienen a su cargo la reforma financiera, pone en duda la continuidad del programa de liberalización.

La adecuada relación entre liberalización financiera y estabilidad macroeconómica permitiría el crecimiento de la inversión y el producto, lo que en su momento deberá traducirse en un incremento del nivel de ahorro y en la reducción de la brecha en el financiamiento entre rendimientos netos y costos brutos mencionada antes. Por su parte, para lograr la estabilidad de precios y cambiaria requerida sería necesaria una profunda reforma del Estado que elimine el señoraje del Estado asociado a la "represión" financiera.

### *Tensiones en la transición*

Según muestra la experiencia internacional, el paso de una situación de represión financiera a otra de liberalización plantea una transición compleja. Por una parte, al aplicarse programas de estabilización hay una contracción monetaria y una reducción del crédito en términos reales. Sólo cuando se reduce la inflación aumenta nuevamente la demanda de dinero en términos reales. Asimismo, la herencia de periodos inflacionarios obliga habitualmente a mantener altas las

tasas de interés real para los depósitos, como expresión de un rezago de expectativas en el ajuste, lo que conduce a la necesidad de un ajuste cambiario gradual junto con la deflación, para mantener relacionadas la paridad de tasas de interés nacional y extranjera con respecto al poder adquisitivo interno. De conjunto, esta problemática de la transición de una a otra situación es presentada en la literatura con la hipótesis de que existe un cierto "orden" paradigmático en la reforma financiera que vincula de manera positiva la estabilización macroeconómica, la liberalización financiera y el crecimiento del producto.

En particular interesa destacar que en este periodo de transición, desde la situación de "represión" a la de liberalización plena, hay dos factores que pueden afectar el supuesto de eficiencia en la intermediación, sobre el que se apoya la relación positiva entre liberalización y crecimiento económico.

El primero de dichos factores es la inversión extranjera, en particular la inversión de cartera, debido al impacto que ésta puede tener en la estabilidad cambiaria y el nivel de las tasas reales de interés en el país donde se procura la liberalización financiera. La problemática de la inversión extranjera en los procesos de liberalización parece tener como base el hecho de que estos procesos no conducen al incremento del ahorro interno como sería de esperar. El análisis de las experiencias latinoamericanas realizado por distintos autores sugiere que con dicha liberalización se incrementa la inversión más que el ahorro interno, lo que crea una poderosa fuerza para atraer inversión extranjera. En estas mismas experiencias se ha observado el efecto negativo sobre la liberalización que provocó la excesiva afluencia de inversión extranjera, por lo que en la literatura se argumenta que se debe controlar el ingreso excesivo de dichas inversiones porque perjudican las exportaciones al sobrevaluar la moneda nacional y porque ponen en riesgo el control monetario por parte del Banco Central.

En términos conceptuales es posible sostener que la libre movilidad internacional de capitales significa arbitraje entre mercados, lo que para cumplirse correctamente requiere que al tomar fondos prestados y otorgarlos en préstamo en el país, esto se haga a tasas de equilibrio de mercado libremente fijadas y en condiciones de estabilidad de precios que no requieran la depreciación continua de la tasa de cambio. Esto sugiere que la liberalización comercial y financiera externa debería producirse luego de la liberalización exitosa del comercio y las finanzas domésticas. Lo anterior significa que implícitamente el argumento

de la liberalización financiera está formulado para una economía que al inicio de la reforma está cerrada comercial y financieramente, con base en la protección que brinda un sistema de cuotas, tarifas y regulaciones.

Consideremos en cambio una economía que inicia la liberalización financiera existiendo una fuerte desregulación del comercio exterior y libre movilidad de capitales, pero en la que se mantiene el proteccionismo sobre el mercado financiero interno, por el cual los extranjeros no puedan participar en la propiedad de empresas financieras o realizar operaciones de préstamo en el país. Bajo estas condiciones, el estímulo a la demanda de inversión extranjera provocado por el incremento relativo de la inversión, respecto al ahorro que parece acompañar a los procesos de liberalización financiera, se combina con otros tres problemas.

Por una parte, los déficits en el comercio exterior del país, que en principio son la contrapartida necesaria de la entrada de inversión extranjera. Sin embargo, en el marco de la liberalización comercial esos déficits aumentarán por la revaluación de la moneda nacional que acompaña a la llegada de la inversión extranjera, lo que hará necesario que se mantenga el flujo de dicha inversión extranjera para financiar los déficits comerciales, cualquiera que sea su relación con la inversión interna.

Por la otra, el problema de la estabilidad del tipo de cambio, cuando los movimientos internacionales de capitales responden a las decisiones de gestión de portafolios entre mercados internacionales de capital interconectados que realizan los grandes inversionistas institucionales, en función de las variaciones de tipo de cambio y de tasa de interés. Desde el punto de vista de la gestión de la tasa de interés por parte del Banco Central, esto plantea una tensión entre objetivos externos e internos, ya que para mantener la estabilidad cambiaria deberá promover altas tasas de interés real en dólares, lo que redundará en atraer capitales de corto plazo que son inversiones volátiles. En contraste, para controlar la inflación sin afectar seriamente la actividad económica interna deberá tener tasas nominales de interés en pesos a la baja, aunque en términos reales esas tasas estén aumentando por la liberalización financiera y el control de la inflación. En los casos de economías en proceso de liberalización y estabilización financieras, esto plantea un problema complejo de gestión, ya que la inversión extranjera es atraída inicialmente por el alza en las tasas de interés real que acom-

paña regularmente a la liberalización de los mercados financieros domésticos. Sin embargo, esto ocurre en condiciones donde todavía no existe determinación competitiva de las tasas en mercados libres dentro del país, por lo que desde el punto de vista de la estabilidad cambiaria, la política de tasas de interés para tal fin podría resolverse imponiendo tasas de depósito mínimas para simular una situación competitiva.

Esto indica al mismo tiempo que tendremos una frágil estabilidad cambiaria y una amenaza potencial a la estabilidad y el crecimiento interno, toda vez que ello está basado en la capacidad de la tasa de interés para continuar atrayendo capitales externos, en un contexto mundial de mercados financieros globalizados y dura competencia por los capitales. Por lo tanto, esta presencia de la inversión extranjera afecta el proceso de liberalización en la medida en que no sólo introduce los problemas mencionados más arriba, de sobrevaluación y control monetario, sino también porque amenaza potencialmente la estabilidad macroeconómica que es condición de aquella liberalización.

El segundo factor de tensión en el tránsito hacia la liberalización financiera que se menciona en la literatura es el del desarrollo de los intermediarios financieros, en lo que se refiere a la estructura de los mercados y al desempeño de dichos intermediarios en la administración del riesgo, porque todo ello impacta los servicios financieros que ellos brindan a la economía, en cuanto a costos así como a la difusión y utilidad de dichos servicios para los agentes no financieros y a la propia estabilidad de los intermediarios y del conjunto del sistema financiero. Veamos estos dos factores por separado.

Superar la "represión" financiera por medio de la liberalización de los mercados no implica necesariamente que se logre una intermediación financiera eficiente, ya que los problemas de eficiencia en la intermediación por parte de los actores financieros se explican no sólo por la represión financiera, sino también por la estructura de los mercados y el desempeño administrativo de los intermediarios en sus actividades al otorgar créditos. Dicho de otra manera, estos dos factores pueden presentarse como expresiones de un problema más general que es el del desarrollo de los intermediarios financieros.

En lo que se refiere a las estructuras de mercado, cuando éstas se conforman según sistemas bancarios de consorcio u oligopólicos se pone en peligro la liberalización financiera, porque los cárteles bancarios entran en acción para fijar las tasas de interés cuando los organismos gubernamentales dejan de hacerlo. La existencia de ese

tipo de sistemas bancarios podrían explicar, por ejemplo, uno de los enigmas clásicos de las experiencias de liberalización financiera, como es la aparición de altísimas tasas de interés reales de préstamo y amplios márgenes de utilidades bancarias que regularmente acompañan a estas experiencias.

Por su parte, cuando hay debilidad administrativa en el desempeño de la intermediación, ello da por resultado una ineficiente administración del riesgo, lo que se traduce tanto en procesos de racionamiento voluntario del crédito como en crisis de carteras vencidas por las tasas de mora e incumplimiento de los deudores bancarios. Esto promueve tanto la elevación de los costos del financiamiento como la inestabilidad y los riesgos de quiebras bancarias que afectan el proceso de financiamiento a la economía.

Los problemas de estructura de mercado también afectan el comportamiento financiero de las empresas no financieras, porque por ejemplo cuando se produce la apertura comercial de una economía, abandonando la estructura proteccionista y entrando en la competencia internacional, esto impacta las ganancias de las empresas no financieras debido al efecto que provoca la competencia con los productos importados.

Tradicionalmente, las elevadas ganancias de las empresas en el modelo proteccionista habían sido la fuente para su autofinanciamiento, de modo que al reducirse dichas ganancias, las empresas dependen mucho más del crédito para producir. Esto modifica las condiciones sugeridas para los procesos de liberalización financiera, conforme a las cuales conviene que las empresas continúen con el "autofinanciamiento" o el financiamiento no monetario durante la transición.

En consecuencia, el tipo y grado de desarrollo de los intermediarios financieros resulta un factor restrictivo determinante sobre los efectos que tenga la liberalización financiera en la actividad económica, debido al impacto que aquel desarrollo tiene en los aspectos microeconómicos de la intermediación financiera.

***Bibliografía***

- Bank for International Settlements (BIS) (1986), *Recent innovations in international banking*, BIS, Geneve.
- Bolsa Mexicana de Valores (1992), *El proceso de globalización financiera en México*, Bolsa Mexicana de Valores, México.
- Cohen, Benjamin J. (1984), *La organización del dinero en el mundo*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Díaz-Alejandro, Carlos (1985), "Good Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, núm.-19 (September-October).
- Dinenzon, Marcelo y Hopenhayn, Benjamín (1987), *El régimen monetario internacional y la crisis de la deuda*, Editorial Cisea, Buenos Aires.
- Ernst Dolgow, Aniela (1991), *Sistema financiero, ahorro e inversión en una economía en desarrollo. El caso de México 1970-1989*, tesis de licenciatura ITAM, México.
- Fry, Maxwell J. (1990), *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, Cemla-Felaban, México.
- Galitz, Lawrence (1994), *Ingeniería Financiera*, Editorial Folio, México.
- Gisbert, Antonio y Sartorius, José (1972), *Eurodólares y eurobonos*, Ediciones Anaya, Salamanca.
- Grabbe, Orlin J. (1991), *International financial markets* (second edition), Elsevier, N.Y.
- Kitchen, Richard L. (1990), *El financiamiento de los países en desarrollo*, Cemla- Banco Internacional, México.
- Mansell Carstens, Catherine (1992), *Las nuevas finanzas en México*, ITAM-IMEF, México.
- McKinnon, Ronald I. (1974), *Dinero y Capital en el desarrollo económico*, Cemla, México.
- (1993), *The order of economic liberalization*, The John Hopkins University Press, Baltimore.
- Mishkin, Frederic S. (1989), *The economics of Money, Banking and Financial Markets* (second edition), Scott, Foresman and Company, Illinois.
- Régniez, Jacques (1989), *Les nouveaux produits financiers*, Editions La Découverte, París.
- Ruiz Durán, Clemente (1992), "Sistemas financieros en transición: el caso de los países desarrollados", en *Investigación Económica*, núm. 200, abril-junio, UNAM, México.

- Smith, George David y Sylla, Richard (1993), "The transformation of financial capitalism: an essay on the history of American capital markets", en *Financial markets, institutions and instruments*, vol. 2, núm. 2, May, New York University Salomon Center, Blackwell Publishers, Cambridge.
- Swary, Itzhak y Topf, Barry (1993), *La desregulación financiera global*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Vázquez Seijas, Alicia (1989), *Mercados internacionales de capital*, UAM Azcapotzalco, México.
- Vitas, Dimitri (1992), *Financial regulation. Changing the rules of the game*, EDI Development Studies, World Bank, Washington.
- World Bank (1990), *World development report. The role of financial systems in development*, World Bank, Washington.





*Segunda parte*  
Problemas y perspectivas del ahorro en la  
economía mexicana



## 4. El ahorro en México. Evolución y problemas actuales

Esta segunda parte se compone de tres capítulos y tiene por objetivo considerar la situación, los problemas y las perspectivas que presenta actualmente el ahorro en México, tanto a nivel agregado como en los diversos componentes en los que puede dividirse analíticamente dicho ahorro.<sup>1</sup> Esta problemática del ahorro surge en el contexto particular generado en México con el cambio en las condiciones institucionales bajo las cuales se cumple la actividad económica. Dicho cambio comienza a producirse en 1983 pero tiene su desarrollo más acelerado desde 1988, y a consecuencia del mismo la actividad económica en el país tiende a realizarse conforme a un modelo de economía abierta, desregulada en la que los mercados tienen un lugar principal para la asignación de los recursos.<sup>2</sup>

Dentro de estas cambiantes condiciones, el ahorro tiene una evolución problemática por su bajo nivel relativo, pero sobre todo por la

<sup>1</sup> Recordamos lo indicado en los capítulos 1 y 2 cuando se señaló que el ahorro agregado a nivel macroeconómico es la parte del ingreso que el conjunto de los agentes económicos no consumen, mientras que el ahorro financiero es la parte del ingreso monetario que dichos agentes canalizan hacia el sistema financiero institucional, neto del medio circulante. En esta segunda parte analizamos el ahorro agregado ex-post mientras que en la siguiente haremos diversos análisis sobre el ahorro financiero en México y a nivel internacional en el contexto de considerar el sistema financiero y los bancos comerciales. Asimismo, señalamos que las subdivisiones del ahorro agregado que se utilizan en estos capítulos se presentaron en el apéndice del capítulo 1.

<sup>2</sup> En el capítulo 7 se analizan estas transformaciones económicas y financieras presentando detalles que son relevantes para nuestro estudio.

desfavorable estructura entre ahorro interno y ahorro externo así como entre ahorro público y ahorro privado.

En este capítulo se analiza esa evolución y los problemas que presenta el ahorro en México. En la primera parte del mismo se considera el comportamiento de largo plazo del ahorro externo e interno bruto así como de la inversión. Con este análisis de las mencionadas variables en perspectiva histórica se busca contextualizar el comportamiento reciente de las mismas, para deslindar lo que corresponde a tendencias de largo plazo en relación con fenómenos específicos del periodo reciente.

Para analizar el comportamiento de largo plazo de las variables mencionadas, por una parte se exploran los patrones estructurales en la relación entre dichas variables que se han registrado para las diversas etapas del desarrollo económico nacional. Por la otra, se presentan evidencias de una recurrencia cíclica en ciertos vínculos adversos entre inversión, ahorro externo y ahorro interno bruto, sugiriendo la hipótesis de que habría un ciclo "catastrófico" en la evolución e interrelación de dichas variables, que no se explicaría sólo ni principalmente por los estilos de política económica ya que ese ciclo se ha presentado bajo modalidades de políticas muy diversas y aun contrapuestas.

En la segunda parte del capítulo se analiza el comportamiento y los problemas particulares del ahorro interno y externo en el periodo posterior a 1988. Finalmente, se concluye el capítulo con un cuadro conjunto de la situación en el ahorro desde la doble perspectiva de su tendencia de largo plazo y de la evolución que éste sigue en el periodo reciente.

### *Patrones de relación entre inversión, ahorro externo e interno en las etapas del desarrollo económico nacional*

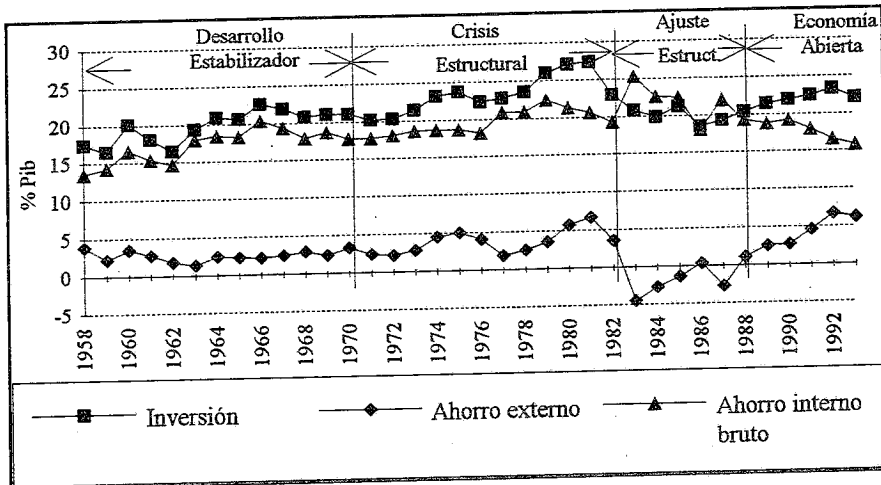
Desde 1958 en adelante las relaciones entre inversión bruta, el ahorro externo y el ahorro interno bruto han seguido distintos patrones, según las diferentes etapas del desarrollo económico transcurrido en el país. Siguiendo una periodización tradicional subdividimos en tres periodos este gran intervalo de tiempo iniciado en 1958.

El primer periodo transcurre entre 1958 y 1982 y comprende la etapa del llamado "Desarrollo Estabilizador" que va desde 1958 a 1970, así como la del agotamiento y crisis del mismo transcurrida entre 1970 y

la gran crisis de 1982. El segundo periodo corresponde al intervalo entre 1983 a 1987, que son los años de transición desde un modelo de economía cerrada y dinamizada por la actividad económica del Estado, como era la del "Desarrollo Estabilizador", hacia un modelo de economía abierta, desregulada y cuya dinámica se basara principalmente en la acción de los mercados privados. La tercera etapa va desde 1988 en adelante y la misma se caracteriza porque en ella se produce la primera expansión económica dentro de la nueva modalidad de desarrollo económico en economía abierta que acabamos de mencionar.

En la gráfica 1 se presenta la evolución de la inversión, el ahorro interno y el externo en el periodo 1958-1992, con las indicaciones de la periodización propuesta. Los valores numéricos pueden verse en el apéndice de este capítulo.

GRÁFICA 1  
Inversión, ahorro interno bruto y ahorro externo  
(periodización por etapas del modelo económico)

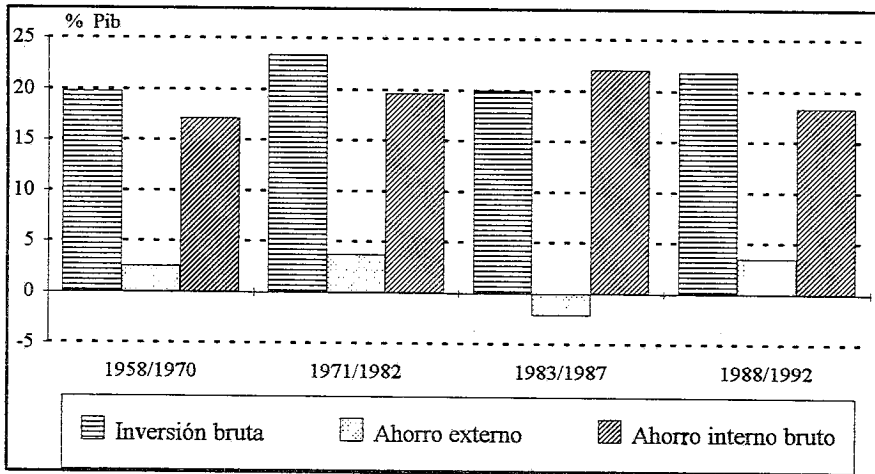


FUENTE: Aspe (1993) e Indicadores Económicos del Banco de México.  
 Inversión = Inversión fija bruta + cambios de inventario.  
 Ahorro interno = Inversión - Ahorro externo.  
 Ahorro externo = Déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Para analizar esta información se estimó en cada periodo y para cada una de las tres variables los valores medios, mínimos y máximos, así como los rangos de variación entre ambos límites.

En primer lugar veamos lo referente a los valores medios de la inversión bruta, el ahorro interno bruto y el ahorro externo, los que se registran en la gráfica 2.

GRÁFICA 2  
Inversión, ahorro externo e interno  
(valores medios en las etapas de desarrollo económico de México)



FUENTE: Elaboración propia con base en la fuente de la gráfica 1.

Lo primero que destaca en ella es que en el Desarrollo Estabilizador esos valores fueron sustancialmente más bajos para las tres variables de lo que se observa en los periodos posteriores, con excepción de los valores registrados por el ahorro externo entre 1983 y 1987, bajo las particulares condiciones que imponían las obligaciones de pago de la deuda. Por el contrario, los valores medios más altos para la inversión bruta y el ahorro externo se registraron en el periodo 1971-1982, mientras que el ahorro interno bruto tuvo en esta etapa el segundo valor medio más alto dentro de los cuatro periodos considerados, sólo aventajado por el valor registrado en el periodo 1983-1987 en las condiciones ya mencionadas.

Desde otro punto de vista, comparando los periodos de 1971-1982 y 1988-1992, que fueron aquellos en los que hubo crecimiento económico relativo luego del Desarrollo Estabilizador, destaca que el se-

gundo de dichos periodos se cumplió con valores medios de inversión, ahorro externo e interno más bajos que el primero. Particularmente, el ahorro interno entre 1988 y 1992 tuvo el segundo nivel medio más bajo luego del que se había registrado durante el Desarrollo Estabilizador. En cambio, los valores medios del ahorro externo para ambos periodos fueron más altos que el valor medio para la misma variable en el Desarrollo Estabilizador, que fue el otro periodo donde se observan valores positivos para el ahorro externo.

Estos patrones de relación entre inversión, ahorro externo y ahorro interno bruto para los periodos considerados pueden analizarse también en razón de la estructura relativa de participación del ahorro externo e interno respecto a la inversión, lo que se presenta en el cuadro 1.

Allí se comprueba que la participación relativa del ahorro interno bruto durante el Desarrollo Estabilizador fue mayor de la que se registró tanto en 1971-1982 como en 1988-1992. El periodo 1983-1988 es una excepción en las tendencias históricas, ya que en ese intervalo y a consecuencia de la crisis de la deuda externa, el país se convierte en exportador neto de capital y por lo tanto el ahorro externo aparece con signo negativo y el ahorro interno bruto supera a la inversión.

CUADRO 1

Periodo	Aext/Inv	Aint/Inv
1958-1970	13.50%	86.50%
1971-1982	16.00%	84.00%
1983-1987	-11.00%	110.70%
1988-1993	18.20%	81.80%

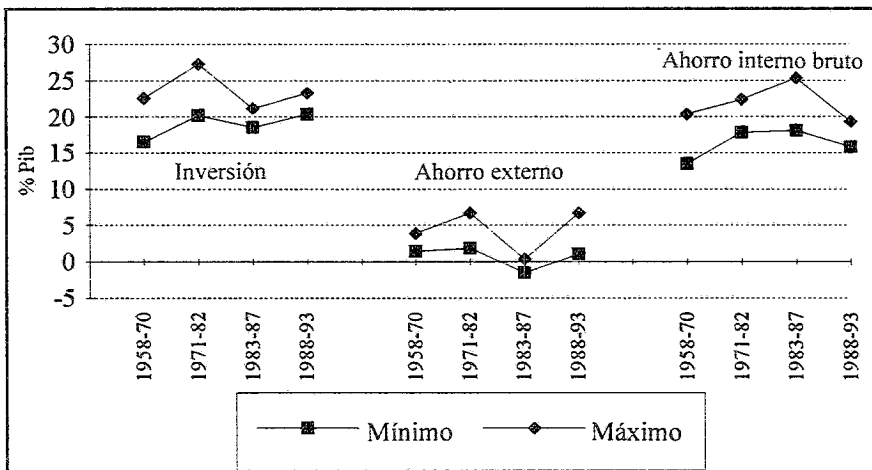
FUENTE: Elaboración propia con base en fuente de la gráfica 1.

Pero junto a lo anterior también destaca el hecho de que la estructura de relación entre los valores medios del ahorro interno bruto, ahorro externo e inversión en 1988-1992 fue la misma que en 1971-1982, esto a pesar de que las condiciones institucionales en las que operaba la economía durante uno y otro periodo eran sustancialmente distintas.

Consideremos ahora las variaciones entre valores máximos y mínimos de la inversión, el ahorro externo y el interno en los distintos

periodos, que se registran en las gráficas 3 y 4. Al respecto podemos indicar lo siguiente.

GRÁFICA 3  
Valores máximos y mínimos de inversión, ahorro externo e interno  
(en las etapas del desarrollo económico de México)



FUENTE: *Ibid.* gráfica 1.

En el Desarrollo Estabilizador la inversión y el ahorro interno presentan rangos de variación significativos, mientras que el ahorro externo registra las menores fluctuaciones dentro del conjunto de los periodos. En cambio, en el periodo de transición entre 1983 y 1987, la inversión tiene pocas fluctuaciones dentro de niveles relativamente bajos, pero en contrapartida el ahorro externo y el interno presentan fuertes variaciones entre sus valores máximos y mínimos. En particular, las oscilaciones del ahorro externo en ese periodo se dieron entre valores fuertemente negativos y valores ligeramente positivos.

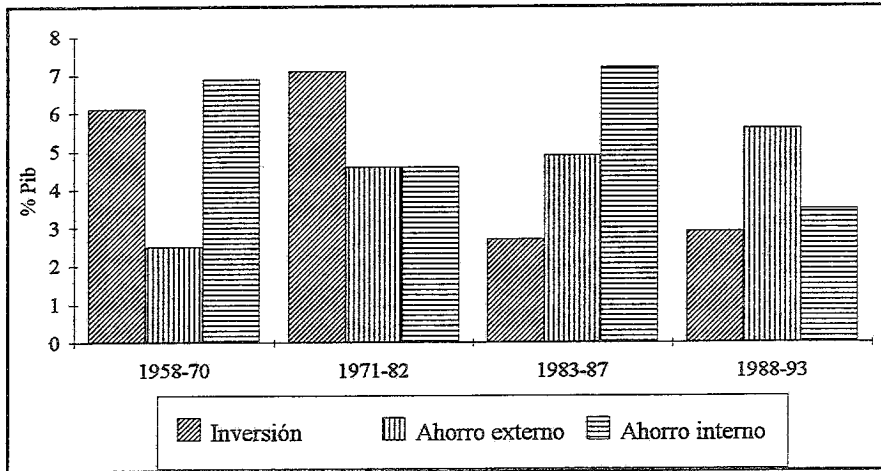
Por otra parte, comparando los rangos de variación de las distintas variables en los periodos de crecimiento ocurridos en 1971-1982 y en 1988-1992, se encuentran contrastes interesantes.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Para acotar los alcances de la comparación hay que señalar que se trata de procesos con distinta duración y que además en el curso del primero de ellos se registró una severa aunque breve crisis que podría sesgar los rangos de variación.



## GRÁFICA 4

Rangos de variación de la inversión, el ahorro externo y el interno  
(dentro de cada periodo del desarrollo económico de México)



FUENTE: *Ibid.* gráfica 1.

En el periodo 1971-1982 se produjo una amplia variación entre mínimos y máximos de la inversión, lo que sin embargo se explica menos por los niveles mínimos que por los valores máximos alcanzados por ésta, los que fueron los más altos en el conjunto de los periodos.

Junto con estas variaciones de la inversión, en este periodo 1971-1982 también se produjeron fuertes fluctuaciones en el ahorro externo y el interno, con la particularidad de que ambos varían en la misma cantidad de puntos del PIB. Sin embargo, esa fluctuación es más significativa en el ahorro externo dado que éste representa menor proporción del PIB que el segundo. En cualquier caso, con esas fluctuaciones ambas variables alcanzan en 1971-1982 los máximos valores para los cuatro periodos.

En contraste, durante el periodo 1988-1992 la inversión tiene variaciones sustancialmente menores aunque con valores mínimos equivalentes a los del periodo 1971-1982, mientras que su valor máximo alcanza el segundo lugar dentro del conjunto. Por su parte, el ahorro externo tiene en estos años las mayores fluctuaciones de todos los periodos y alcanza valores máximos equivalentes a los del periodo 1971-1982. En

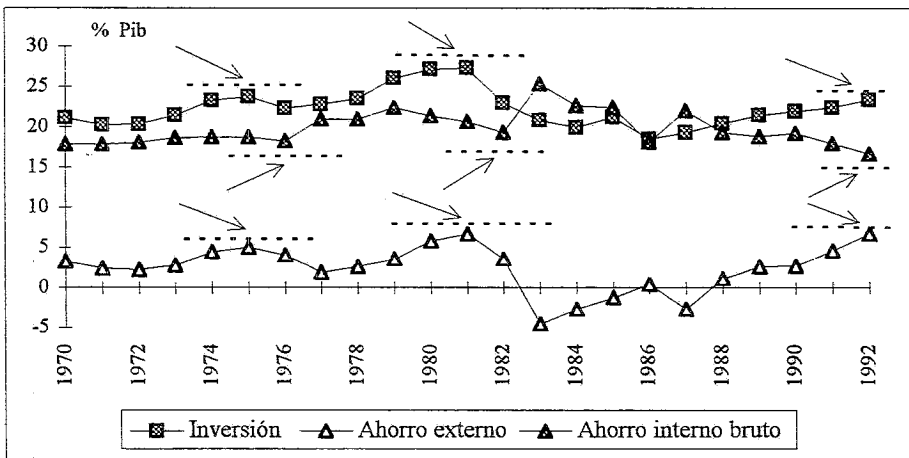
cambio, el ahorro interno tiene las menores fluctuaciones de todo el conjunto de observaciones periódicas, pero su nivel máximo es el más bajo de los registrados en las cuatro etapas consideradas.

***Comportamiento cíclico en las relaciones entre inversión, ahorro externo e interno***

Consideramos ahora las mismas variables analizadas en el punto anterior pero con valores sólo para el periodo que va de 1970 a 1992. El objetivo del ejercicio es mostrar que en este intervalo existe un cierto comportamiento cíclico en las relaciones entre inversión, ahorro externo e interno que es significativo para nuestro estudio.

Como se observa en la gráfica 5, dentro del periodo 1971-1982 encontramos por una parte que hay movimientos de auge en la inversión bruta y el ahorro externo, los que alcanzan sus niveles máximos en 1975, 1981 y 1992. En esos años la inversión logra valores de 23.7%, 27.3% y 23.3% mientras que el ahorro externo alcanza niveles de

GRÁFICA 5  
Inversión, ahorro interno y ahorro externo  
(comportamiento cíclico)



FUENTE: *Ibid.* gráfica 1.

5.0%, 6.7% y 6.7%. En cambio, en esos mismos años el ahorro interno bruto seguía un comportamiento inverso hasta alcanzar sus valores mínimos con magnitudes de 18.2%, 19.3% y 16.6%, respectivamente. En la gráfica mencionada se identifican con una flecha descendente los valores máximos de la inversión y el ahorro externo mientras que los correspondientes valores mínimos del ahorro interno se indican con flechas ascendentes.

Es sintomático que estos años en que la inversión y el ahorro externo alcanzaban sus niveles máximos, mientras el ahorro interno avanzaba hacia sus niveles mínimos, hayan sido los mismos que precedieron al estallido de grandes crisis generales en la actividad económica como las que se registraron en 1976, 1982 y 1994.

Dicho de otra manera, desde comienzos de los setenta parecería existir en la economía mexicana una suerte de ciclo "catastrófico" en las relaciones inversión-ahorro, el que se inicia con incrementos extraordinariamente elevados en los niveles de la inversión bruta y el ahorro externo, lo que se da junto con una caída significativa en los niveles del ahorro interno bruto. Este movimiento cíclico continúa luego con caídas igualmente extraordinarias de la inversión y el ahorro externo, así como el incremento inusitado del ahorro interno con el fin de atender los desequilibrios y compromisos externos en el marco de severas contracciones en la actividad económica.

Los tres periodos donde se ha presentado este fenómeno cíclico tenían muy distintas condiciones institucionales y estilos de políticas públicas, lo que parecería sugerir la necesidad de explorar otros factores en la economía nacional que pudieran explicar esta forma extremadamente desequilibrante de internalizar el ahorro externo en el crecimiento económico del país, lo que sin embargo escapa a los alcances de este estudio.

### *Problemas actuales del ahorro interno y externo*

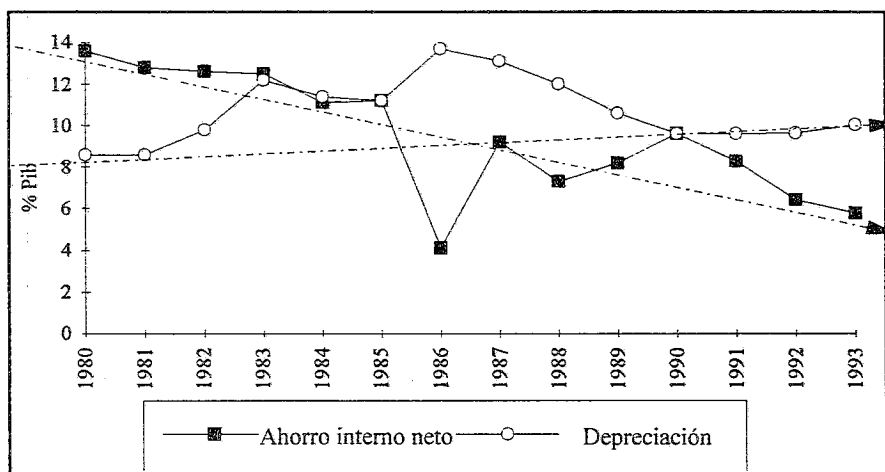
Lo analizado hasta aquí muestra las grandes tendencias de largo plazo en la evolución seguida por el ahorro interno y externo. Corresponde ahora considerar más particularmente la evolución reciente de estas variables para evidenciar los problemas específicos que éstas presentan dentro de las grandes tendencias mencionadas.

### *El ahorro interno*<sup>4</sup>

Como se indicó anteriormente, en el periodo 1988-1992 el ahorro total se incrementó respecto al periodo de crisis y transición ocurrido entre 1983 y 1987, pero esto se vio acompañado de un descenso sostenido del ahorro interno bruto que alcanzó niveles extremadamente bajos, según se observa en la gráfica 1.

Desagregando el ahorro interno bruto en la depreciación y el ahorro interno neto se obtienen algunos elementos adicionales de análisis para explorar los determinantes de aquel comportamiento del ahorro bruto. En la gráfica 6 se presenta la información sobre la evolución de la depreciación y el ahorro interno neto entre 1980 y 1992.

GRÁFICA 6  
Ahorro interno neto y depreciación



FUENTE: Indicadores Económicos Banxico.

En lo que se refiere al ahorro interno neto se observa que éste tiene una tendencia sostenida a la baja desde comienzos de los ochenta, la que había comenzado a revertirse en 1986 para luego volver a declinar

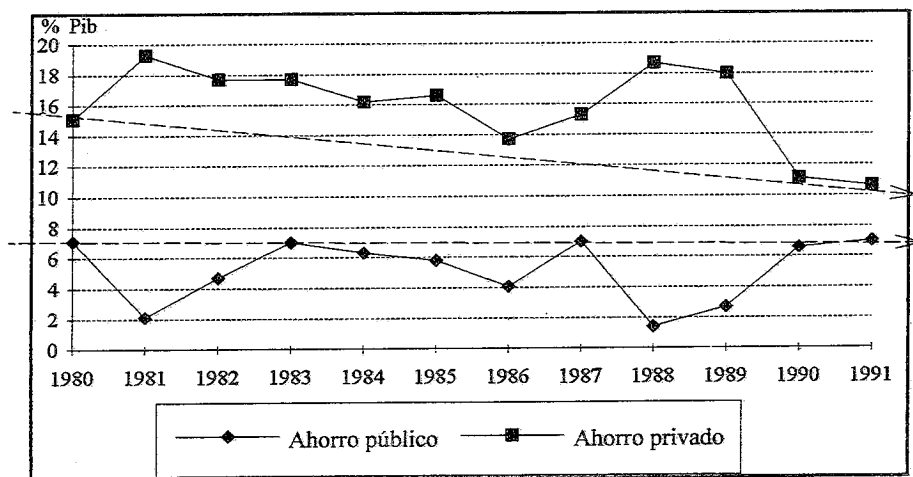
<sup>4</sup> Tanto el ahorro interno como sus subdivisiones en ahorro privado y público son medidas que se obtienen por diferencia respecto a las magnitudes macroeconómicas, por lo que existen distintos modos de determinarlas dependiendo de las cuentas que se consideren para establecer los respectivos balances de ingreso y gasto de ambos sectores.

a partir de 1990. Por su parte, la depreciación tuvo una tendencia al alza desde comienzos de los ochenta, con un movimiento brusco de ascenso en 1986 que luego fue compensado con un descenso gradual hasta estabilizarse a partir de 1990 en valores superiores a los registrados en 1980.

En cualquier caso, lo significativo de estos datos es que la depreciación ha sido un componente significativo y creciente del ahorro interno bruto, en particular durante el periodo 1988-1992 cuando llegó a representar más del 60% de dicho ahorro. Esto significa que la depreciación ha estado compensando la caída del ahorro interno neto, con lo que impidió que el ahorro interno bruto registrara descensos más pronunciados que los indicados.

Otro factor relevante para explicar el comportamiento del ahorro interno durante el periodo que nos ocupa fue el distinto desempeño del ahorro por parte del sector público y del sector privado, lo que puede verse en la gráfica 7. Como allí se observa, a lo largo de la década el ahorro público registra una ligera tendencia creciente mientras que el ahorro privado tiene una marcada tendencia descendente. En particular, desde 1988 se inicia una acelerada recuperación del ahorro

GRÁFICA 7  
Ahorro público y ahorro privado



FUENTE: Ros (1992). Se define al ahorro privado como la parte de la inversión agregada que no es financiada por el ahorro público ni por el ahorro externo.

público a partir de los niveles extraordinariamente bajos registrados en ese año, mientras que el ahorro privado inicia una fuerte tendencia a la baja que revierte la evolución positiva de dicho ahorro que se había iniciado en 1986.

En consecuencia, puede concluirse que el descenso del ahorro interno mencionado anteriormente se explica por una caída del ahorro privado más que proporcional al incremento del ahorro público.

Las estimaciones sobre los alcances que tiene este marcado descenso en el ahorro privado varían según los autores. Es así que en Córdoba (1992) se indica que entre 1988 y 1991 dicho ahorro habría pasado de 15% al 8.2% del PIB, mientras que en Ros (1992) se estima para el mismo periodo que esta variación habría ido desde 18.7% a 10.6%, respectivamente.

En cualquier caso los distintos analistas coinciden en la presencia de una tendencia descendente en el ahorro privado, así como que el déficit de ahorro interno en la economía mexicana durante ese periodo responde al déficit de ahorro por parte del sector privado.

Esa disminución del ahorro privado observada en México durante los últimos años se explica por varias causas. Algunos análisis como los que se presentan en Córdoba (1992) argumentan que esto responde a la caída en las tasas reales de interés que para 1992 llegaron a valores negativos, así como por el aumento de la carga fiscal y la reducción de las transferencias y subsidios por parte del Gobierno debida a las reformas fiscales y a las nuevas políticas de tributación. Según esta interpretación, estaríamos ante un *crowding-out* provocado por la reforma del Estado.

Otras interpretaciones indican que este descenso del ahorro privado podría estar influido por un efecto de reposición de bienes durables luego de una larga década de crisis. En tal caso se trataría de un efecto "de una sola vez" y cabría esperar una rápida recuperación de este segmento del ahorro interno en el futuro. Sin embargo, en Arrau y Oks (1992) se cuestiona esa interpretación indicando que la evolución de dicho ahorro, por lo menos hasta 1990 que es el periodo cubierto por ese estudio, debe ser vista más como consecuencia de las variaciones en el ingreso privado disponible que por variaciones en el consumo de este sector. Estos autores argumentan que para evaluar adecuadamente la evolución de este componente del ahorro hay que considerar también la parte del ahorro privado nacional que está domiciliado en el exterior. Desde esta óptica, el descenso del ahorro privado se explicaría

en buena medida por los descensos en el ingreso disponible del sector privado provocados por la reducción del servicio de la deuda pública interna, la baja de las tasas de interés internacionales y la sobrevaluación del peso frente al dólar.

### Problemas en la medición del ahorro interno privado

Para cerrar este punto es necesario señalar que la importancia del descenso en el nivel del ahorro interno privado en México argumentada anteriormente es relativizada en Arrau y Oks (1992), como consecuencia de las críticas que estos autores realizan a los criterios con los que se mide el ahorro en el país. Según éstos habría varios importantes errores en esa medición, de los que destacamos los siguientes.

En primer lugar, se estaría subvaluando el ingreso disponible del sector privado en un orden del 2% del PIB, debido a que se subestima la importancia de los ingresos que generan los activos de los mexicanos en el exterior. Otra importante fuente de errores en la medición tradicional es la que resulta de no ajustar por la inflación el pago de intereses locales y al exterior. Por una parte, el impuesto inflacionario impacta positivamente al ahorro porque reduce el segmento del ingreso privado disponible para el consumo, mientras que la revaluación del tipo de cambio por efecto de la estabilización del nivel de precios impacta negativamente los ingresos reales que generan los activos externos. Un tercer problema de medición proviene de las discrepancias metodológicas entre el sistema de cuentas nacionales, la balanza de pagos y las cuentas fiscales. Por ejemplo, lo relativo a la medición del gasto corriente del gobierno, que tiende a ser mayor en la primera que en la última debido a que en aquella incorpora gastos en equipo militar y la otra no.

La conclusión de estos autores es que una consideración del ahorro privado y público, corrigiendo estos errores, muestra que dentro de una tendencia general a la baja del ahorro interno, el ahorro privado no es tan bajo ni el ahorro público es tan alto como se presenta en las mediciones tradicionales.

Otro significativo problema de medición que empieza a ser considerado en las fuentes oficiales, pero que aún no se refleja en la medición del ahorro interno, es el que representa la llamada economía subterránea. Por su propio carácter esta parte de la actividad económica no se detectaba en el sistema de cuentas nacionales, por lo que el ahorro que resta de dicho ingreso luego del consumo tampoco es contabilizado.

### *El ahorro externo*

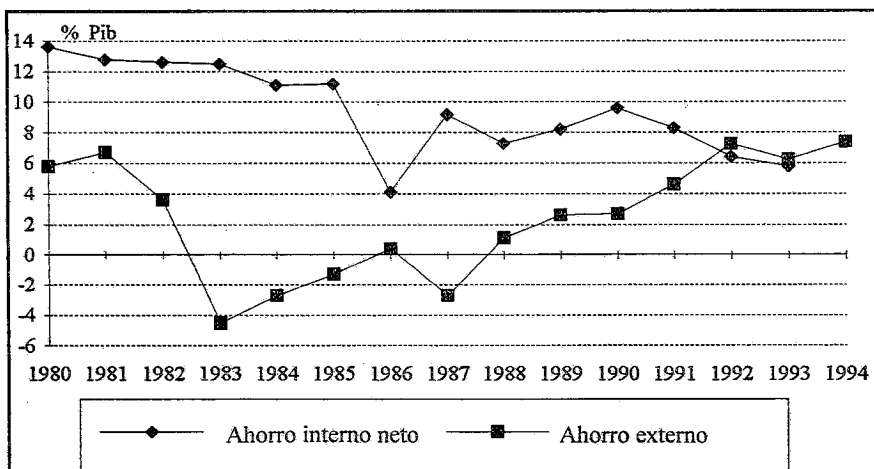
Como se indica anteriormente, en el periodo posterior a 1988 la brecha que iba dejando el decreciente ahorro interno fue cubierta por el ahorro externo. Como consecuencia de ello la participación de este ahorro fue creciendo hasta alcanzar un cifra cercana a los 29 000 mdd en 1994.

Esa incrementada presencia del ahorro externo en México es problemática por lo menos por dos razones.

La primera razón es la desfavorable combinación que se va estableciendo entre ahorro externo y ahorro interno. Como puede observarse en la gráfica 8, estos dos componentes del ahorro convergen en su evolución desde 1987, y para 1992 ambas magnitudes son equivalentes para finalmente superar el ahorro externo al ahorro interno bruto.

El segundo orden de problemas se refiere a las relaciones del ahorro externo con los montos y tipos de capitales ingresados al país durante este periodo. Este último asunto forma parte de los temas que serán tratados en el capítulo 10, en relación con la presencia reciente de la inversión extranjera de cartera en el país, por lo que aquí sólo se le aborda para cerrar el cuadro de problemas existentes en la evolución reciente del ahorro externo.

GRÁFICA 8  
Ahorro externo y ahorro interno neto



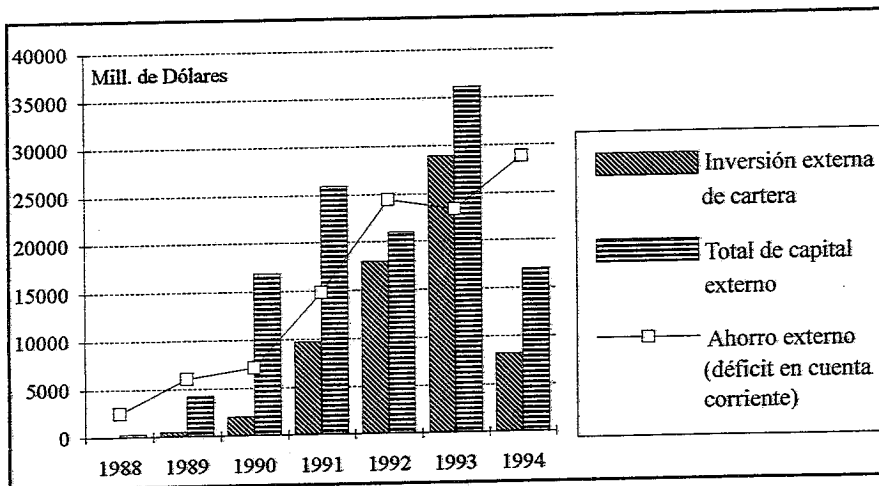
FUENTE: *Ibid.* gráficas 1 y 6.



Conforme a la evidencia de la gráfica 9, el ahorro externo medido por el saldo de la cuenta corriente en la balanza de pagos se incrementa desde 1989 pero más significativamente a partir de 1990, para alcanzar un monto cercano a los 29 000 mdd en 1994. Por otra parte, la entrada total de capitales externos también crece significativamente a partir de 1988, superando ampliamente al déficit de la cuenta corriente en 1990, 1991 y 1993, lo que da origen a incrementos significativos en las reservas del país. Sin embargo, lo significativo de este ingreso de capitales externos es el peso que tiene en ello la inversión de cartera. Desde 1991 y más particularmente en 1992 y 1993 esta inversión de cartera se convierte en el componente dominante de los capitales externos que ingresan al país. Como es sabido, en ese tipo de inversiones predominan las de corto plazo, por lo que su presencia en los mercados locales es volátil, ya que pueden desplazarse rápidamente buscando otras opciones más atractivas de inserción en el exterior.

De conjunto, la situación del ahorro externo es problemática tanto por su peso significativo respecto al ahorro interno neto, como por el predominio de los capitales de corto plazo dentro de los flujos de capitales que soportan aquel recurso al ahorro externo, lo que marca

GRÁFICA 9  
Ahorro externo y capital extranjero de corto plazo



FUENTE: Indicadores Económicos Banxico.

un límite importante para la configuración asumida por el ahorro en la actualidad.

### *Cuadro conjunto del ahorro en México*

A manera de conclusión presentamos un cuadro conjunto sobre la situación del ahorro en México resumiendo las tendencias de largo plazo y los problemas detectados en la evolución reciente.

En el largo plazo se ha registrado un incremento en los niveles medios del ahorro en el país en los últimos cuarenta años, lo que junto con el incremento en los niveles medios de la inversión establece los estándares básicos que deben satisfacerse al abordar las necesidades de crecimiento económico.

Junto con ello se detecta una recurrente coincidencia cíclica negativa en las relaciones entre ahorro externo, inversión y ahorro externo que se asocia con desemboques en las grandes crisis desde los setenta. Esto que hipotetizamos como un ciclo "catastrófico" parecería caracterizarse por una asociación directa entre incremento del ahorro externo y de la inversión que se acompaña con un movimiento inverso del ahorro interno, todo lo cual sugiere fuerzas de atracción de la inversión extranjera pero al mismo tiempo factores que impiden una internalización dinamizadora de esa inversión en el sentido del crecimiento económico sostenible.

Dentro de esas tendencias generales, destaca el hecho de que no parece haber cambios sustanciales en la estructura de valores medios con los que participan el ahorro externo y el ahorro interno bruto durante dos ciclos de crecimiento como fueron los del periodo 1971-1982 y del reciente ciclo iniciado en 1988. En cambio, desde 1990 se observa una tendencia sostenida al descenso del ahorro interno neto y en particular del ahorro privado, acelerada desde 1990 hasta llevar a dicho ahorro a niveles inusualmente bajos. Ese último movimiento fue relativamente compensado por el incremento del ahorro externo, lo que sin embargo se acompañó por incrementos extraordinarios en los flujos de capitales externos de corto plazo.

***Bibliografía***

- Aspe Armella, Pedro (1993), *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Arrau, Patricio y Oks, Daniel (1992), *Private saving in México. 1989-1990*, working paper 861, Banco Mundial, Washington.
- Banco de México, *Indicadores económicos*, varios años.
- BID (1989), *Informe 1989. Tema especial: Ahorro, inversión y crecimiento*, BID, Washington.
- Córdoba Montoya, José (1992), *Los retos del mercado de valores en los años noventa*, ponencia presentada en la III Convención del Mercado de Valores, México.
- Ros, Jaime (1992), *Ajuste macroeconómico, reformas estructurales y crecimiento en México*, Documento de Trabajo CEDAL.
- Suárez Dávila, Francisco (1993), "Formación de ahorro y capital y sus implicaciones para la empresa mexicana", *Ejecutivos de Finanzas*, marzo, México.
- Yacamán, Jesús Marcos (1991), "Tendencias recientes del ahorro mundial y el fomento del ahorro interno", *El Mercado de Valores*, núm. 13, julio, México.

## Anexo

Valores medios, máximos y mínimos, así como rangos de variación para la inversión, el ahorro externo y el interno bruto en periodos del desarrollo económico de México. (Medidas en proporción al PIB.)

	<i>Inversión bruta</i>	<i>Ahorro externo</i>	<i>Ahorro</i>
		<b>1958/1970</b>	
Valor medio	19.77	2.58	17.18
Rango de variación	6.10	2.50	6.90
Valor mínimo	16.50	1.40	13.50
Valor máximo	22.60	3.90	20.40
		<b>1971/1982</b>	
Valor medio	23.39	3.77	19.63
Rango de variación	7.10	4.80	4.60
Valor mínimo	20.20	1.90	17.80
Valor máximo	27.30	6.70	22.40
		<b>1983/1987</b>	
Valor medio	19.94	-2.16	22.08
Rango de variación	2.70	4.90	7.20
Valor mínimo	18.50	-4.50	18.10
Valor máximo	21.20	0.40	25.30
		<b>1988/1992</b>	
Valor medio	21.88	3.54	18.36
Rango de variación	2.90	5.60	2.70
Valor mínimo	20.40	1.10	16.50
Valor máximo	23.30	6.70	19.30

FUENTE: Elaboración propia con base en Aspe (1993) e Indicadores Económicos Banxico.

## 5. El ahorro en la economía internacional

En el capítulo anterior se analizó la importancia relativa del ahorro externo en la economía mexicana, tanto en una visión de largo plazo como en la evolución económica reciente. Independientemente de los problemas que presentan en México las fluctuaciones cíclicas en las relaciones entre inversión, ahorro externo y ahorro interno, es previsible que el país continúe recurriendo al ahorro externo en forma regular aunque en proporciones variables de acuerdo con las circunstancias. Por ello en este capítulo se presenta un panorama de la situación que presenta el ahorro internacional para conocer desafíos y problemas respecto a esta variable en los que operará la economía mexicana.

En general la situación del ahorro internacional es problemática debido a que éste registra una tendencia sostenida a la baja desde principios de los ochenta, así como porque hay una necesidad incrementada de ahorro en el conjunto de la economía internacional, motivada entre otras cosas por los requerimientos de modernización económica a nivel mundial ante las diversas revoluciones tecnológicas, así como por los desafíos que plantea la reconstrucción de las economías de Europa del Este y de los países en desarrollo luego de la crisis de los ochenta.

El fenómeno no parece haber sido claramente percibido durante los años recientes porque factores coyunturales, como la recesión de Estados Unidos y otras grandes economías industriales, incrementaron la oferta de fondos financieros y redujeron las tasas de interés en los mercados internacionales. Sin embargo, con el incremento de las tasas de interés en Estados Unidos desde 1992 se hizo evidente que persistía esta tensión en el ahorro mundial, y la información reciente sugiere que la misma continuará en lo que resta de la década.

Para conocer esta situación del ahorro mundial en una perspectiva de largo plazo analizamos primero su evolución agregada y luego exploramos la situación del ahorro en los países desarrollados, en los países en desarrollo y en los países en transición hacia economías de mercado.

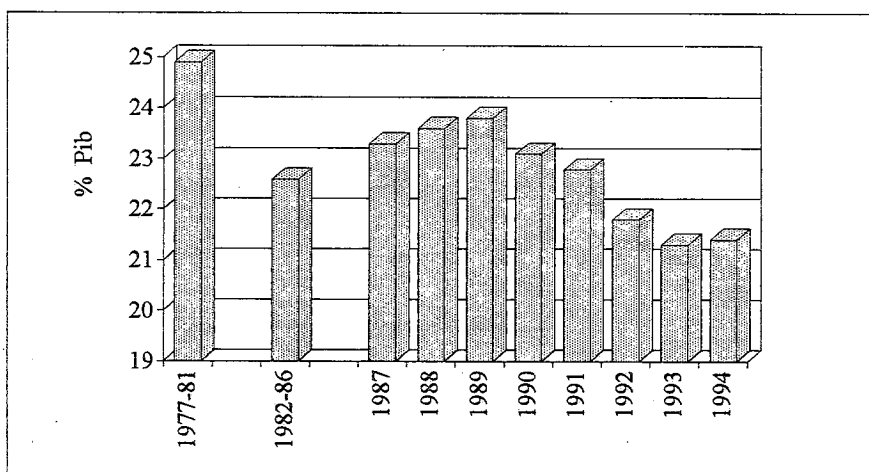
### *El ahorro mundial*

En la gráfica 1 se presenta la evolución seguida por el ahorro mundial desde 1977. La información que se presenta corresponde al promedio para los periodos 1977-1981 y 1982-1986, y luego a la evolución anual de esta variable entre 1987 y 1994.

Como puede observarse, luego del fuerte descenso registrado en el periodo 1982-1986 respecto al periodo 1977-1981, el ahorro mundial ha tenido un comportamiento fluctuante con una marcada tendencia a la baja desde 1990.

Una consideración desagregada de dicho ahorro mundial muestra que esa evolución es producto de movimientos divergentes en el ahorro de países y regiones. Cabe recordar que a diferencia de lo que ocurre a nivel mundial, al considerar el ahorro al nivel de los países es

GRÁFICA 1  
Ahorro mundial



FUENTE: FMI (1995).

posible que éstos tengan una inversión superior al ahorro, lo que se resuelve por una transferencia neta de recursos desde los países superavitarios a la región o país deficitario.

Agrupando los países según la distinción entre países desarrollados, países en desarrollo y países con economías en transición hacia el mercado, se observan diferencias significativas en sus respectivas conductas, tanto en el ahorro al interior de cada uno de estos grupos como en sus transferencias netas respecto al resto del mundo.

### *El ahorro en los países desarrollados*

De conjunto, los países desarrollados coincidieron con la tendencia mundial al descenso en las tasas de ahorro, aunque sus respectivas tasas están en niveles inferiores a los valores de las mismas a nivel mundial, como puede verse en la gráfica 2.<sup>1</sup>

La tendencia descendente del ahorro en los países desarrollados se explicaría como consecuencia del alto nivel de riqueza alcanzado por las familias y en particular por la revaluación de sus activos, así como por razones demográficas relativas al ciclo de vida de la población, por los mayores gastos en seguridad social y en armamentos, y por el descenso en la actividad económica registrada en el periodo.

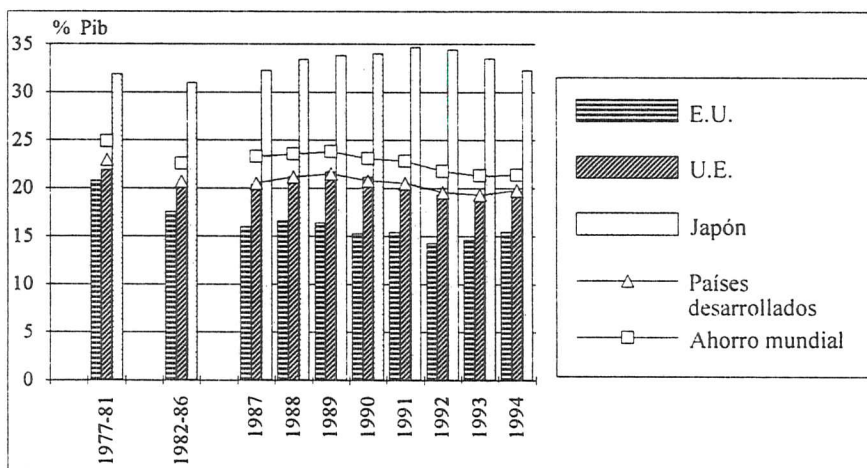
Ese descenso del ahorro en dichos países no se acompañó con reducciones similares en la inversión, lo que se explica por la evolución que siguieron las transferencias netas de fondos entre éstos y el resto del mundo.

Este grupo de países desarrollados pasó de ser exportador neto de capital del orden del 0.5% en promedio durante parte de los setenta, a ser importador neto del ahorro mundial en valores que oscilan entre 0.3% y 0.8% de su ingreso nacional.

Sin embargo, al considerar más desagregadamente la situación al interior de este grupo de países desarrollados, se encuentran marcadas diferencias en su conducta.

<sup>1</sup> Al respecto de la información presentada en ésta y las siguientes gráficas hay que llamar la atención en que no se pueden establecer comparaciones directas entre los respectivos niveles de ahorro, dado que en cada caso se trata de las tasas de ahorro medidas contra el propio PIB de la región o país considerado. Por lo tanto, esta comparación de distintas tasas de ahorro debe ser entendida en el sentido de evidenciar en cada caso las capacidades relativas de ahorro con respecto a la propia economía.

GRÁFICA 2  
Ahorro en los países desarrollados



FUENTE: *Ibid.* gráfica 1.

De un lado, está el caso de Estados Unidos que desde mediados de los setenta ha tenido un descenso del orden de 5 puntos del PIB en su ya baja tasa de ahorro, la que actualmente se ubica en el nivel de los 15 puntos del producto. La inversión en cambio ha tenido un descenso menos que proporcional al ahorro, lo que se hizo posible por las transferencias de ahorro desde el resto de los países que ha oscilado entre 1% y 3% del producto de ese país.

Por su parte, la Unión Europea también ha tenido tasas de ahorro relativamente bajas respecto al promedio de los países desarrollados, aunque superiores a las tasas de ahorro estadounidenses. Desde fines de los ochenta, las tasas de ahorro en Europa han registrado una tendencia descendente para luego incrementarse hasta alcanzar los valores medios de los países desarrollados. A diferencia de Estados Unidos, la inversión en la Unión Europea ha tenido un comportamiento oscilante, lo que ha permitido que este conjunto de países fuera alternativamente exportador o importador de ahorro neto en relación con el resto del mundo.

En contraste, Japón ha tenido tasas de ahorro constantemente por encima de los valores medios de los países desarrollados y de los que se registran a nivel mundial, con diferencias del orden de los 15 puntos



de su producto. Además, esa tasa ha crecido sostenidamente desde fines de los setenta y sólo para 1993 y 1994 mostró movimientos a la baja. Esta evolución del ahorro en Japón se ha visto acompañada con niveles de inversión también sustancialmente más altos que los registrados en el conjunto de los países desarrollados y en el conjunto de la economía mundial, los que crecieron desde fines de los ochenta para declinar levemente a mediados de los noventa. Sin embargo, esta tasa de inversión se ha mantenido por debajo de la tasa de ahorro, lo que ha permitido que por lo menos desde fines de los setenta Japón sea un exportador neto de ahorro en órdenes que oscilan entre el 2.6% y el 3.6% de su producto. Como es sabido, estos excedentes japoneses han sido una fuente principal para cerrar las brechas de ahorro en las economías industriales, en particular los Estados Unidos.

### *El ahorro en los países en desarrollo*

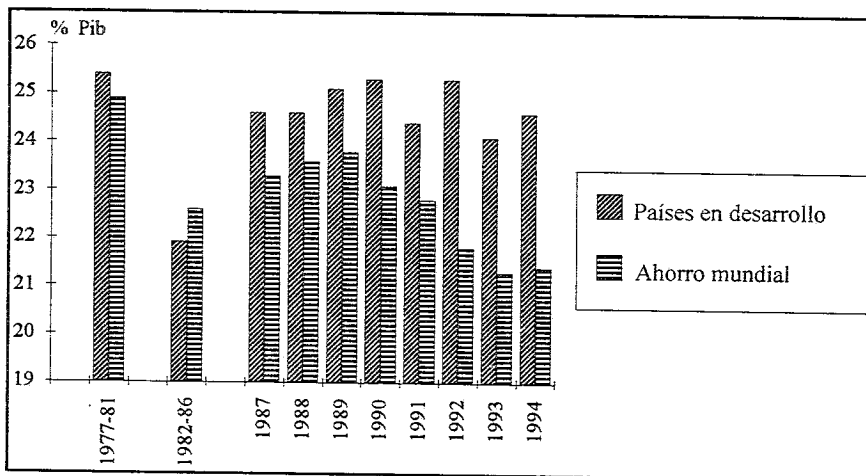
Consideremos ahora la evolución del ahorro en el conjunto de los países en desarrollo, lo que se presenta en la gráfica 3. Cabe indicar que en 1982-1986 estos países tuvieron una caída significativa en las tasas de ahorro medido en relación con su PIB respecto de las tasas que habían registrado en el periodo 1977-1981. Como consecuencia de ello, el ahorro en los países en desarrollo quedó por debajo de las tasas de ahorro mundial.

Sin embargo, desde 1987 el ahorro de los países en desarrollo se ha incrementado hasta alcanzar nuevamente los niveles que había registrado en 1977-1981. Asimismo, las tasas de ahorro en estos países supera ampliamente a aquella que se registra en el conjunto de la economía mundial. Ese comportamiento del ahorro fue superado por la evolución de la inversión que se ha mantenido en torno al 26% de producto desde fines de los ochenta, lo que fue posible porque estos países fueron receptores netos de ahorro externo en todo el periodo con valores en torno a 1.8% del PIB.

Dentro de estos países en desarrollo pueden distinguirse grupos con distinto comportamiento y condicionamiento frente al ahorro.

Por una parte están los países con superávit de ahorro, característicamente los llamados países petroleros que conocieron tasas de ahorro del orden de 60% del PIB en 1974, las que fueron descendiendo hasta niveles del orden del 21% del PIB a finales de los ochenta.

GRÁFICA 3  
Ahorro en los países en desarrollo



FUENTE: *Ibid.* gráfica 1.

Por otra parte están los países en desarrollo importadores de capital que mantuvieron una tendencia sostenida al incremento del ahorro, la que llega a alcanzar órdenes del 28% del PIB. Esto se explica porque dentro de este subgrupo están los países asiáticos de nueva industrialización, cuyas tasas de ahorro alcanzan el orden del 29% del PIB. Dichos países registraron superávits comerciales muy significativos a lo largo de los ochenta, realizando por lo tanto transferencias netas al resto del mundo.

Como contrapartida, dentro de los países importadores de capital está el subgrupo de países con problemas de deuda externa, entre los que se encuentran los de América Latina, cuyas tasas de ahorro decrecieron cinco puntos porcentuales desde mediados de los setenta hasta fines de los ochenta. A pesar de ello, estos países realizaron fuertes transferencias netas de capital al exterior durante la mayor parte de los ochenta, con el fin de atender las obligaciones generadas por la deuda contraída con bancos extranjeros en el periodo anterior. La situación de este grupo de países endeudados comenzó a revertirse al inicio de los noventa debido a las nuevas estrategias de renegociación de la deuda, los resultados del ajuste estructural sobre las finanzas

públicas en algunos de ellos y el reingreso de varios en los mercados financieros internacionales voluntarios.

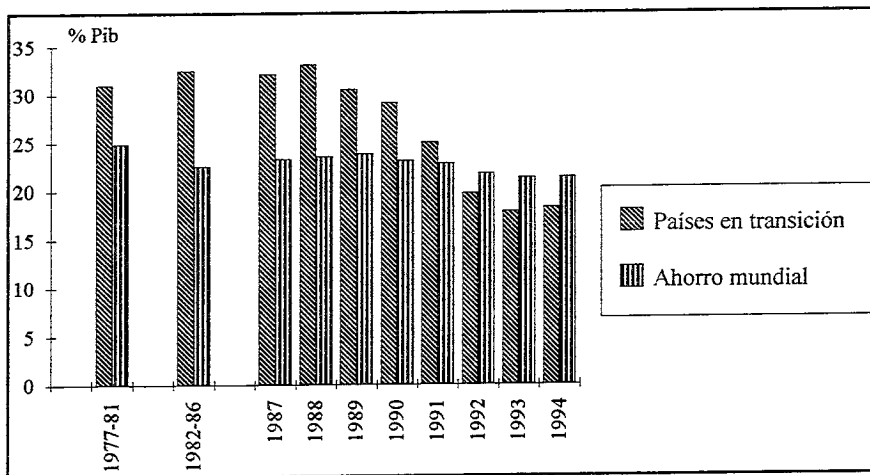
### *El ahorro en los países en transición hacia economías de mercado*

Cabe ahora hacer referencia a la situación del ahorro en los países en transición a economías de mercado como son los de Europa Central y Oriental, excluyendo Bielorrusia y Ucrania. Véase gráfica 4.

Estos países tuvieron elevadas tasas de ahorro e inversión en los periodos 1977-1981 y 1982-1986, lo que se mantuvo hasta principios de los noventa. Durante esos periodos dichos países registraron reducciones en sus reservas e incrementos de sus deudas con el exterior, por lo que debieron tener saldos superavitarios en el comercio exterior con los cuales poder realizar transferencias netas de recursos a los países de economía de mercado que eran sus clientes y acreedores.

Desde 1991 el ahorro de estos países cae bruscamente a niveles promedio en torno a los 19 puntos del producto, como consecuencia de las conmociones ocurridas con los cambios en sus sistemas institu-

GRÁFICA 4  
Ahorro de los países en transición  
(hacia economías de mercado)



FUENTE: *Ibid.* gráfica 1.

cionales y políticos. Por su parte, la inversión también cae significativamente, pero se mantiene por encima del ahorro, por lo cual estos países se convierten en importadores netos de ahorro del resto del mundo en niveles muy significativos del orden del 3% de su producto.

### ***Bibliografía***

- BID (1989), *Informe 1989. Tema especial: Ahorro, inversión y crecimiento*, BID, Washington.
- Córdoba Montoya, José (1992), *Los retos del mercado de valores en los años noventa*, ponencia presentada en la III Convención del Mercado de Valores, México.
- FMI (1995), *Perspectiva económica mundial 1994*, Washington.
- ONU (1992), *Estudio económico mundial 1992*, ONU, Nueva York.

## 6. Perspectivas de la economía mexicana en relación con el ahorro

Lo analizado en los dos capítulos previos permite presentar algunas conclusiones sobre las perspectivas de la economía mexicana en relación con el ahorro, partiendo de la problemática que genera la creciente fragilidad estructural del ahorro en el país ante la importancia alcanzada por el ahorro externo, así como por la baja y decreciente participación del ahorro interno.

En lo que se refiere al ahorro externo, su participación creciente en el conjunto del ahorro en el país es preocupante por lo que ello implica en cuanto a dependencia externa, pero fundamentalmente porque el panorama conjunto del ahorro en la economía internacional no es alentador.

Las perspectivas de evolución en el conjunto del ahorro mundial están determinadas, por una parte, porque se produzca un ciclo sostenido de inversión y de crecimiento del producto y el ingreso en la economía mundial, superando la inestable situación que se registra desde mediados de los setenta. Este horizonte no parece estar próximo debido a los crecientes conflictos regionales y a la persistencia de segmentaciones regionales del mercado mundial. Sin embargo, aunque estas fuerzas superaran el incremento del ahorro que se produzca con aquel encadenamiento inversión-ahorro será necesariamente lento, por lo que no parece esperable una recuperación significativa y sostenida del ahorro mundial en el periodo próximo.

Por lo que se refiere a los efectos del ahorro de los países desarrollados en las perspectivas del ahorro mundial para los noventa, se pueden anotar por lo menos tres cuestiones centrales.

La primera es la pregunta sobre si Estados Unidos modificará su tendencia de caída en su ahorro, lo que depende de la reducción de su déficit público, una conducta más conservadora en el endeudamiento de sus empresas y el incremento del ahorro de las familias.

La segunda cuestión es si Japón podrá continuar con tasas de ahorro tan altas como las que logró en el pasado, teniendo en cuenta el comportamiento reciente de su economía y sus finanzas así como el descenso de ahorro de las familias que se observó en ese país desde fines de los ochenta.

El tercer interrogante lo plantea Alemania en lo que se refiere a cuál será la tendencia de su demanda neta de fondos luego de la unificación, siendo previsible que se mantenga al alza en el mediano plazo.

Por su parte, la lenta recuperación del crecimiento en los países en desarrollo y las ingentes demandas de fondos para alimentar sus ciclos de inversión luego de una década de retroceso, hacen prever por una parte que aumentarán sus tasas de ahorro internas, pero que al mismo tiempo serán parte de los demandantes netos de fondos durante los noventa.

Por último, en lo que se refiere a los países en transición hacia economías de mercado, la perspectiva esperable para el resto de la década es que continúen siendo demandantes netos de fondos para apoyar su reconstrucción económica.

En lo que hace al ahorro del que puede disponer México en el futuro, tanto la mencionada situación del ahorro externo como el bajo nivel y la tendencia decreciente que registra el ahorro interno, crean desafíos para incrementar el nivel de este último en el futuro.

Al respecto pueden indicarse diversas formas de potenciar el crecimiento del ahorro interno y contrarrestar la tendencia del mismo a descender. Por una parte están las clásicas medidas de estímulo fiscal mediante exenciones o desgravaciones, y por la otra hay medidas alternativas para promover la formación del ahorro financiero de largo plazo sobre lo cual volveremos más adelante.

Sin embargo, la evolución progresiva del ahorro interno depende fundamentalmente de un crecimiento sostenido de la economía mexicana durante plazos largos, ya que esto permitirá incrementar el ingreso disponible de los agentes económicos y en consecuencia el aumento de la propensión a ahorrar que acompaña a una situación de mayores ingresos. Al mismo tiempo, es necesario señalar que este impacto progresivo del crecimiento económico sobre el ahorro se

vería potenciado si junto con ello se produjera también una mejoría marcada en la distribución del ingreso, elevando los ingresos mínimos de la población a niveles que permitieran iniciar prácticas de ahorro de largo plazo como las señaladas.

Estos puntos se relacionan con un poderoso factor para la recomposición futura del ahorro interno en México, el que sin embargo plantea perspectivas contradictorias. Nos referimos a las posibilidades en relación con el incremento del ahorro interno que surgen con el cambio en la estructura de edad de la población del país que se producirá en lo que resta del siglo.

Como es sabido, durante los últimos años la pirámide de edades en México ha estado caracterizada por el hecho de que la población menor de 20 años ha tenido un peso dominante en la misma. Esto se confirma al observar que la proporción de la población que tiene entre 20 y 64 años respecto a la que está entre 0 y 19 años es de 1 a 1. Este índice de población adulta respecto a la población económicamente dependiente es muy bajo en comparación con el de los países industriales donde la relación es de 2 adultos por cada menor. Ese bajo nivel del índice adultos-menores se constituye en un factor negativo para el ahorro interno debido al mayor peso de la población dependiente sobre el otro segmento de la población.

Sin embargo, la evolución de la pirámide poblacional en México hará que en el futuro se incremente el número de adultos por cada menor de edad, de modo que para el año 2010 se espera que dicha relación habrá alcanzado los valores de 2 adultos por cada menor dependiente que hoy se observa en los países desarrollados. Según distintos estudios, cada unidad de adulto respecto a un menor que se incrementa en la pirámide poblacional tiene un impacto del 15% en el ahorro financiero nacional.

Adicionalmente, podemos recordar la hipótesis del ciclo de vida en relación con el nivel de ahorro que se presentó en el capítulo 1, ya que la mencionada evolución de la pirámide de edades significará también que los sectores más jóvenes tendrán un peso dominante dentro de la población activa. Como se señaló en aquella hipótesis, éste es un factor positivo para el incremento del ahorro porque los adultos jóvenes pueden tener una mayor propensión a ahorrar.

De conjunto esta tendencia evolutiva de la pirámide de edades en el país representa una fuente potencial de lo que algunos autores denominan como ahorro "demográfico", que resulta un importante

factor de crecimiento económico para México, en contraste con la situación que enfrentan los países desarrollados donde la evolución de la pirámide de edades se cumple en el sentido de incrementar la población en edad de retiro frente a la población activa.

Sin embargo, la situación tiene dos filos porque aquel ahorro "demográfico" sólo tiene carácter potencial, porque para hacerse efectivo será necesario que las tasas de crecimiento del producto, la inversión y sobre todo el empleo puedan absorber a esta población que año con año se incorporará al mercado de trabajo.

En consecuencia, para concretar aquel ahorro "potencial" en los próximos años se requerirán tasas de crecimiento económico sustancialmente mayores al crecimiento poblacional, lo que suma un factor de presión adicional sobre la inversión en el país.

Para tener una aproximación a lo que representa este desafío del ahorro en México podemos señalar lo indicado en un estudio que se presenta en J.P. Morgan (1992). En el mismo se señala que para haber tenido en México una tasa de crecimiento del 5% del PIB y de 3.25% en el ingreso per cápita durante el quinquenio 1992-1996, en el país debió crecer la inversión fija bruta en un 16% respecto a la realizada en el quinquenio 1987-1991. Esto implicaría que la tasa de inversión debería estar en el orden del 25% del PIB. Dada la tasa de ahorro interno registrada en el periodo, esto habría significado un aporte sostenido del ahorro externo en el orden del 5 al 6% del PIB, lo que hubiera sido incierto de lograr por la ya mencionada situación del ahorro internacional.

Esto último sugiere que para mantener el horizonte de crecimiento del país, el ahorro interno debería crecer con el fin de reducir la contribución del ahorro externo a niveles más sostenibles en el largo plazo, como han sido los promedios históricos de 3% que ha tenido esta variable en los últimos cuarenta años.



*Tercera parte*

**Sistema financiero, ahorro financiero,  
inversión extranjera de cartera y banca  
mexicana**



## 7. Cambios recientes en la economía y el sistema financiero mexicano

Esta parte se integra por cuatro capítulos y tiene por objetivo considerar la evolución seguida por un aspecto particular del ahorro en México como es la del llamado ahorro financiero.<sup>1</sup> Ello se analiza dentro del cuadro más amplio de problemas que plantean los nuevos mercados y actores del financiamiento resultante de la reforma al sistema financiero nacional iniciada en 1988 como parte de la profundización en el cambio económico estructural que se llevó a cabo en el país desde ese año.

A consecuencia de dicha reforma se produjeron fuertes transformaciones en las relaciones financieras del país con el exterior así como en los circuitos de financiamiento en el interior del país, lo que en general se cumplió dentro de la lógica de liberalización, desregulación y privatización que caracteriza al mencionado cambio estructural. Estas transformaciones permitieron invertir la dirección de los flujos internacionales de fondos así como que se incrementara significativamente el crédito interno y externo al sector privado. Sin embargo, las condiciones existentes en los mercados y actores financieros internos e internacionales, así como la modalidad de vínculo entre ellos, generaron al mismo tiempo tensiones e inestabilidades que afectaron el funcionamiento del sistema financiero y aun el de la propia actividad económica global en el país. Para explicar esta evolución resulta especialmente relevante considerar tanto las características generales que tuvo la reforma financiera como el nuevo papel de las finanzas internacionales y de los bancos privatizados dentro de ello.

<sup>1</sup> Para la conceptualización del ahorro financiero, véase el capítulo 1.

En el presente capítulo se analiza el cuadro general de cambios en la economía así como en los mercados y actores del sistema financiero que han ocurrido en México desde 1988. Para ello se esquematizan primero los principales rasgos del cambio económico estructural iniciado en el país desde 1983. Luego se considera la necesidad de una reforma financiera a consecuencia de las condiciones generadas por la crisis de la deuda y ante los requerimientos financieros de la nueva conformación económica. En tercer lugar se analiza la estabilidad macroeconómica y la reforma financiera ocurrida desde 1988. Por último se señalan los rasgos de segmentación de mercados y concentración de agentes que caracterizan al nuevo financiero, y se destaca el papel particular que en ello le cabe a las finanzas internacionales y a los bancos privatizados.

### *El nuevo modelo de desarrollo económico en México*

La administración De la Madrid asume el gobierno en el contexto del estallido de la crisis de 1982, con la tesis de que dicha crisis tenía un carácter estructural por lo que para resolverla se requería transformar radicalmente el modelo de desarrollo tradicional que había estado centrado en la sustitución de importaciones, fuertemente proteccionista y cuya dinámica dependía del liderazgo del Estado con base en el déficit público. Es así que en el curso del sexenio gubernamental 1982-1988 se implementa una nueva estrategia económica para producir una reforma estructural de la economía nacional. Con ésta se buscaba conformar un nuevo modelo de economía abierta a la economía internacional, en la que la acumulación de capital estuviera orientada predominantemente por la rentabilidad relativa del mercado mundial, con base en una nueva regulación pública y bajo el liderazgo de las empresas privadas, procurando con ello que el país encontrara una nueva inserción en la economía internacional más acorde con las tendencias a la globalización que caracterizan al desarrollo actual de esta última.

El alcance de los cambios promovidos por esta estrategia durante el periodo 1983-1987 pueden resumirse diciendo que en este periodo se establecieron las bases de un nuevo modo de regulación pública para la actividad económica, orientado a partir de un juego más amplio de la economía de mercado y una redefinición de los grandes circuitos

macroeconómicos. Todo ello se reflejó en un sistema de precios y ganancias relativas que premiaba la acumulación de capital privado orientada al mercado mundial. El proceso fue complejo y altamente inestable, pero como consecuencia del mismo se definió una articulación de actores, circuitos y mercados que entretejió un nuevo poder económico bajo el liderazgo de un conjunto de grandes empresas privadas altamente dinámicas y con gran capacidad de adecuación al cambio.

### *Desafíos y necesidades financieros en 1988 para consolidar el nuevo modelo económico*

Lo dicho en el apartado anterior muestra que las transformaciones realizadas con la reforma económica hasta 1988 sólo habían producido la reorganización del marco institucional para la actividad económica, sin relanzar de manera generalizada el proceso de acumulación productiva. Por el contrario, en el periodo 1983-1988 la mayor parte de la economía había estado sumida en el estancamiento, con la excepción del sector financiero bursátil que había mostrado gran vitalidad por razones que se analizan más adelante.

Por lo tanto, para consolidar la reforma económica era necesario concretar una expansión productiva bajo las nuevas reglas, lanzando el ciclo de crecimiento del producto y del empleo que demandaban los distintos agentes económicos, y en particular las empresas líderes en el nuevo modelo que requerían rumbos para la inversión y la rentabilidad más sólidos y estables que los conocidos entre 1983 y 1987. Teniendo definidas las nuevas bases y reglas del modelo económico, el desafío era profundizar la reforma económica al tiempo que se cumplía un ciclo de crecimiento económico sostenido de largo plazo que consolidara la nueva economía.

Enfrentar este desafío generaba por lo menos dos fuertes necesidades financieras. La primera era la de posibilitar un gran ciclo de inversión productiva que resolviera la grave situación de la industria, la infraestructura y los servicios, creada por el estancamiento de los ochenta, ya que durante estos años no sólo no se había concretado inversión productiva relevante sino que se había destruido parte del acervo de capital productivo en el país, como lo sugiere el peso de la depreciación en el ahorro interno a que se hizo referencia en el

capítulo 4. Concretar ese ciclo de inversión requería satisfacer una fuerte demanda de financiamiento en condiciones en que la oferta de fondos existente en el país para estos fines no parecía suficiente para atenderla, debido a las condiciones generadas por la misma crisis de 1982, a lo cual también se hizo referencia en dicho capítulo 4, a propósito de la necesidad de atender los pagos externos y el efecto negativo sobre el ahorro interno neto que ello provocaba.

La segunda cuestión financiera importante para consolidar el nuevo modelo económico era la que resultaba de la necesidad de profundizar la apertura externa en el sector financiero ante la perspectiva de radicalizar la reforma económica, pero también por las exigencias de la Ronda Uruguay del GATT en lo referente a la liberalización de los servicios financieros, a lo que luego se sumarían las exigencias que plantearía la negociación del Tratado de Libre Comercio con Canadá y Estados Unidos. Con la apertura financiera externa se crearían desafíos extraordinarios tanto en el campo macroeconómico según enseñan las experiencias de liberalización en Argentina, Chile, etc., durante los setenta, como por la baja competitividad relativa de los intermediarios financieros nacionales frente a los grandes transnacionales. Pero al mismo tiempo, esta apertura financiera resultaba muy atractiva porque con ella se facilitaba el camino para que las empresas y el gobierno pudieran volver a los mercados financieros internacionales voluntarios, ampliamente globalizados y con costos y plazos mucho más favorables que los del mercado local.

Para que la economía mexicana pudiera dar cuenta de procesos de inversión como los mencionados era fundamental que el sistema financiero —sus instituciones, mercados e instrumentos— desempeñara eficientemente las grandes funciones de manejar el sistema de pagos, así como las de captar el ahorro financiero y asignar adecuadamente los fondos para el financiamiento de la inversión. Estas complejas tareas deberían resolverse en las particulares condiciones que crearía el hecho de que el sistema financiero mexicano debía pasar por un periodo de transición con una reforma como la que requería para lograr esos objetivos, partiendo de la situación heredada en la etapa más aguda de la crisis de la deuda externa.

### *La situación del sistema financiero antes de 1989*

Para ubicar la magnitud de los cambios que se debían realizar en el sistema financiero con el fin de atender los problemas planteados, conviene señalar la situación en que se encontraba dicho sistema antes de 1989, recordando que el estallido de la crisis de la deuda externa en 1982, precedido por la decisión gubernamental de estatizar la banca privada, tuvo múltiples efectos sobre el sistema financiero mexicano.

En general, el cuadro que se configuró a partir de entonces y hasta 1989 correspondió con lo que anteriormente se definió como un escenario de "represión financiera", generado por la acumulación extraordinaria de factores adversos para la economía nacional entre los que destacan los siguientes.

Por una parte, la restricción financiera externa surgida a partir de que el país se vio excluido de los mercados financieros internacionales voluntarios por la crisis de la deuda. Esto significó la interrupción de los flujos de ahorro externo neto requeridos para financiar la economía nacional, lo que se hizo especialmente crítico durante la larga renegociación con los acreedores externos realizada entre 1985 y 1986. Sobre esta base, en un ambiente de alta inflación e incertidumbre cambiaria, se creó una muy fuerte restricción financiera interna para el sector privado, debido a que el Gobierno necesitaba prioritariamente los fondos para cumplir con los compromisos de la deuda externa, lo que llevó a que el financiamiento del déficit público dominara el sistema financiero nacional.

Desde el punto de vista del sistema bancario, esta situación hizo que la captación se realizara a través de tasas de interés determinadas administrativamente por debajo de las tasas de mercado, y negativas en términos reales para diversos periodos. También la asignación de los fondos que los bancos nacionalizados otorgaban para el financiamiento de la economía era decidida por el gobierno, mediante la captación de los fondos por el mecanismo del encaje y la aplicación de los mismos a la compra de títulos de deuda pública. Por este medio, el Gobierno lograba retener partes sustanciales de los fondos captados por la banca para atender las necesidades financieras mencionadas. Sin embargo, ese financiamiento público vía la banca no era suficiente para cubrir los requerimientos del déficit público, por lo que para evitar el efecto inflacionario de financiarse mediante emisión directa, el Go-

bierno optó por incrementar la emisión de títulos de deuda pública de corto plazo en el mercado de valores, con tasas de rendimientos superiores a las ofrecidas por la banca aunque también negativas en varios periodos.

CUADRO 1  
Estructura del financiamiento del déficit del sector público  
1983-1988 (Porcentajes)

<i>Concepto</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>
Requerimientos financieros del sector público	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Financiamiento externo neto	33.5	17.4	2.2	7.9	9.5	-9.5
Financiamiento interno neto	66.4	88.2	97.8	92.9	90.5	109.3
– Banco de México	60.0	n.d.	41.3	27.0	5.4	48.7
– Banca Múltiple	0.8	n.d.	37.0	41.3	38.5	7.9
– Sector privado	7.4	n.d.	10.9	15.9	3.4	53.0
+ Valores gub.	n.d.	n.d.	8.7	11.1	29.4	46.0
+ Oblig. banca des.	-1.8	n.d.	2.2	4.8	-2.4	7.0

NOTA: Incluye intermediación financiera de 1985 a 1987; en este año también la asunción de pasivos de la banca comercial por parte del gobierno federal.

FUENTE: Garrido, Leriche y Ejea (1992).

Para ello en 1985 se reformó la legislación financiera estableciendo restricciones al financiamiento directo que el Banco de México podía otorgar al Gobierno federal, se definió el papel del mercado de valores y de las casas de bolsa en el financiamiento a la deuda pública interna y se autorizó la participación de particulares en la serie "B" de los consejos accionarios de los bancos.

Con esta base legal se articuló el circuito de deuda pública en donde el Gobierno emitía títulos de deuda que colocaba en el mercado de valores por medio de las casas de bolsa, los que eran adquiridos predominantemente por las tesorerías de las grandes empresas que tenían altos niveles de liquidez y carecían de opciones comparables en la inversión productiva, dado el contexto recesivo. Ese circuito de la deuda pública permitió reorientar la liquidez para financiar el



déficit financiero del sector público y que las grandes empresas obtuvieran importantes ingresos, que en muchos casos compensaron pérdidas operativas. Asimismo, la estrategia incluyó una política de tasas de interés positivas en términos reales que contribuyó a consolidar el proceso de captación del ahorro interno y atenuar la salida de capitales al exterior.

Las restricciones a los bancos para operar en el mercado de valores y las diferencias entre las tasas bancarias y los rendimientos en el mercado de valores, llevaron a que cayera la captación bancaria y que los fondos se desplazaran hacia el mercado de títulos de deuda pública dentro del mercado de valores. Esta desintermediación financiera bancaria y la carencia de liquidez por parte de un sector amplio de empresas produjo, por momentos, la emergencia de sistemas informales de financiamiento directo entre tesorerías de grandes empresas, las que intercambiaban fondos de corto plazo en montos relativamente significativos. La desintermediación bancaria también se vio alimentada por el hecho de que muchos ahorradores decidían colocar sus fondos en cuentas en dólares fuera del país, buscando rendimientos efectivos y coberturas frente a los riesgos cambiarios e inflacionarios. Por otra parte, este ambiente de represión financiera, alta inflación e incertidumbre cambiaria significó que quienes retuvieron sus fondos en pesos los colocaron a plazos muy cortos, reduciendo el horizonte temporal de los valores en todo el sistema.

La alta inflación tuvo otros dos efectos adicionales. Por un lado, debilitó el sistema de pagos, dado que la incertidumbre sobre el valor futuro de la moneda conducía a que las deudas y compras de importancia tendieran a establecerse en dólares. Por el otro, incrementó el ahorro público forzoso al generar transferencias de ingresos del sector privado al sector público en lo que se denominó como el impuesto inflacionario.

De conjunto, la crisis de la deuda y la particular "represión financiera" generada a partir de ella produjo, por una parte, la contracción y debilitamiento del sistema financiero. Y por la otra llevó a un descenso del ahorro disponible en la economía nacional, lo que ocurrió por el encadenamiento de tres efectos.

El primer efecto se dio al estallar la crisis de la deuda y significó la caída de las tasas de ahorro nacional y al mismo tiempo un superávit del ahorro agregado, porque la inversión cayó más que el ahorro. El segundo efecto fue que se desplazó la asignación del ahorro desde

el sector privado al sector público con una pérdida de eficiencia en el ya reducido volumen de inversión. El tercer y último efecto fue que se transfirieron al exterior partes importantes de aquel ahorro captado por el sector público, con el fin de dar cumplimiento al servicio de la deuda, lo que terminaba significando una marcada disminución del ahorro neto disponible por el país.

### *Estabilización macroeconómica y reforma al sistema financiero desde 1989*

Los avances en el ajuste estructural de la economía mexicana iniciado en 1983, hicieron posible que a partir de 1989 se desarrollara un ciclo de crecimiento del producto, al tiempo que se profundizaban y aceleraban las medidas de reforma estructural, entre las que destacan para nuestro estudio las que llevaron a la estabilidad macroeconómica y las de reforma al sistema financiero. En el cuadro 2 puede verse la evolución de las principales variables macroeconómicas en el periodo.

CUADRO 2  
Indicadores macroeconómicos 1987-1994

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Tasa de crecimiento del PIB en pesos (% de var. real)	1.9	1.2	3.3	4.4	3.6	2.8	0.6	3.7
Tasa de crecimiento de las manufacturas (%)	3.0	3.2	7.2	6.1	4.0	2.3	-0.8	3.6
Inflación (Dic. a Dic.)	159.17	51.66	10.70	29.93	18.79	11.90	8.00	7.1
Superávit financiero/PIB	-16.0	-12.5	-5.6	-3.9	2.0	3.4	0.7	-0.3
Deuda pública externa (mdd)	84 523	83 976	79 751	71 876	67 633	67 764	68 668	65 686
Exportaciones totales (mdd)	20 656.2	20 565.1	22 842.1	26 950.3	26 834.5	27 515.6	30 032.9	34 613.0
Importaciones totales (FOB) (mdd)	12 222.9	18 898.2	25 347.9	38 184.1	28 192.6	48 923.6	58 879.7	
Saldo en la balanza comercial (mdd)	8 544.3	1 666.9	(2 505.8)	(4 139.7)	(11 329.6)	(20 677.0)	(18 890.6)	(24 266.8)

FUENTE: *Ibid.* cuadro 1.

### *Estabilización macroeconómica*

Ya desde 1988 comenzó a disminuir la fluctuación de los precios y a descender el nivel de inflación, a consecuencia del éxito obtenido en

la aplicación de un plan de estabilización cuyo objetivo era que la tasa de inflación en el país llegara a los niveles de las de sus principales socios comerciales. Ese plan se cumplía mediante un sistema de pactos renovados periódicamente con ajustes parciales de sus objetivos. Para lograr esa estabilización se utilizaron algunos precios macroeconómicos como "anclas". Fue así que se congeló en términos relativos la tasa de cambio del peso respecto al dólar, lo que llevó a pasar de una situación de subvaluación a otra de sobrevaluación de la moneda nacional. También se fijaron los precios de los bienes públicos en el marco de una estrategia de reforma del Estado y de racionalización presupuestal. Por último, el salario real se congeló en términos relativos y se retomó a plazos anuales para la negociación de los salarios. De su lado, las empresas privadas acordaron que procurarían no incrementar los precios de sus productos, lo que se tradujo en una disminución muy marcada en el cambio de los mismos. Esto junto al incremento de la competencia externa por efecto de la apertura comercial iniciada en 1986 les significó a dichas empresas un fuerte descenso de sus márgenes de utilidad. En contrapartida, la estabilización les brindó la posibilidad de ampliar sus horizontes de planeación hacia el mediano plazo.

### *Reforma del sistema financiero*

Desde 1989, aunque con antecedentes en 1988, se llevaron a cabo diversas reformas al sistema financiero, siguiendo los principios generales de desregulación, liberalización y privatización que orientaban el conjunto de la reforma económica. Con esta reforma al sistema financiero se buscaba superar la situación en la que el mismo se encontraba como consecuencia de la crisis de la deuda, lo que se reseñó anteriormente. El objetivo general de la reforma era que dicho sistema pudiera contribuir activamente en la consolidación del nuevo modelo económico, promoviendo la formación del ahorro financiero y su aplicación a la inversión en condiciones de competitividad internacional. Esa reforma financiera se caracterizó por cuatro grandes aspectos.

El primero fue el cambio en la modalidad de operación de los bancos y en las condiciones para la formación de las tasas de interés en este segmento del sistema. En lo relativo a la captación, primero se liberalizaron las tasas de las aceptaciones bancarias y luego las de los

otros instrumentos de captación, lo que significó que se eliminaban las restricciones a los intermediarios para establecer las tasas de interés pasivas. Posteriormente se autorizaron nuevos instrumentos para la captación en pesos, tales como los bonos bancarios, las cuentas productivas y los depósitos a la vista sin chequera. Por último, también se autorizó la captación de depósitos en dólares a la vista y a plazo, así como la creación de pagarés en dólares. También hubo cambios significativos en las llamadas Cuentas Maestras, ya que el primero de diciembre de 1991 el Banco de México decidió incrementar las reservas para operaciones con Cuentas de Orden desde un 30% a un 50%. Esto significó que los bancos transfirieran los depósitos en Cuentas Maestras desde la Cuenta de Orden a la de Captación, con una expansión de estas últimas para el conjunto de los bancos por un monto del orden de los 21 000 millones de dólares.

En lo que hace a la asignación de los fondos, primero se eliminaron los cajones de crédito obligatorio, para posteriormente autorizar que los bancos decidieran libremente la asignación de los fondos y la definición de las tasas activas conforme a las condiciones del mercado. Asimismo, se sustituyó el encaje obligatorio por un coeficiente de liquidez de 30% de la captación.

En marzo de 1991 se introdujeron reglas para calificar la cartera de los bancos, fijándose reservas preventivas por rangos de calificación y posteriormente se establecieron reglas de capitalización de las instituciones de banca múltiple con base en el Acuerdo de Basilea, a partir de lo cual se siguió un programa de metas que concluiría al establecerse el 8% de capitalización mínima a partir de 1993. Finalmente, en septiembre de 1991 se eliminó el coeficiente de liquidez sobre la captación en pesos que se realizara a partir de dicho mes.<sup>1</sup>

Un segundo aspecto de esta reforma financiera fue la renegociación, reestructuración y reducción de la deuda pública externa e interna, lo que tuvo un impacto fundamental para reorientar los flujos financieros entre el país y el resto del mundo, así como entre agentes dentro de la economía nacional. Respecto a la deuda pública externa, la administración del presidente Salinas de Gortari procedió a renegociarla y reestructurarla buscando reducir montos y tasas así como ampliar plazos, todo ello con el fin de liberar recursos para apoyar el

<sup>1</sup> En el apéndice 1 de este capítulo pueden verse las características generales de esa regulación y sus diferencias como lo establecido en el Acuerdo de Basilea.

ciclo de crecimiento. La negociación fue exitosa en la medida en que impactó favorablemente la confianza de los inversionistas externos y locales, abriendo paulatinamente el camino para que México regresara a los mercados financieros internacionales voluntarios.

En lo que se refiere a la deuda pública interna, se redujeron significativamente sus montos, lo que fue consecuencia por un lado de las amortizaciones que el Gobierno realizó con parte de los fondos obtenidos al vender empresas públicas. Por el otro, aquella reducción de la deuda pública interna fue producto de que la desaceleración de la inflación redujo los intereses de dicha deuda, provocando una menor demanda de fondos para refinanciarla, lo que contribuyó a reducir los saldos de la misma.

Junto con esta reducción de los montos se ampliaron los plazos de la deuda pública interna, llegando en 1991 a un promedio de vencimiento de 376 días. La reducción y reestructuración de la deuda pública interna tuvo tres efectos relevantes en cuanto a la orientación de los flujos financieros.

Por una parte, se liberaron fondos en el sistema, provocando un dramático cambio en la relación entre el financiamiento otorgado por los bancos comerciales a los sectores públicos y privados en beneficio de este último, como se verá en el próximo capítulo. Por la otra, se ampliaron los plazos en el vencimiento de los títulos de deuda pública interna, lo que contribuyó positivamente a que se ampliaran los plazos para el conjunto de los activos financieros. Y por último, la situación superavitaria del Gobierno cambió sustancialmente el significado del mercado de títulos públicos dentro del mercado de dinero, posibilitando que por primera vez aquel mercado de títulos de deuda pública comenzara a servir para la regulación monetaria bajo una lógica de operaciones de mercado abierto.

El tercer gran aspecto de la reforma al sistema financiero se refiere a cambios regulatorios y legales que significaron la creación de algunas instituciones y la transformación de otras ya existentes, con efectos trascendentes para la importancia relativa de los distintos actores financieros en la economía nacional.

Por una parte, registran cambios en el funcionamiento del mercado accionario siguiendo tendencias mostradas en un conjunto de países en desarrollo, en cuanto a la liberalización de dichos mercados para posibilitar la participación de inversionistas extranjeros en los mismos. Esa liberalización se inscribe dentro del proceso de grandes cambios

registrados en el sistema financiero internacional, y profundizar la tendencia a la globalización de los mercados de capitales mundiales que ha sido uno de los signos de aquellos cambios, como se indicó en el capítulo 3.

En el cuadro 3 puede apreciarse la apretada secuencia en la que distintos países en desarrollo de diversas partes del mundo procedieron a la apertura de sus mercados accionarios, con el fin de participar en la competencia por los fondos internacionales en esta modalidad de financiamiento de las empresas.

CUADRO 3  
Apertura de mercados accionarios a la inversión extranjera

<i>País</i>	<i>Fecha de apertura</i>
Grecia	Diciembre 1988
Portugal	Diciembre 1988
Jordania	Diciembre 1988
Chile	Diciembre 1988
Malasia	Diciembre 1988
Tailandia	Diciembre 1988
México	Mayo 1989
Turquía	Agosto 1989
Filipinas	Octubre 1989
Venezuela	Enero 1990
Taiwan-Pcia. de China	Enero 1991
Colombia	Febrero 1991
Paquistán	Febrero 1991
Brasil	Mayo 1991
Argentina	Octubre 1991
India	Noviembre 1992
Corea	Enero 1992

FUENTE: IMF (1995), Private Market Financing for Development Countries.

Como se observa en dicho cuadro, la incorporación de México a esta reforma fue relativamente temprana y se produjo cuando en el país recién comenzaban a diseñarse los grandes cambios del sistema financiero que estamos considerando.

Por otra parte, en diciembre de 1989, dentro de un amplio conjunto de modificaciones a la legislación vigente sobre la materia, se aprobó la Ley de Agrupaciones Financieras por la cual se autorizaba la constitución de grupos financieros, fijando las modalidades y características para la formación de los mismos. En esta primera versión se propusieron dos tipos de agrupamientos, como puede verse en el cuadro 4.

CUADRO 4  
Primera disposición legal para los tipos de agrupamientos financieros

<i>Encabezado por una institución nacional de crédito</i>	<i>Encabezado por una casa de bolsa</i>
Arrendadora	Arrendadora
Empresa de factoraje	Empresa de factoraje
Almacenadora	Almacenadora
Sociedad de inversión	Sociedad de inversión
	Aseguradora
	Afianzadora
	Operadora de sociedades de inversión
	Otras empresas de servicios propios autorizadas
	Sociedad controladora

FUENTE: *Ibid.* cuadro 1.

En estos agrupamientos sólo se permitía la presencia de un tipo de agente financiero, ya fuera un banco o una casa de bolsa. Sin embargo, en junio de 1990 la tipología de agrupamientos financieros experimentó un cambio sustancial con la aprobación por el Congreso de la Unión de la reforma a los artículos 28 y 123 constitucionales, para restablecer el régimen mixto en el servicio de banca y crédito. Este cambio en la tipología se consigna en la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, aprobada en julio de ese mismo año, en la cual se amplía la posibilidad de agrupación a todos los intermediarios y se otorgan a la casa de bolsa condiciones similares a las de las sociedades nacionales de crédito.

Conforme a la ley reglamentaria existen tres tipos de agrupamientos financieros, según se registra en el cuadro 5.

## CUADRO 5

## Disposición legal vigente para los tipos de agrupamientos financieros

<i>Encabezada por una controladora</i>	<i>Encabezado por un Banco<sup>1</sup></i>	<i>Encabezado por casa de bolsa<sup>2</sup></i>
<i>Banco</i>	<i>Arrendadora</i>	<i>Arrendadora</i>
<i>Casa de Bolsa y casa de cambio</i>	<i>Operadora de sociedades de inversión</i>	<i>Operadora de sociedades de inversión</i>
<i>Una o dos aseguradoras ramos distintos</i>	<i>Una sociedad de inversión</i>	<i>Una sociedad de inversión</i>
<i>Arrendadora financiera</i>	<i>Casa de cambio</i>	<i>Casa de cambio</i>
<i>Empresa de factoraje</i>	<i>Almacenadora</i>	<i>Almacenadora</i>
<i>Afianzadora</i>		
<i>Almacenadora</i>		
<i>Una operadora o más de sociedades de inversión de distintos ramos</i>		

<sup>1</sup> Esta agrupación no podrá incluir una casa de bolsa.

<sup>2</sup> Este grupo no podrá incluir instituciones de crédito.

FUENTE: *Ibid.* cuadro 1.

Lo más destacado de esta nueva disposición es que con ella se faculta a los grupos financieros encabezados por una controladora para incorporar todo tipo de instituciones financieras, con el límite de que sólo podían tener una institución de cada tipo con la excepción de sociedades de inversión y aseguradoras de distinto ramo. Esta organización en torno a una sociedad controladora sería finalmente la forma predominante de organización que adoptaron los grupos financieros en el país.

Por otra parte, en junio de 1990 se aprobó la reforma constitucional por la cual se restableció el régimen de banca mixta, a partir de lo cual se inició la privatización de los 18 bancos existentes, bajo la conducción de un Comité de Desincorporación constituido por la Secretaría de Hacienda para ese fin. El Comité recibió 133 solicitudes de inscripción correspondientes a 44 grupos y la desincorporación efectiva comenzó con la convocatoria para presentar posturas por un primer paquete de bancos en abril de 1991 y concluyó en junio de 1992.<sup>2</sup>

El cuarto y último aspecto de la reforma financiera correspondió a la decisión de promover una apertura gradual y lenta del sistema financiero nacional a la competencia externa, lo que se dio en el marco

<sup>2</sup> En el apéndice 2 de este capítulo se presenta la información básica sobre los compradores y los valores pagados por los bancos, así como la conformación de los grupos financieros en los que aquéllos se integraron.



de las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte que México estableció con Canadá y Estados Unidos. Esta decisión significaba poner fin al proteccionismo que había gozado el sector financiero del país durante muchas décadas, lo que representa un cambio radical en las condiciones de operación y competencia financiera de extensas implicaciones para el sistema financiero y el conjunto de la economía nacional. Al mismo tiempo, se esperaba que esta nueva relación con el exterior facilitaría el cauce para que se consolidara la presencia que los intermediarios financieros mexicanos venían teniendo en el mercado estadounidense.<sup>3</sup>

### *Dos rasgos relevantes del nuevo sistema financiero. Segmentación de mercados y concentración de agentes*

El nuevo sistema financiero resultante de la reforma que acabamos de mencionar tuvo dos rasgos relevantes para comprender sus modalidades de financiamiento.

El primer rasgo es la segmentación en el acceso a los mercados financieros del país y los del exterior para las empresas y consumidores, en función de su tamaño y tipo de actividad que desarrollan así como de sus vinculaciones con los agentes financieros institucionales privados nacionales y extranjeros. Esto significa diferencias relevantes de costo, montos y condiciones de los servicios financieros a favor de los que pueden elegir concurrir a uno u otro mercado respecto de los que sólo optan por financiarse en el mercado interno.

Lo primero sólo fue posible para un pequeño pero muy poderoso conjunto de actores económicos. Por una parte, las grandes empresas productivas que requerían este financiamiento internacional competitivo para reestructurarse y lograr posiciones como exportadoras y productoras multinacionales. Por la otra, los grandes grupos financieros privados nacionales, que obtenían en dichos mercados fondos y los aplicaban en el mercado interno para el financiamiento local. Por último, el Gobierno que colocaba bonos internacionales mediante empresas públicas y bancos de desarrollo para financiar procesos propios de inversión y apoyar el financiamiento de la mediana, pequeña y microempresa.

<sup>3</sup> Los rasgos principales de lo acordado en el capítulo de servicios financieros del TLC pueden verse en el apéndice 3 del presente capítulo.

Por otro lado, estaba el conjunto amplio de empresas y consumidores nacionales que sólo podía requerir servicios financieros en el mercado local, donde persistieron condiciones de proteccionismo respecto al exterior y de limitada competencia interna. Esto significó que subsistieran elevados diferenciales en el costo de servicios financieros respecto al exterior, con los consecuentes efectos negativos sobre la competitividad y eficiencia microeconómica y del conjunto de la economía nacional.<sup>4</sup>

El otro rasgo a destacar en el nuevo sistema financiero es la persistencia del limitado número de agentes financieros privados al inicio de la reforma y del liderazgo que Banamex y Bancomer mantienen sobre el sistema financiero nacional desde hace más de cuarenta años. Esto último aún se incrementó con la reforma debido a que dichos bancos se integraron formalmente en grupos financieros junto con las mayores casas de bolsa del mercado de valores, como eran Accival y Operadora de Bolsa, como puede observarse en el cuadro del apéndice 2.

Los efectos negativos en la oferta de los servicios financieros en el país, provocados por el proteccionismo y por la estructura de la competencia interna, se ven aumentados por los retrasos tecnológicos y organizacionales de los agentes financieros locales, así como por lo limitado de las economías de escala y de alcance que éstos logran en el mercado interno debido al pequeño tamaño de este último. Esto a pesar de que con la privatización de los bancos, los nuevos intermediarios desarrollaron cambios tanto en lo que se refiere a su equipamiento y a los productos que ofrecen como a su distribución geográfica, lo que sin embargo fue realizado muy lentamente para los requerimientos de la economía. Por otra, los grupos financieros surgidos de esta reforma han logrado muy pocos avances en su conformación como banca universal, lo que significa que no han generado las sinergías que se esperaban de ellos. Por el contrario, los conflictos de cultura entre los segmentos bancarios y bursátiles dentro de estos grupos han producido en varios casos perjuicios significativos a la eficiencia y competitividad de cada uno de ellos y del grupo en su conjunto. Por ejemplo, los casos de Banamex-Accival o Comerimex-Inverlat.

<sup>4</sup> Este problema de la segmentación de mercados era un dilema de difícil solución para los responsables de la reforma financiera, ya que la experiencia latinoamericana de los setenta y la literatura sobre el tema muestra que ello no se resolvía con una apertura ilimitada inmediata del mercado financiero a los intermediarios financieros extranjeros.

A partir de 1993 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público comenzó a otorgar autorizaciones para la apertura de nuevos bancos comerciales, grupos financieros y otras instituciones, con lo que se inició un proceso que conduciría a ampliar significativamente la oferta de servicios financieros en el país.<sup>5</sup> Sin embargo, esto ocurrió en un periodo en que ya estaban operando fuerzas de recesión económica e inestabilidad financiera, por lo que no tuvo mayor impacto en la dinámica seguida hasta la crisis de 1994.

### *Conclusión*

A manera de conclusión de este capítulo subrayemos lo siguiente. En primer lugar, el hecho de que el sistema financiero mexicano ha sufrido una profunda transformación desde 1988 con la cual hay nuevos mercados, actores e instrumentos de dicho sistema. Sin embargo, todavía subsiste la condición general de proteccionismo sobre los mercados y actores del sistema financiero interno, aunque ello ocurre en un contexto de mayor juego relativo de mercado, particularmente por lo que hace al retiro del Estado de la propiedad y gestión de los intermediarios financieros, así como sobre la determinación de tasas de interés y decisiones sobre la asignación del crédito.

Junto con la persistencia de aquel proteccionismo se presenta una nueva modalidad de la ya tradicional segmentación de mercados para los agentes económicos, entre los que tienen posibilidad de operar en los mercados internacionales y en el local con respecto a los que sólo pueden operar en el mercado local.

La novedad radica en las posibilidades que ofrece a partir de la negociación Brady el mundo financiero internacional contemporáneo a las empresas del primer grupo, debido a los procesos de globalización, innovación y liberalización en los que las finanzas internacionales se encuentran inmersas desde los setenta.

Pero también el sistema financiero interno enfrenta novedades, aun bajo las condiciones del proteccionismo y segmentación mencionadas, ya que este sistema debe cumplir con una exigencia estructural para la reforma económica, como es generar rápidamente una oferta de servicios financieros que avance hacia estándares de competitividad

<sup>5</sup> En el apéndice 4 se presenta la relación de los nuevos agentes autorizados por la SHCP hasta octubre de 1993.

internacional, para permitir a las empresas mexicanas enfrentar con servicios financieros adecuados la creciente competencia internacional provocada por la apertura de la economía al mercado mundial.

En consecuencia, para comprender y analizar los resultados de la reforma financiera en su relación con la dinámica del ahorro financiero y el financiamiento de la economía nacional, es necesario por un lado considerar la situación y desempeño del conjunto del sistema financiero. Pero por otra parte, es necesario analizar en profundidad las características y el desempeño seguido por los dos actores principales del nuevo sistema financiero mexicano, como son las finanzas internacionales y los bancos comerciales privatizados. Esos distintos temas se analizan en los próximos tres capítulos de esta parte.

### ***Bibliografía***

- Asociación Mexicana de Bancos (1990), *La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas*, AMB, México.
- Aspe Armella, Pedro (1993), *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, México.
- (1993), *Discurso en la sección inaugural de la primera convención bancaria*, SHCP, México.
- Baring (1992), *Mexican financial groups*, Mexican Research, México.
- Econofinanzas (1995), *Análisis comparativo de costos financieros pesos vs. dólares. Retrospectiva de quince años*, núm. 204, 12 de julio, México.
- Ernst Dolgow, Aniela (1991), *Sistema financiero, ahorro e inversión en una economía en desarrollo. El caso de México 1970-1989*, tesis de licenciatura ITAM, México.
- García Alba, Pascual (1994), *Testimonios de política económica*, UAM Azcapotzalco, México.
- Garrido, Celso, Leriche, C. y Ejea, G. (1992), *Los grupos financieros en México*, Documento de Investigación, Bolsa Mexicana de Valores, México.
- Garrido, Celso (1994), "New circuits, markets and actors in the Mexican financial system", en *Latin América. Models of development. Models of research*, José Havet (ed.), Ottawa University Press (en prensa).
- Lustig, Nora (1992), *Mexico. The remaking of an economy*, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Natella, Stefano *et al* (1991), *The mexican banking system*, CS First Boston, NY.

- (1992), *The mexican banking system II*, CS First Boston, NY.
- Ortiz Martínez, Guillermo (1994), *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Presidencia de la República (1983), *Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988*, México.
- Peñaloza Webb, Tomás (1992), “Aspectos centrales de la banca mexicana (1982-1992)”, *Comercio Exterior*, vol. 42, núm. 2, México.
- Phillips Green, Ricardo (1991), *Impacto de la desregulación de la banca comercial sobre su capital y activos*, tesis de licenciatura ITAM, México.
- Secofi (1992), *Tratado de Libre Comercio entre México, Canadá y Estados Unidos*, México.
- Shreeve, Gavin (1992), *The mexican banking sector*, James Capel Mexican Research, NY.
- Triguero, Ignacio *et al* (1994), *México y el Tratado Trilateral de Libre Comercio*, ITAM-IMEFF, México.

## Apéndice 1. Reglas de capitalización para la banca mexicana

En 1991 se dictaron nuevas reglas para los siguientes fines:

- Reclasificar los activos por nivel de riesgo.
- Clasificar los diversos tipos de activos y definir la estructura de ponderación con la cual se determina el monto de cada uno de esos tipos que será comparado contra el capital neto y sus componentes.
- Establecer el requerimiento mínimo de capital neto frente al total de activos con riesgo mayor, así como definir dos componentes distintos dentro del capital neto y sus porcentajes de participación en el mismo.

### *Clasificación de los activos por nivel de riesgo (Diario Oficial de la Federación, 1º de marzo de 1991)*

Se establece que los bancos clasificarán sus créditos bajo cinco agrupaciones distintas, correspondiendo a cada grupo un riesgo y un nivel de reserva diferente.

Estos niveles de riesgo son los siguientes (entre paréntesis se indica la terminología usada por la CNB para identificar el tipo de riesgo):

A. Créditos normales de riesgo normal (mínimo).

- B. Créditos con problemas potenciales o de riesgo potencial superior al normal (bajo).
- C. Créditos deficientes o con pérdidas esperadas (medio).
- D. Créditos de dudosa recuperación o con pérdidas esperadas significativas (alto).
- E. Créditos perdidos o irrecuperables (irrecuperable).

El nivel de riesgo es creciente de la A a la D, y los bancos deberán crear reservas preventivas sobre el monto total en cada grupo, de acuerdo con la siguiente escala:

<i>Grupo</i>	<i>Porcentaje de reservas que requiere cada grupo</i>
A	0.0%
B	10.0%
C	20.0%
D	60.0%
E	100.0%

Para determinar cada uno de los niveles de riesgo de los créditos se utilizan ocho variables cuantitativas y cualitativas, asignándole a cada una rangos de ponderación que son confidenciales. La suma de ponderaciones para cada variable determina el nivel de riesgo para un crédito, lo que permite catalogarlo en uno de los cinco grupos mencionados antes.

Las ocho variables utilizadas para definir el nivel de riesgo de un crédito son las siguientes:

1. Pago de amortizaciones sobre préstamos o créditos vigentes y anteriores.
2. Manejo de sus cuentas corrientes.
3. Análisis de la situación financiera.
4. Administración de la empresa.
5. Situación del mercado donde opera.
6. Situación de garantías.
7. Situación laboral.
8. Entorno desfavorable.

Los bancos califican su cartera en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre, ajustando sus reservas dentro de los 90 días hábiles posteriores a esa calificación.

***Clasificación para determinar el monto de activos que requieren de capital (Diario Oficial de la Federación, 20 de mayo de 1991)***

Para definir el monto de activos con riesgo que dentro del total de activos del banco requieren ser respaldados con capital, se establece una clasificación de cuatro grupo de activos:

Grupo 1: Caja, Depósitos en Banco de México, Valores emitidos por el Gobierno Federal cuyo plazo por vencer no exceda de 91 días, Títulos a recibir por operaciones de reporto y otros activos de riesgo semejante.

Grupo 2: Valores emitidos por el Gobierno Federal cuyo plazo por vencer sea mayor a 91 días. Créditos al Gobierno Federal o con su garantía registrados en la Dirección General de Crédito Público de la SHCP, Deudores por reporto y otros activos de riesgo semejante.

Grupo 3: Depósitos y créditos a cargo de entidades financieras del país o de entidades financieras del exterior de primer orden en monedas convertibles y transferibles o con su garantía, otros activos de riesgo semejante.

Grupo 4: Créditos, valores y demás activos que no estén expresamente señalados en los grupos 1 a 3.

El porcentaje de ponderación de riesgo para cada uno de estos grupos de activos es el siguiente:

<i>Grupo</i>	<i>%</i>
1	0
2	10
3	20
4	100

Con estos porcentajes se determina el monto de activos con riesgo que en cada grupo será comparado contra el capital neto y sus componentes.



***Requerimiento mínimo de capital neto frente al total de activos con riesgo mayor. Definición de dos componentes del capital neto (Diario Oficial de la Federación, 20 de mayo de 1991)***

Para finales de 1992 los bancos debieron cubrir el requisito de que su capital neto fuera de por lo menos el 8% de sus activos ponderados por riesgo.

Este capital neto se divide en dos componentes denominados capital básico y capital complementario, los que se forman de la siguiente manera:

*Capital básico*

Capital pagado, más las reservas computables como capital neto, más el 80% de los superávits por revaluación de inmuebles y de acciones de inmobiliarias bancarias, más las obligaciones subordinadas de conversión obligatoria emitidas por la propia institución, más o menos las utilidades o pérdidas no aplicadas del ejercicio vigente y de ejercicios anteriores, menos las inversiones en el capital de las sociedades a las que se refiere el artículo 89 de la Ley de Instituciones de Crédito.

*Capital complementario*

Superávits computables como capital neto, menos la inversión en obligaciones subordinadas emitidas por otras entidades financieras del país, y el monto de los superávits que se computen en la parte básica, más las obligaciones subordinadas no convertibles o de conversión voluntaria por la propia institución por la parte que sea computable como capital neto. Estas obligaciones no podrán computarse por una cantidad mayor a la equivalente al 50% del monto de la parte básica del capital y las reservas preventivas globales relativas a los grupos de activos B y C. El capital complementario se podrá completar con el excedente de capital primario, pero a la inversa no será posible.

El capital básico representará no menos del 50% del capital neto requerido y el capital complementario el 50% restante o más si así lo desea el banco. Por lo tanto, a partir de 1993 el capital básico deberá corresponder al 4% de los activos con riesgo, siendo éste la parte central en la estructura de capital de un banco.

### ***Similitudes y diferencias de la regulación mexicana con lo establecido en el Acuerdo del Comité de Basilea***

Comparando las reglas de capitalización establecidas para la banca mexicana con las que se fijaron en el Acuerdo del Comité de Basilea ("International convergence of capital measurement and capital standards", July 1988), que fueron referencia para la legislación mexicana, pueden establecerse las siguientes similitudes y diferencias.

La primera gran diferencia se refiere al grado de estabilidad que tiene el Capital básico en una y otra reglamentación. El Capital básico establecido en México es conceptualmente equivalente al Capital Núcleo (Core capital o Tier One capital) del Acuerdo de Basilea.

Sin embargo, el Capital Núcleo está definido de tal manera que es estable y sólido, porque el valor contable de los componentes que lo integran no está sujeto a grandes variaciones (capital pagado correspondiente a acciones comunes y acciones preferentes de vida limitada, utilidades retenidas y reservas reveladas. En caso de contabilidad consolidada esto incluye intereses minoritarios en el capital de subsidiarias sobre las que no se tiene propiedad total. Esta definición excluye revaluación de reservas y acciones preferentes acumulativas).

En cambio, el Capital básico como se le define en México es más inestable y menos sólido, porque si bien está integrado por los mismos componentes estables que el Capital Núcleo, tiene otros componentes cuyo valor contable puede variar. En primer lugar las reservas, que se consideran en su totalidad a pesar de que muchas de ellas no tienen requisitos de inversión obligatoria, por lo que su valor puede variar de manera importante en función del riesgo con que las coloque el banco. En segundo lugar, el superávit por reexpresión de inmuebles y de acciones de inmobiliarias bancarias, aunque está limitado a sólo el 80%. Adicionalmente, pueden incluirse en el Capital básico instrumentos de deuda/capital que no son capital hasta su vencimiento.

Pero la segunda gran diferencia entre las reglas de capitalización mexicana y las del Acuerdo de Basilea surge en el agrupamiento de los activos, que en el caso de México es mucho mayor que lo establecido en el Acuerdo de Basilea.

Por ejemplo, en México los créditos hipotecarios están ponderados por un factor de riesgo de 1.00 mientras que en el Acuerdo de Basilea se les pondera con un factor de 0.50. Otro ejemplo lo constituyen los títulos gubernamentales que vencen a más de 91 días, que en México

tienen una ponderación del 10% mientras que en el Acuerdo de Basilea son ponderados en 0%.

Nota: El contenido de este apéndice se basa en Phillips (1991).

## Apéndice 2. Información básica sobre bancos privatizados y nuevos grupos financieros

Cuadro A.2.1.  
Bancos privatizados ordenados por cobertura territorial

COBERTURA TERRITORIAL	NOMBRE	GRUPO COMPRADOR	PRESIDENTE DEL GRUPO	ORIGEN DE LOS COMPRADORES	REGIÓN	FECHA DE COMPRA	MONTO PAGADO (MILL. D.L.S.)	PRECIO / VALOR LIBROS	% ACCIONES COMPRADAS	
Nacionales	Banamex	Actival/Gpos. Regionales	R. Hernández/A. Harp	Casa de Bolsa	D.F.	08/26/91	3,189.23	2.63	70.72	
	Bancomer	Vanisa/Gpos. Regionales	Enrique Garza Lagüera	Visa	Nuevo León	10/28/91	2,791.28	2.99	56.00	
	Serfin	Obras/Gpos. Regionales	Adrián Sada	Vitro	Nuevo León y D.F.	06/27/91	936.92	2.69	51.00	
	Banco Internacional	Prime	A. del Valle / J. Sánchez Navarro	Industria	D.F.	06/28/92	475.19	2.95	51.00	
	Multibanco Comtemex	Inverlat	Aguilín Legorreta	Casa de Bolsa	D.F.	02/10/92	883.26	3.73	66.54	
	Banca Creni	Emp. de Jalisco	Reynaldo Gómez Flores	Dina-Camiones	Guadaluajara	06/29/91	247.93	3.40	66.73	
	Unión (Ex BCI)	Emp. del Sureste	Carlos Cabal Peniche	Agroindustria	Sureste	11/11/91	285.84	2.68	100.00	
	Banco Mexicano Sonnex	Invernético	Carlos Gómez y Gómez	Grupo Desc	D.F.	05/05/92	611.96	3.31	81.62	
	Multirregional	Multibanco Mercantil	Probusa	J. M. Madariaga	Casa de Bolsa	D.F.	06/10/91	202.44	2.66	77.89
		Banpaís	Mexival	Ángel Rodríguez	Transporte	D.F. y Noreste	06/17/91	180.57	3.03	100.00
Bancrecer		Emp. de D.F. y Guanajuato	Roberto Alcántara	Transporte	Edo. de México, Gto., Etc.	08/19/91	139.68	2.53	100.00	
Banco del Atlántico		GBM		Casa de Bolsa	D.F.	03/29/92	479.13	5.30	68.85	
Regionales	Banoro	Estrategía Bursátil		Casa de Bolsa	Sinaloa	07/ /92	365.09	3.95	66.03	
	Banca Confía	Ábaco	Jorge Lankeau	Casa de Bolsa	Nuevo León	08/05/91	293.19	3.73	78.68	
	Banco de Oriente	Grupo Margen	Marcelo Margán	Casa de Bolsa	Norte y Centro	06/12/91	73.95	4.04	66.00	
	Banco Pronnex	Finanex		Casa de Bolsa	Jalisco	05/04/92	346.84	4.23	66.34	
	Banco del Centro	Multivalores		Casa de Bolsa	D.F./ Jalisco	06/07/92	278.79	4.65	66.31	
	Banorte	Masera/Guacsa	R. Gil, Barrera/ A. Santos de Hoyos	Agroindustria	Nuevo León	06/14/92	569.44	4.25	66.00	
Promedio o Total						12,350.73	3.5	72.2		

FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Cuadro A.2.2  
Grupos financieros ordenados por importancia de activos de los bancos  
(diciembre 1992)

GRUPO FINANCIERO	NOMBRE		COMERCIO TERRITORIAL	D. A. N. C. O.		CASA DE BOSA	ASEGURADORA	ARRENDADORA	FACTORAJE	ALMACENADORA	AFIANZADORA
	Dic. 92	Dic. 92		ACTIVOS Dic. 92	GASTOS TOTAL Dic. 92						
1 Banamex/Actival	Banamex		N	37,789.82	24.33	24,044.87	21.36	Actival			
2 Bancomer	Bancomer		N	33,126.69	21.33	22,723.21	20.19	Bancomer			
3 Serfin	Serfin		N	20,970.62	13.50	12,007.99	10.67	OBSA			
4 Inverifel	Comermet		N	9,843.92	6.34	6,572.62	5.84	Inverifel			
5 Prime	Internacional		N	8,633.42	5.36	4,406.28	3.99	Prime			
6 Cereul/Unifon (*)	Cereul/Unifon		N	8,232.92	5.30	5,048.73	4.48	Prime			
7 Invermatlco	Banco Matelmau		N	8,095.74	5.21	4,790.10	4.23	Invermatlco			
8 CBNA/Atlantico	Atlantico		N/R	6,111.64	3.94	2,579.21	2.29	CBNA			
9 Bancrecer/Banoro (*)	Bancrecer/ Banoro		N/R	4,427.22	2.85	2,578.81	2.29				
10 Probuera	N.M.M.M.		N/R	4,411.72	2.84	2,503.72	2.22	Probuera			
11 Mexival	Banpact		N/R	3,920.96	2.52	2,690.85	2.39	Mexival			
12 Abuco	Confin		R	3,266.35	2.10	18,314.45	16.27	Abuco			
13 AFIN/Banorte	Banorte		R	2,716.89	1.75	1,832.68	1.63	Afin			
14 Finmax	Pronox		R	1,569.88	1.01	1,081.07	0.96	Finmax			
15 Multiva	Banco del Centro		R	1,408.15	0.91	790.02	0.70	Multiva			
16 Margen	Banco de Oriente		R	764.11	0.49	319.89	0.46	Margen			
17 Arkia								Arkia			
18 Finva/Value								Finva			
19 Inhuera	Banco Inhuera		N					Inhuera			
<b>Total</b>				<b>155,292.05</b>	<b>100.00</b>	<b>112,576.50</b>	<b>100.00</b>				

Nota: (\*) En proceso de fusi6n.  
N: Nacional  
NR: Interregional  
R: Regional  
Fuente: Comisi6n Nacional Bancaria

### Apéndice 3. El sistema financiero en el Tratado de Libre Comercio

En agosto de 1992 concluyeron las negociaciones para establecer un Tratado de Libre Comercio (TLC) entre México, Estados Unidos de América y Canadá. Con posterioridad a la firma de dicho Tratado, realizada ese mismo mes por representantes del Poder Ejecutivo de los países signatarios, continuó la redacción del texto final que fue aprobado por los Poderes Legislativos de las tres naciones para que tuviera fuerza de ley.

En el capítulo del Tratado correspondiente a los Servicios Financieros se establece que la apertura se realiza con base en el principio de trato nacional y de nación más favorecida. Cada país establecerá los compromisos específicos de liberalización y los periodos de transición. En México se permitirá a las instituciones financieras de los países miembros establecerse únicamente a través de filiales, las cuales estarán sujetas a límites individuales y agregados de participación en el mercado (véase cuadro 1), durante un periodo de transición que inició en el momento de la firma del Tratado y concluirá en el año 2000. A partir de esa fecha se aplicarán salvaguardas en los diferentes sectores del sistema financiero.

El segmento más protegido será el de banca comercial, donde la participación de las firmas extranjeras en el mercado nacional pasará gradualmente del 8 al 15% durante el periodo de transición. En la banca de inversión, al igual que en los segmentos de arrendamiento y factoraje, la participación extranjera agregada pasará de 10 al 20% en el periodo. Esto reflejaba la intención de otorgar un plazo amplio a la consolidación de segmentos clave para el desarrollo de los grupos financieros.

## CUADRO 1

Resumen de las condiciones establecidas en el capítulo correspondiente a los servicios financieros en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte

<i>Institución</i>		<i>Límites de participación máxima agregada en el mercado. Periodo de transición (firma del Tratado hasta el año 2000)</i>	<i>Límites de participación máxima individual en el mercado. Periodo de Transición (firma del Tratado hasta el año 2000)</i>
Banca	Empresas filiales	8-15%	1.5%
Casas de bolsa	Empresas filiales	10-20%	4%
Aseguradoras	a) Aseguradoras asociadas con empresas mexicanas estarán sujetas a un incremento gradual de participación accionaria en: 1994 - 30% 1998 - 51% 2000 - 100%	Sin límite	Sin límite
	b) Las aseguradoras de Estados Unidos y Canadá podrán constituir filiales	6-12% en 1999. Este límite se elimina en el año 2000	1.5% en 1999. Este límite se elimina en el año 2000
	c) Las aseguradoras de Canadá y Estados Unidos que estén a la fecha asociadas con empresas mexicanas podrán incrementar su participación accionaria hasta el 100% de dichas compañías a partir del 1° de enero de 1996	Sin límite	Sin límite
	d) Las sociedades de servicios auxiliares de intermediación en seguros podrán establecer filiales a la entrada en vigor del TLC	Sin límite	Sin límite
Factoraje	Establecimiento de filiales	10-20%	Sin límite
Arrendadoras	Establecimiento de filiales	10-20%	Sin límite



Almacenadora	Establecimiento de filiales a la entrada en vigor del Tratado	Sin límite	Sin límite
Afianzadoras	Establecimiento de filiales a la entrada en vigor del Tratado	Sin límite	Sin límite
Casas de cambio	Establecimiento de filiales a la entrada en vigor del Tratado	Sin límite	Sin límite
Sociedades controladoras de sociedades de inversión	Establecimiento de filiales a la entrada en vigor del Tratado	Sin límite	Sin límite
Empresas financieras no bancarias	Empresas filiales que presten servicios de crédito al consumo, crédito comercial, préstamos hipotecarios o servicios de tarjetas de crédito, en términos no menos favorables a los que disfruten las instituciones mexicanas	Los activos agregados no podrán exceder el 3% de la suma de los activos agregados de los bancos, más aquellos de las empresas financieras no bancarias de objeto limitado	

En el ramo de seguros, los acuerdos permiten prever un asentamiento de la competencia muy dinámico. Las aseguradoras de Canadá y de Estados Unidos podrán iniciar un proceso de asociaciones estratégicas con las aseguradoras mexicanas, con una participación extranjera en el capital social de éstas que aumenta paulatinamente de 30% en 1994 hasta el 100% en el año 2000, sin restricciones a la participación en el mercado. El arribo de firmas extranjeras a través de filiales enfrentará un límite máximo de 12% de participación agregada en el mercado nacional y de 15% a nivel individual. Todo lo anterior configura un panorama de competencia inmediata e intensa.

Por su parte, para las instituciones financieras mexicanas la firma del Tratado significa la apertura de los mercados de los otros dos países firmantes. En el caso del mercado canadiense, empresas y personas físicas mexicanas podrán adquirir más del 25% de las acciones de una institución financiera, asimismo los bancos mexicanos no estarán sujetos al límite de tendencia de activos totales que se aplica al resto de bancos que no forman parte de la zona de libre comercio del TLC, teniendo además la facultad para abrir sucursales en ese país. En lo

que se refiere a los Estados Unidos, este país aplicará una exención de 5 años a la legislación que afecta la operación de grupos financieros mexicanos, por lo que los grupos que actualmente cuentan con una casa de bolsa y hayan adquirido un banco con operaciones en Estados Unidos podrán operar en ese periodo, con la reserva de que las instituciones bursátiles no podrán incrementar sus actividades o adquirir otras casas de bolsas en ese país.

**Nota:** El contenido de este apéndice se basa en Garrido, Leriche y Ejea (1992).

**Apéndice 4. Nuevos intermediarios  
autorizados por la Secretaría de Hacienda  
y Crédito Público en 1993-1994**

Cuadro A.4.1.  
Nuevos bancos autorizados por la SHCP en 1993-1994

GRUPO FINANCIERO	BANCO	CASA MATRIZ	REGIONES	COMITÉ ADMINISTRATIVO	FECHA DE AUTORIZA.
NACIONAL					
Inbursa	Inbursa	D.F.	Todo el país	Carlos Slim Fernando Chico Pardo Jaime Chico Pardo José Kuri	9/08/93
REGIONAL					
Quadrum	Quadrum	D.F.	D.F. Guadalajara Monterrey	Ernesto Wamholtz John Detmold Antonio Madero Ernesto Rubio del Cueto	9/08/93
	Mifel	D.F.	D.F. Guadalajara Monterrey	Mike Feldamm Ariel Becker Daniel Becker	9/02/93
	Interbanco, S.A.	Culiacán	Mexicali Tijuana Hermosillo Nogales Durango Tepic Los Mochis La Paz Guamuchil Mazatlán D.F. Guadalajara		9/04/93
Capital	Capital, S.A.	D.F.	Área Metropolitana	Jaime Welss Beny Welss León Wais	8/04/93
	Promotor del Norte	Torreón	Norte	Manuel Díaz Rivera	9/02/93
	De la Industria, S.A.	Guadalajara	Occidente	Juan Arturo Covarrubias José Luis Covarrubias Francisco Arroyo Javier Arroyo Ignacio Arangueren	6/04/93
	Afirme	Monterrey	Tamaulipas Nuevo León Coahuila	Julio César Villarreal Pablo Villarreal Pablo de la Cruz Villarreal	10/7/94*
	Bansi	Guadalajara	Jalisco y luego Bajo Occ.	Jorge de Jesús Montes Antonio Echegaray J. Ramón González Ojeda	10/07/94*

GRUPO FINANCIERO	BANCO	CASA MATRIZ	REGIONES	COMITÉ ADMINISTRATIVO	FECHA DE AUTORIZA.
	Banco Industrial de Jalisco	Jalisco	Jalisco	Juan Arturo Covarrubias E. Amezcua Gallardo J. L. Covarrubias V. Raymundo Gómez Flores Salvador Martínez Garza Sandra Benavides Carlos Álvarez Bermejillo Ignacio Aranguren	1/02/94
	Banco Interestatal		Hermosillo Tijuana Sinaloa Sonora B. California Durango B. Calif. Sur Nayarit D.F.	J. Gaspar Espinosa Lugo	6/04/93
	Banco del Bajío	Guanajuato	Michoacán Aguasc. S.L.P. Guanajuato Querétaro	Felipe Pablo Martínez Javier Aguirre Luis Gerardo Martínez Salvador Oñate	Nov. 94
	Impulso	D.F.	México Guadalajara	Raymundo Gómez Flores Rafael Gómez Flores Armando Gómez Flores Guillermo Gómez Flores	Nov. 93
	Banco Regional de Monterrey	Monterrey	Monterrey Nuevo León	José E. Rivero Azcárraga José M. Rivera Santos I. Santos de Hoyos José Amarante Mario Treviño	22/11/93
Invex	Invex	D.F.	D.F. Edo. México	J. Muñoz Izquierdo Juan Guichard Michel Patrick Doucet Elena González Guerra M. Valdez de Orozco José Antonio Cañedo	22/11/93
	Banco Industrial			J. Antonio Covarrubias Ernesto Amezcua	22/11/93
	Banco Fimsa	D.F.	Area. Metropolitana	Luis Creel H. Rodríguez Acosta	22/11/93

GRUPO FINANCIERO	BANCO	CASA MATRIZ	REGIONES	COMITÉ ADMINISTRATIVO	FECHA DE AUTORIZA.
	Banco Promotor del Norte			Manuel Díaz Rivera Benjamin J. López	Nov. 93
	Banco Alianza	Matamoros	Cd. Victoria México Monterrey	Sergio Argüelles Luis Foncerrada	22/11/93
	Banco Anáhuac		Querétaro Edo. México D.F. Morelos Puebla Guanajuato		7/09/94
	Midland Bank	Monterrey	Monterrey	Repres. de la Institución Stefan G. Dulak	
MULTIREGIONAL					
Del Sureste	Del Sureste, S.A.		Yucatán Campeche Q. Roo Tabasco Oaxaca Chiapas Sur Veracruz	E. Sánchez Navarro Juan Gallardo José Luis Rión	6/04/93
Interacciones	Interacciones	D.F.	D.F. Guadalajara Monterrey Tijuana Cd. Juárez	Carlos Hank Rohn David Peñaloza Carlos Olimón	9/08/93
	Banco del Atoyac	Puebla	Puebla Veracruz Tamaulipas Hidalgo Tlaxcala Edo. México Oaxaca Tabasco Chiapas Cd. México	José Abed Rovannet Julián Abed Flavio Manzi Tazzer Emilio Yitani Ricardo Meléndez Félix Ayea	7/10/94
	Banco Estrategia	D.F.	D.F. Monterrey Guadalajara		7/09/94

FUENTE: Elaboración propia con datos de la SHCP, *El Mercado de Valores* diversos números y de los periódicos *El Financiero*, *El Economista* y *El Herald de México* diversos meses correspondientes a los años de 1993 y 1994 al mes de junio.

Cuadro A.4.2.

Alianzas autorizadas por la SHCP en 1994

INSTITUCIÓN	SOCIO	TIPO DE ALIANZA	FECHA *
Banacci	Swiss Bank Corp.	Productos derivados	6-jun-94
	Bank One Corp.	Tarjetas de crédito	6-jun-94
Grupo Financiero Bancomer	Nations Bank	Factoraje	6-jun-94
Grupo Financiero Serfin	Grupo Financiero Inverlat	Plantación y Desarrollo	25-jun-94
	Royal Bank/Air Routing International	Tarjetas de crédito	
	General Electric	Tecnología	
Multibanco Comermex	First Data Resource	Tarjeta de crédito	25-jun-94
Inverlat	Scotia Bank	Banca de menudeo	25-jun-94
Banco Industrial	Master Card	Tarjetas de crédito	25-jun-94
Invermexico	Almacenadora USCO de E.U.	Almacenadora	25-jun-94
Mercantil Probrusa	Bilbao Vizcaya	Planeación y Desarrollo	25-jun-94
Prime/Internacional	Banco Central Hispanoamericano	Planeación y Desarrollo	25-jun-94
Grupo Financiero Bancreccer	Banco de Comercio de Costa Rica	Compra	25-jun-94
Bancreccer	Banoro	Fusión	25-jun-94
Grupo Financiero Ábaco	Casa de Bolsa Rodman and Renshaw	Compra	25-jun-94
Banorte	AFIN	N.D.	25-jun-94
Banca Cremi	Banco Unión	Fusión	25-jun-94
Grupo Financiero Asemex-Banpais	Banco Obrero	Planeación y Desarrollo	25-jun-94
Banco Regional de Tamaulipas	Texas Pacific Group E.U.	Planeación y Desarrollo	25-jun-94
Factoraje Bancomer filial del	Nations Bank Corporation	Financiamiento al comercio	25-jun-94
Grupo Financiero Bancomer			

FUENTE: Elaboración propia con datos de la SHCP, *El Mercado de Valores* y diversos números de los periódicos *El Financiero*, *El Economista* y *El Heraldillo de México*, correspondientes a los años de 1993 y 1994 al mes de junio.

Nota: Las fechas consideradas corresponden a la fecha en la cual fue publicada la notificación de autorización por la SHCP.

Cuadro A.4.3.  
Autorizaciones

INSTITUCIÓN	CASA MATRIZ	REGIONES	COMITÉ ADMINISTRATIVO	FECHA DE AUTORIZACIÓN
<b>SOCIEDADES DE AHORRO Y CRÉDITO</b>				
Caja Inmaculada	Querétaro			22-nov-93
Crédito y Ahorro del Norte	Mexicali			22-nov-93
Fomento Latinoamericano	D.F.			22-nov-93
Sigma Inversora	D.F.			14-feb-94
Santa María de Guadalupe	Querétaro			14-feb-94
Real del Potosí	S.L.P.			14-feb-94
<b>CASAS DE BOLSA</b>				
Casa de Bolsa Anáhuac	D.F.	Área Metropolitana	Jorge Hurtado José Luis Gutiérrez José Luis Olivares Corona Jorge Villafaña Carlos Moreno Leopoldo Liberman Julio Millán	20-ene-94
<b>UNIONES DE CRÉDITO</b>				
Unión de Crédito Arrendador, S.A. de C.V.			Lic. Carlos Alberto Gallardo Peña Lic. Francisco Javier Rivera Escalante Lic. Antonio Domínguez Rosales C.P. Benjamín Navarro Sada Lic. Ignacio Gómez Urquiza	27-oct-93
<b>GRUPOS FINANCIEROS</b>				
Grupo Financiero FIMSA			Firma Casa de Bolsa Consultoría Internacional Casa de Cambio Factor FIN Banco Finsa José Luis Quizabas José Oleskowi Fernando Oyando	3-ago-94
Grupo Inverterra				

FUENTE: *El Financiero, El Heraldillo de México, El Economista*. De los anteriores periódicos se consultaron varios meses correspondientes a los años de 1993 y de 1994 al mes de junio.



**Cuadro A.4.4.**  
**Sociedades Financieras de Objeto Limitado**  
**Non Bank Bank**

INSTITUCIÓN	CASA MATRIZ	REGIONES	COMITÉ ADMINISTRATIVO	FECHA DE AUTORIZACIÓN
Hipotecaria Mexicana, S.A. de C.V.	D.F.		Benjamín Martínez Adrián Curiel Carlos Obregón Manuel Díaz	22-11-93
Vector, S.A. de C.V.	Mérida, Yuc.	Monterrey Saltillo Chihuahua León Guadalajara D.F.	Alfonso Romo Garza Alejandro Garza Lagüera Juan Romero Huxley	22-11-93
Impulsora Hipotecaria, S.A. de C.V.	D.F.	Monterrey Querétaro Mérida	José Corral Enrique Castellón Jacobo Jazqui Jeffrey Wernicq	22-11-93
Financiamiento Azteca, S.A. de C.V.	D.F.		Pedro Reynoso Eduardo de Olloqui Jorge García Grupo Inmobiliario SARE	22-11-93
Inversora Global			Jaime Collantes Pedro Collantes Miguel Abed	14-02-94
Financiamiento TC			Carlos Higadera Gonzalo González Felipe Hernández	14-02-94
Financiera Creativa			Miguel Monroy Francisco León Ernesto Rivera	14-02-94
Invertierra			Gabriel Piana Jorge Quinzaños	14-02-94
Financiera Inmobiliaria			Octavio Fernández de Teresa Gaspar Rivera Torres Alejandro Badillo Arturo Fernández	14-02-94
Integración Financiera			Jorge Ortega Lomelín	14-08-94*
Financiera México				14-08-94*
Finmicro			José Benito Cabello Zal	14-08-94*
Patrimonio			Ignacio J. Farías Campero	14-08-94*
Fecamp				14-08-94*
Financiera Kapital				14-08-94*
Haus y Finacom				14-08-94*
Tierras Hipotecarias				14-08-94*
Aceptaciones de Casas				14-08-94*
Independencia			José Luis Rión Santiesteban	14-08-94*
Financiera Vektor			Jorge Vargas Guajardo	14-08-94*

FUENTE: Elaboración propia con datos de la SHCP, *El Mercado de Valores* diversos números y de los periódicos *El Financiero*, *El Economista* y *El Herald de México* correspondiente a varios meses de los años 1993 y de 1994 al mes de junio.

Nota: Las fechas que aparecen con asterisco corresponden a la fecha de publicación en los diarios de las autorizaciones hechas por la SHCP.



## 8. Tamaño y desempeño del nuevo sistema financiero mexicano

El objetivo de este capítulo es conocer el tamaño y desempeño del sistema financiero que se está configurando a partir de las reformas iniciadas en 1988. Para ello comenzamos considerando su tamaño relativo en comparación internacional, y luego analizamos su desempeño primero en lo que se refiere al cambio en los grandes circuitos financieros y segundo en cuanto a la captación y el ahorro financiero, así como al crédito que dicho sistema otorga a la economía comparativamente a otros casos nacionales. El capítulo concluye con algunas reflexiones generales sobre lo que sugieren las relaciones observadas entre captación y ahorro financiero para el financiamiento de la actividad económica durante este periodo en México.

### *El tamaño relativo del sistema financiero mexicano*

La reforma financiera es muy reciente como para que puedan esperarse cambios muy significativos en el tamaño del sistema financiero. Sin embargo, es pertinente comenzar la consideración del nuevo sistema financiero estableciendo su tamaño relativo al inicio de la reforma como es el año 1990, para que estudios posteriores puedan realizar comparaciones sobre su evolución.

Comencemos diciendo que un rasgo característico del sistema financiero mexicano que no se ha modificado con la reforma es su limitado tamaño respecto a la economía del país. Para evidenciar este

problema, en el cuadro 1 se compara la cantidad de las principales instituciones en México con respecto a las que existen en Estados Unidos y en Canadá, lo que se acompaña con algunas medidas de actividad de las mismas para los efectos de establecer algunas referencias complementarias.

Este cuadro hace evidente de inmediato que tanto en términos numéricos como en lo que hace al volumen de sus actividades en proporción al PIB, las diferentes instituciones del sistema financiero mexicano son proporcionalmente más pequeñas que las de Canadá, y sustancialmente más pequeñas que las de Estados Unidos. Asimismo, esta información sugiere un bajo desarrollo del sistema de pagos debido a la reducida cantidad y el bajo volumen de operación tanto en tarjetas de crédito como de débito.

Sin embargo, estas conclusiones deben ser matizadas con la consideración de aspectos cualitativos como son la forma de organización y regulación institucional de los sistemas financieros en los tres países. En este sentido, México y Canadá están mucho más adelante de Estados Unidos debido a la desregulación y liberalización de sus reglas de operación, y en el caso de México porque la banca universal es la principal institución del sistema.

### *Desempeño del nuevo sistema financiero*

Para apreciar los alcances del desempeño que tiene el nuevo sistema financiero que estamos analizando, conviene considerar separadamente las modificaciones producidas con el mismo en cuanto a la conformación de algunos circuitos financieros problemáticos y luego en lo que se refiere a la profundidad alcanzada por dicho sistema después de la reforma.

#### *Cambios en los circuitos financieros*

Comenzando con los cambios en los circuitos financieros, digamos que la renegociación de la deuda externa en el marco del plan Brady marcó un cambio en las relaciones financieras del país con el exterior.

Como puede verse en la gráfica 1, a partir de 1990 se revirtió la tendencia en los saldos del movimiento de recursos con el exterior, ya que a partir de ese año cambió el signo adverso que tenían las

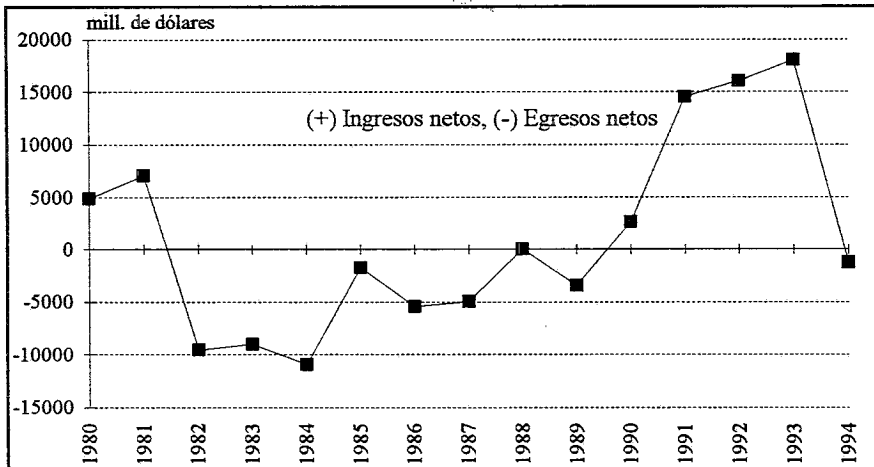
CUADRO 1  
Tamaño relativo del sistema financiero mexicano respecto a los de Estados Unidos y Canadá<sup>1</sup>

	<i>México</i>	<i>E. Unidos</i>	<i>Canadá</i>
<b>Bancos Comerciales</b>			
Número de bancos	18	13.317	66
Activos totales a PIB	37.6%	62.4%	69%
Captación (M2) a PIB	29%	61%	51%
<b>Casas de Bolsa (1990)</b>			
Número de Casas de Bolsa	25	1.600	120
Emisoras	202	6.013	1.036
Valor de Mercado a PIB	16%	50%	50%
<b>Arrendadoras (1990)</b>			
Número de arrendadoras	31	900	n.d.
Cartera promedio (millones de dólares)	\$45	\$147	n.d.
<b>Almacenes de Depósito (1990)</b>			
Número de almacenadoras	40	1.389	n.d.
Capacidad instalada (millones de M2)	16.6	514.8	n.d.
<b>Tarjetas de crédito (1991)</b>			
Número de Tarjetas (millones)	10.85	220.88	23.75
Facturación (miles de millones de dólares)	13.2	259.95	38.55
<b>Tarjetas de débito (1991)</b>			
Número de tarjetas (millones)	4.32	11.21	0.99
Facturación miles de millones de dólares	0.83	9.47	1.3

NOTA: México y Estados Unidos 1990. Para Estados Unidos 11 393 bancos con menos de 300 millones de dólares en activos; Canadá 1989 y 7 nacionales + 59 extranjeros  
FUENTE: Elaboración propia con base en datos de *Expansión*, noviembre (1992); OCDE (1992); OCDE (1992a); FMI (1993); *The Nilson Report*, núm. 538, dic. 1992.

<sup>1</sup> La cantidad de 18 bancos en México corresponde al año 1990. En 1993 esta cantidad aumentó a 54 entidades, así como se autorizaron nuevos grupos financieros y otros agentes, según se informa en el apéndice 4 del capítulo 7.

GRÁFICA 1  
Saldo en el movimiento de recursos con el exterior



FUENTE: Indicadores Económicos Banxico.

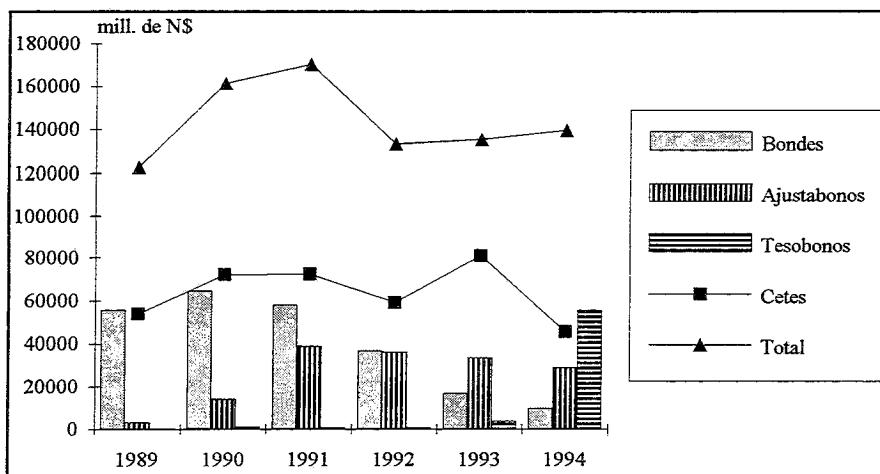
transferencias netas de fondos entre el país y el exterior. A partir de entonces y hasta 1993, México accedió nuevamente a fondos externos netos en montos crecientes, con lo cual se ha podido complementar el financiamiento de la economía durante estos años.

Un segundo gran cambio en los circuitos de financiamiento es el que se dio en relación con la deuda pública interna.

Como puede verse en la gráfica 2, la deuda pública interna total había venido creciendo hasta 1991 y a partir de ese año sufre una brusca reducción, debido a la combinación entre aplicar los fondos de las privatizaciones para cancelar parte de la misma y disminuir el monto de intereses pagados por la misma debido a la reducción de la inflación.

El cambio en estos dos circuitos fue determinante para la marcha del conjunto de la reforma, ya que con lo ocurrido en el circuito de financiamiento externo se logró el acceso a montos extraordinarios de fondos en los mercados internacionales, mientras que con el cambio en la deuda pública interna se haría posible un incremento en la participación del sector privado dentro del financiamiento interno global.

GRÁFICA 2  
Deuda pública interna



FUENTE: Indicadores Económicos Banxico.

### *Captación y ahorro financiero*

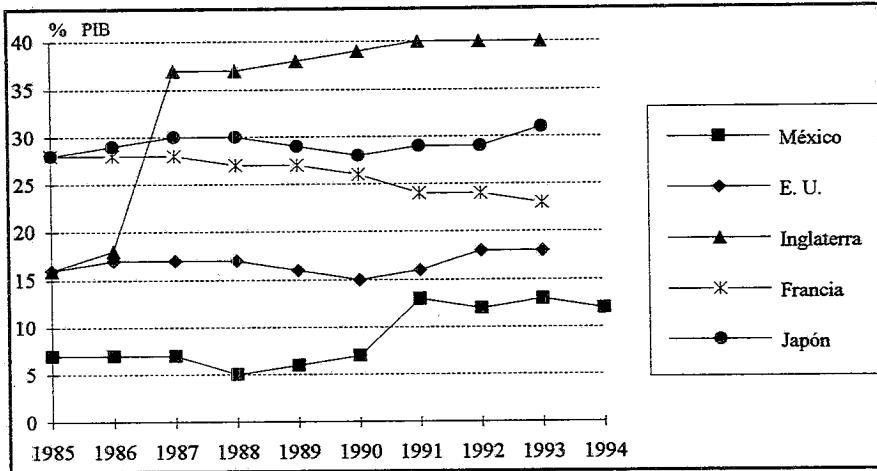
Analizamos ahora diversos indicadores de evolución en la profundidad financiera del sistema para evaluar el impacto que la reforma ha tenido sobre dicha profundidad.

En primer lugar, digamos que la masa de billetes, monedas y cuentas de cheques (M1) vista como proporción del PIB es muy baja en México si se le compara con los niveles que la misma alcanza en los países industrializados, como puede verse en la gráfica 3.

Este indicador tuvo un incremento significativo luego de la reforma, ya que para 1994 había aumentado en siete puntos del PIB, lo que significó un aumento de 160% durante el periodo. Sin embargo, esto se explica principalmente por el salto en los valores que se registró en 1991 debido a la integración de las cuentas maestras en la hoja de balance bancaria. Luego de este salto la captación se mantuvo oscilando en torno a los 12 puntos del PIB, lo que es ostensiblemente bajo respecto a los países restantes de la muestra.

Por su parte, la captación de billetes, monedas, cuentas de cheques e instrumentos bancarios a corto plazo (M2) medida en relación con el PIB, registra históricamente niveles muy bajos en términos relativos a lo

GRÁFICA 3  
M1/PIB



M1: Billetes, monedas y cuentas de cheques.

FUENTE: Statistical Abstract FMI, Indicadores Económicos Banxico.

que se observa en la comparación con otros países, como puede verse en la gráfica 4.

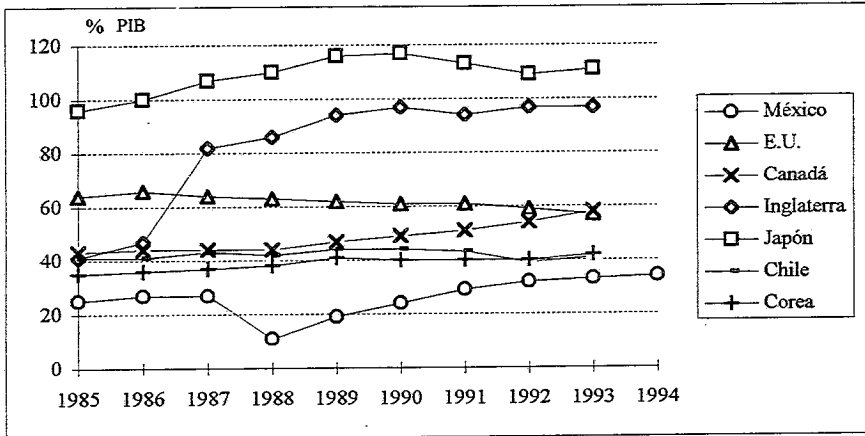
Sin embargo, entre 1988 y 1994 esta variable se incrementó en 14 puntos del PIB para alcanzar un valor equivalente al 36% del producto, lo que representa un incremento superior al 100% en estos años. Con dicho incremento esta medida se aproximaba a valores de profundidad financiera equivalentes a los que tienen los países industrializados que se encuentran en los rangos inferiores de la muestra. Desde 1988 esta variable continuó aumentando, lo que indica una profundización financiera hacia los títulos de corto plazo.

En lo que se refiere a la relación de M4 a PIB, donde se incluyen los anteriores agregados más los instrumentos bancarios a largo plazo, así como los instrumentos no bancarios a corto y largo plazos, nuevamente los valores registrados en México son sostenidamente más bajos que los equivalentes registrados para los otros países de la muestra, como se ve en la gráfica 5.

Este indicador evoluciona también favorablemente luego de la reforma, ya que aumenta 24 puntos del PIB para alcanzar niveles de 58% en 1994, lo que representa un crecimiento del orden del 70%

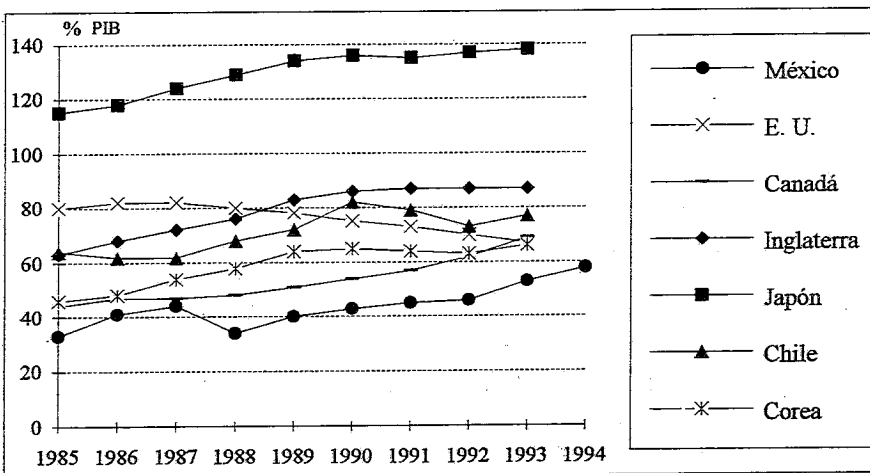


GRÁFICA 4  
M2/PIB



M2: Billetes, monedas, cuentas de cheques y depósitos a plazos con vencimiento a un año.  
FUENTE: *Ibid.* gráfica 3.

GRÁFICA 5  
M4/PIB

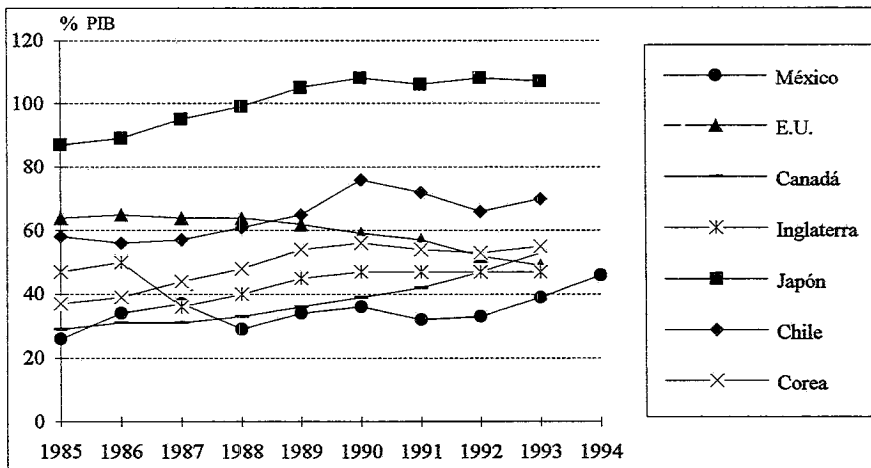


M4: M3 + títulos de deuda gubernamental y pasivos bancarios con vencimientos mayores a un año.  
FUENTE: *Ibid.* gráfica 3.

respecto a los valores de 1988. Con esto, la relación M4 a PIB se aproxima sin alcanzar los valores más bajos entre los países de la muestra.

Por último, consideramos la evolución seguida por el ahorro financiero respecto al PIB, medida que representa el incremento de instrumentos financieros neto del aumento en M1 que refleja el aumento de activos monetarios, y cuya evolución puede verse en la gráfica 6.

GRÁFICA 6  
Ahorro financiero/PIB



Ahorro financiero: M4 menos M1.

FUENTE: *Ibid.* gráfica 3.

Este indicador es relevante, como se indicó anteriormente, porque representa la parte del ahorro monetario del país que se ha canalizado hacia el sistema financiero, y por lo tanto muestra las posibilidades que tiene este sistema para potenciar el uso de dicho ahorro mediante una vinculación eficiente entre sectores deficitarios y superavitarios de la economía a través de la acción que cumplen los agentes financieros institucionales. Como se observa en la gráfica, el ahorro financiero en México, al igual que las otras medidas de profundidad financiera consideradas anteriormente, se ubica en el nivel más bajo dentro de la comparación internacional, en rangos que en los casos de países con valores menores como Canadá e Inglaterra está en el orden

de 9 y 13 puntos del PIB, mientras que con respecto a Japón la diferencia alcanza valores de 60% del PIB. Sin embargo, al igual que las otras medidas de profundidad financiera consideradas, la relación M4 a PIB se incrementó en 17 puntos del PIB en el curso del periodo, lo que significa que en 1994 había tenido un incremento cercano al 60% respecto al valor registrado en 1988. Con ello dicha relación tiende a alcanzar los valores registrados por los países que están en los rangos inferiores de esta comparación internacional.

De conjunto, luego de iniciada la reforma financiera en 1988, los indicadores de profundidad financiera tuvieron una evolución positiva aunque poco relevante para los rezagos relativos del sistema, por lo que éste mantiene los bajos niveles de profundidad que registra históricamente en términos internacionales. Esto es aún más significativo si se tiene en cuenta que en 1988 todas las variables estaban en valores significativamente bajos por efecto de la crisis de 1987.

CUADRO 2  
Evolución de los indicadores de profundidad financiera 1988-1994

	<i>M1/PIB</i>	<i>M2/PIB</i>	<i>M4/PIB</i>	<i>AF/PIB</i>
Incremento en puntos del PIB	7	14	24	17
Crecimiento 1988-1994	160%	64%	71%	59%

FUENTE: Indicadores Económicos Banxico.

Además hay que destacar que en el periodo de análisis, los indicadores monetarios y cuasimonetarios como M1 y M2 crecen a tasas significativamente mayores de lo que crece el ahorro financiero, lo que sugiere que el incremento en la profundidad financiera logrado en estos años significó una reducida ampliación en los plazos de vencimiento para los fondos que capta el sistema, ya que los mayores aumentos corresponden a la monetización de la economía y a los activos financieros bancarios con plazo de vencimiento de hasta un año.

Por último hay que recordar que esta evolución de la profundidad financiera se produjo sobre la base de un modesto ciclo de crecimiento

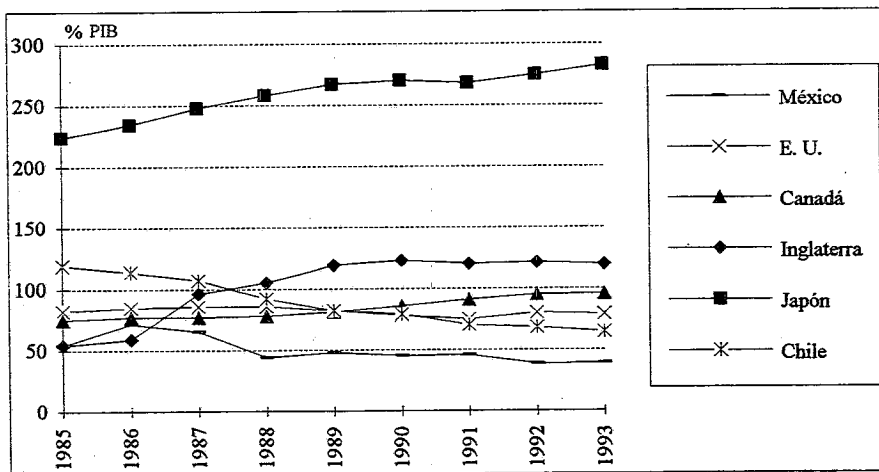
del PIB en los años 1989 y 1990 (3.3% y 4.4%), para luego pasar a una progresiva desaceleración de dicho crecimiento entre 1991 y 1994 (3.6%, 2.8%, 0.6% y 3.7%, respectivamente). Esto muestra que aunque modesto, el incremento de la profundidad financiera no acompañaba a un ciclo sostenido de crecimiento, por lo que sugiere que dicho incremento habría respondido principalmente a la dinámica propia del sistema monetario-crediticio y a un efecto de expansión de la demanda.

### *El crédito a la economía*

Consideramos ahora la evolución seguida por el crédito que el sistema financiero otorgó a la economía desde 1988 a 1993, comenzando por el análisis del crédito interno total en dicho periodo, que puede verse en la gráfica 7.

La tasa de este crédito en relación con el PIB en México presenta un notorio retraso relativo respecto al nivel que dicho crédito alcanza en los otros países de la muestra, ya que la diferencia con Chile, el país con menores niveles, es del orden de los 36 puntos del PIB mientras que con Japón llega a los 240 puntos del PIB. Sin embargo, a diferencia

GRÁFICA 7  
Crédito interno total/PIB



FUENTE: *Ibid.* gráfica 3.

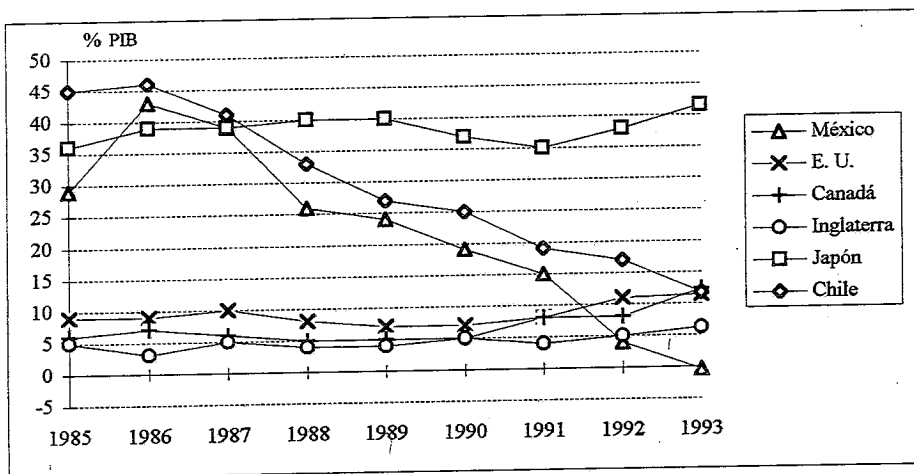
de lo registrado en las variables de captación y ahorro financiero, el crédito interno total considerado como proporción del PIB se contrae en este periodo, ya que decrece en cinco puntos del producto.

En parte este comportamiento del crédito total se explica como consecuencia de un cambio radical en el crédito otorgado por el sistema financiero al sector público, como consecuencia de las estrategias de política económica y privatización de empresas públicas seguidas por el Gobierno en los últimos años.

Como puede verse en la gráfica 8, este componente del crédito interno prácticamente deja de ser significativo en 1993, lo que representa una caída de 26 puntos del producto respecto a 1988. Esta evolución del crédito al Gobierno en México acompaña tendencias muy marcadas que se observan en otros países de la muestra, como es el caso de España y Chile, con lo que de conjunto se aproximan a los rangos que tiene esta variable en países como Estados Unidos e Inglaterra. En el conjunto contrasta Japón, que tiene niveles muy elevados y sostenidos para esta variable.

En contrapartida a la evolución del crédito al Gobierno, el crédito privado aumentó notoriamente con la reforma financiera, ya que se

GRÁFICA 8  
Crédito al Gobierno Central/PIB



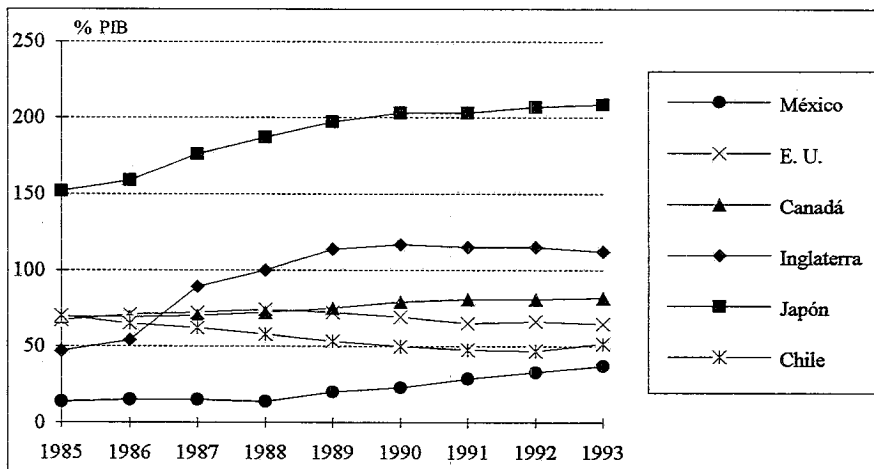
FUENTE: *Ibid.* gráfica 3.

incrementó en 23 puntos del producto entre 1988 y 1993 para alcanzar en este último año el nivel del 37% del PIB, lo que representa un crecimiento de 164% en el periodo.

Este elevado ritmo de crecimiento en el crédito al sector privado que se muestra en la gráfica 9 refleja el impacto inmediato de la liberalización financiera interna como consecuencia de la reforma, así como la existencia de una importante demanda crediticia insatisfecha acumulada durante los años de la crisis, la que se desarrolló con base en las expectativas de crecimiento económico sostenido y alimentada por el ambiente expansivo que generó la estrategia de cambio estructural en la economía. Sin embargo, es necesario anotar que a pesar de este importante incremento, el crédito otorgado por el sistema financiero al sector privado en México está todavía en niveles extremadamente bajos respecto a los valores internacionales.

De conjunto la evolución del crédito interno en el país se resume en el cuadro 3 y puede esquematizarse del modo siguiente. Hay una contracción neta del crédito interno como proporción del PIB, lo que se explica porque la extraordinaria contracción en el crédito al Gobierno no llegó a ser compensada por el incremento en el crédito

GRÁFICA 9  
Crédito al sector privado/PIB



FUENTE: *Ibid.* gráfica 3.

interno otorgado por el sistema financiero al sector privado. En consecuencia, desde el punto de vista del financiamiento, la reforma financiera significó un cambio en la estructura del financiamiento interno por agente institucional que se acompañó por una caída en el financiamiento interno total ofrecido por el nuevo sistema financiero al conjunto de la economía.

CUADRO 3  
Evolución del crédito interno total, público y privado en 1988-1994

	<i>Crédito total</i>	<i>Crédito al Gobierno</i>	<i>Crédito privado</i>
Incremento en puntos del PIB	-5	-26	23
Crecimiento 1988-1993	-11%		164%

FUENTE: *Ibid.* cuadro 2.

### *Cuadro conjunto de captación, ahorro financiero y crédito interno*

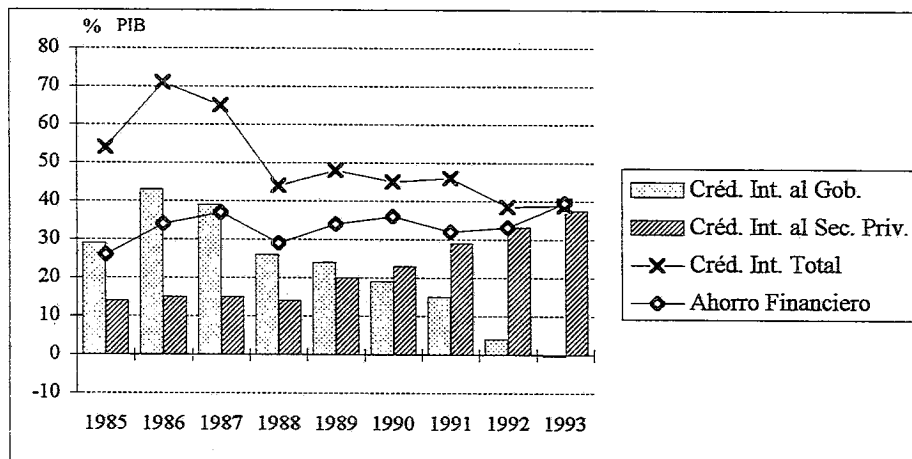
Viendo de conjunto en la gráfica 10 la evolución seguida luego de la reforma financiera por la captación, el ahorro financiero y los distintos componentes del crédito interno puede indicarse lo siguiente.

En términos generales, desde 1988 el ahorro financiero y el crédito interno al sector privado han tenido una tendencia de crecimiento sostenida. Sin embargo, el crédito total otorgado a la economía decreció fuertemente durante el periodo por efecto de una caída más que proporcional de crédito interno al Gobierno con respecto al ya mencionado aumento del financiamiento al sector privado.

Por otra parte, cabe señalar que para 1993 el crédito al sector privado ha disminuido su ritmo de crecimiento siendo rebasado por el crecimiento del ahorro financiero.

Por último, puede mencionarse que mientras el crédito privado tiene un crecimiento sostenido a lo largo del periodo, el ahorro financiero evoluciona con oscilaciones que lo llevan a máximos de 36% y 46% en 1990 y 1994 frente a mínimos de 32% en 1991, lo que sugiere la influencia que tiene sobre esa variable el cambio en las relaciones entre las tasas de interés en el país y en el exterior.

GRÁFICA 10  
Ahorro financiero y crédito interno



FUENTE: *Ibid.* cuadro 2.

### Bibliografía

- Asociación Mexicana de Bancos (1990), *La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas*, AMB, México.
- Aspe Armella, Pedro (1993), *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, México.
- García Alba, Pascual (1994), *Testimonios de política económica*, UAM Azcapotzalco, México.
- Garrido, Celso, Leriche, C. y Ejea, G. (1992), *Los grupos financieros en México*, Documento de Investigación, Bolsa Mexicana de Valores, México.
- Garrido, Celso (1994), "New circuits, markets and actors in the Mexican financial system", en *Latin America. Models of development. Models of research*, José Havet (ed.), Ottawa University Press (en prensa).
- Ernst Dolgow, Aniela (1991), *Sistema financiero, ahorro e inversión en una economía en desarrollo. El caso de México 1970-1989*, tesis de licenciatura ITAM, México.
- Lustig, Nora (1992), *México. The remaking of an economy*, The Brookings Institution, Washington.
- Natella, Stefano et al (1991), *The mexican banking system*, CS First Boston, NY.



- (1992), *The mexican banking system II*, CS First Boston, NY.
- Ortiz Martínez, Guillermo (1994), *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Presidencia de la República (1983), *Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988*, México.
- Peñaloza Webb, Tomás (1992), “Aspectos centrales de la banca mexicana (1982-1992)”, *Comercio Exterior*, vol. 42, núm. 2, México.



## 9. México y las finanzas internacionales

Las reformas al sistema financiero realizadas en México desde 1988 y particularmente la renegociación de la deuda externa en el marco del Plan Brady, condujeron a que el país restableciera exitosamente sus vínculos con los mercados financieros internacionales voluntarios, interrumpidos desde el estallido de la crisis de 1982. Con ello, México se integró activamente al nuevo mundo financiero internacional globalizado, bajo las condiciones en las que éste opera desde principios de los noventa con un notable incremento en los flujos netos de capital, particularmente inversiones de cartera de corto plazo, hacia los países en desarrollo.

Lo anterior hizo que las finanzas internacionales se convirtieran en un actor central del nuevo sistema financiero mexicano, permitiendo que el Gobierno y las grandes empresas privadas mexicanas captaran montos extraordinarios de fondos internacionales que fueron decisivos tanto para la evolución de éstos como del conjunto de la actividad económica en el país durante estos años. Sin embargo, la presencia de este nuevo actor, que es el mundo financiero internacional, resulta problemática tanto por los efectos que genera en el sistema monetario-crediticio nacional como por las condiciones que impone a las políticas regulatorias del Banco Central, lo que de conjunto ha significado que los nuevos vínculos financieros internacionales desemboquen en condiciones de inestabilidad y volatilidad para la economía nacional.

En el presente capítulo se analiza a este nuevo actor financiero internacional y las relaciones que México ha establecido con él. Para ello primero caracterizamos la evolución general seguida por el nuevo mundo financiero internacional en su relación con los países en desarrollo desde

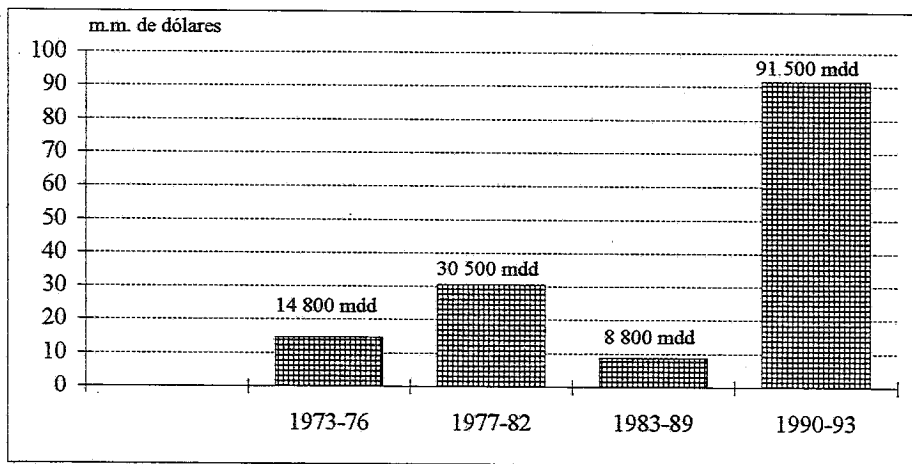
el inicio de los noventa. Luego consideramos en términos internacionales comparados el perfil de participación de México en los mercados de bonos y acciones internacionales. En un tercer punto, se estudia la estructura de la inversión extranjera en el país durante estos años, identificando la importancia relativa de la inversión de cartera y su distribución en los mercados de dinero y de capitales. Por último se esquematizan las particulares interacciones entre el nivel macroeconómico y el funcionamiento de los mercados financieros locales bajo estas condiciones, señalando algunos de los principales problemas y desafíos que surgen de ello.

### *Cambios en las tendencias de los flujos de capital hacia los países en desarrollo*

Desde principios de los setenta el flujo de capitales hacia los países en desarrollo ha conocido distintos momentos, como puede verse en la gráfica 1.

Según se observa en dicha gráfica, la afluencia neta total de capitales hacia estos países había partido de promedios anuales del orden de

GRÁFICA 1  
Flujo neto total de capitales hacia los países en desarrollo  
(promedios anuales)



FUENTE: FMI (1994).

los 15 000 millones de dólares en el periodo 1973-1976 para incrementarse fuertemente a niveles de los 30 000 millones de dólares en los años transcurridos entre 1977 y 1982, al influjo de la presión por la necesidad de reciclar la masa extraordinaria de petrodólares generados a consecuencia del choque petrolero de 1976, junto con las condiciones creadas por la recesión en los grandes países industriales y la gran demanda de fondos de gobiernos y empresas en los países en desarrollo. Este gran ciclo de financiamiento internacional hacia los países en desarrollo terminó al estallar la crisis de deuda externa a partir de 1982, lo que significó una fuerte contracción en los flujos internacionales de capitales hacia dichos países en el intervalo entre 1983 y 1989, ya que esos flujos cayeron a niveles promedio anuales por debajo de los 10 000 millones de dólares anuales.

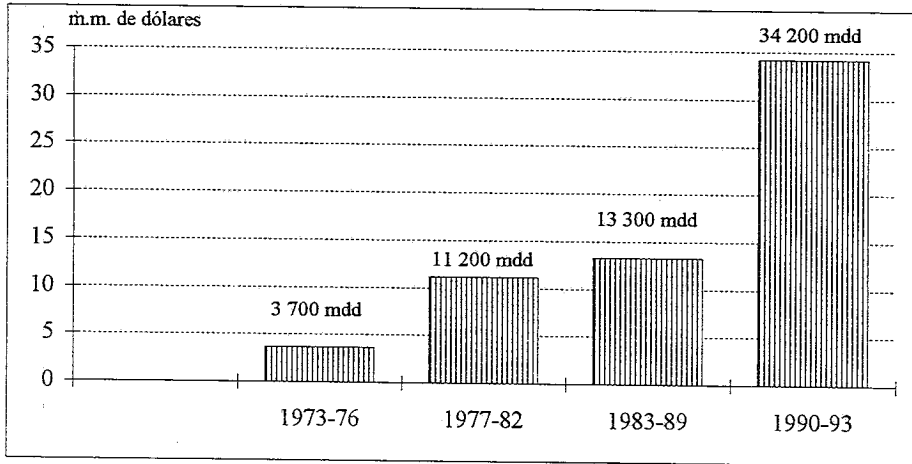
Esta situación sufre un cambio a partir de 1990, cuando el flujo neto total de capitales hacia los países en desarrollo se incrementa a niveles extraordinarios del orden de los 90 000 millones de dólares anuales promedio, lo que refleja el impacto de las situaciones recesivas en las principales economías industrializadas y el efecto del fuerte descenso en las tasas de interés de dichas economías. Desde el punto de vista de los países en desarrollo, este flujo inusitado de capitales fue promovido por las demandas de fondos generadas con los procesos de ajuste estructural y reorientación hacia el mercado, y por la liberalización y desregulación de los mercados financieros nacionales de dichos países.

Ese flujo de capitales habría de provocar impactos formidables en la economía y las finanzas de los países que recibieron dichos fondos no sólo por el notable volumen de los mismos, sino también por su particular estructuración entre la inversión directa y la de cartera de corto y largo plazo, lo que habría de incidir en el funcionamiento de los sistemas monetarios y crediticios nacionales, así como generar restricciones para las capacidades regulatorias de los Bancos Centrales.

Por lo que se refiere a la inversión directa neta (véase gráfica 2), ésta había mantenido una evolución progresiva desde inicios de los setenta, sosteniendo el incremento de los niveles promedio anuales que había tenido durante los años de la crisis de deuda externa entre 1983 y 1989, periodo en el que contradictoriamente los flujos netos totales de capital habían decaído, como indicamos anteriormente.

Para la etapa que comienza en 1990, la inversión directa hacia los países en desarrollo sigue la tendencia general al alza que presenta el

GRÁFICA 2  
Flujos de inversión directa extranjera neta a países en desarrollo  
(promedios anuales)



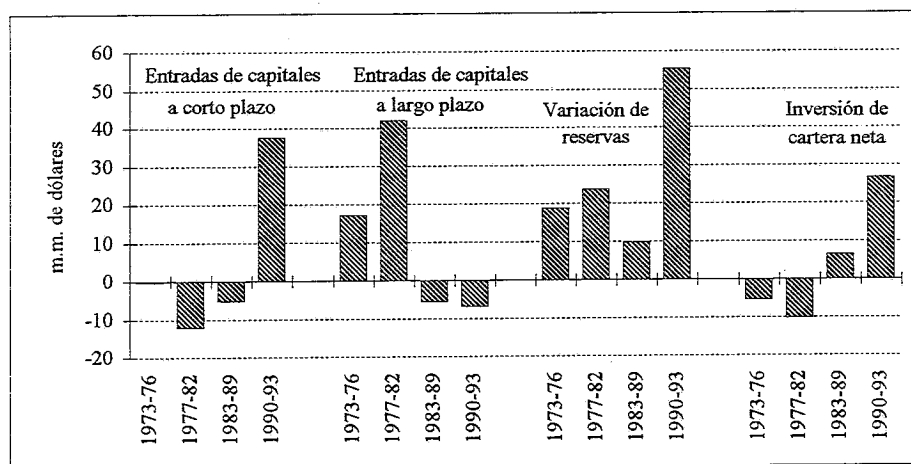
FUENTE: FMI (1994).

flujo conjunto de capitales, para alcanzar valores promedio anuales del orden de los 35 000 millones de dólares, sugiriendo un ciclo de inversión importante en estas economías. Desde ese punto de vista, el movimiento de capitales hacia estos países podría ser interpretado como una consecuencia del cambio en el perfil de la producción mundial entre países en desarrollo y países industriales, donde los primeros están incrementando su participación relativa dentro del producto global debido a sus mayores tasas de crecimiento económico promedio que están en el orden de 5 a 6% anual frente a tasas de 2.5% en el crecimiento de los grandes países industriales. En este sentido cabría esperar que este movimiento de capitales tenga una tendencia sostenida de largo plazo debido a que se mantendrán las demandas de fondos internacionales para consolidar la nueva estructura de producción que parece estarse configurando.

A diferencia de esa tendencia evolutiva de la inversión directa, la inversión de cartera neta tuvo movimientos contrarios en los periodos previos al que se inicia en 1990, tanto en lo que se refiere a su nivel y signo como en lo que hace a la composición de la misma entre corto y largo plazo, así como entre financiamiento vía deuda y financiamien-

to por la participación en el capital accionario de las empresas de los países en desarrollo. Véase gráfica 3.

GRÁFICA 3  
Flujos de inversión de cartera a países en desarrollo  
(promedios anuales)



FUENTE: FMI (1994).

En lo que hace al nivel de la inversión de cartera neta para el conjunto de los países en desarrollo, éste había sido negativo entre 1973 y 1982, lo que se explica por el signo negativo que tenía el movimiento de los capitales de corto plazo, que anulaban el movimiento fuertemente positivo que tenía la entrada de capitales de largo plazo como consecuencia de los empréstitos de gobiernos y empresas de estos países.

Esa situación se revierte en el periodo que se inicia en 1990, ya que los flujos de inversión de cartera neta se hacen fuertemente positivos con valores promedio anuales del orden de los 27 000 millones de dólares para el conjunto de los países en desarrollo, al tiempo que se modifica la estructura de este flujo, ya que las entradas netas de capitales de corto plazo tienen un cambio de signo para alcanzar valores promedio anuales del orden de los 38 000 millones de dólares, mientras que el flujo de capitales de largo plazo incrementa el signo

negativo que traía desde 1983 para llegar a niveles de 7 000 millones de dólares anuales.

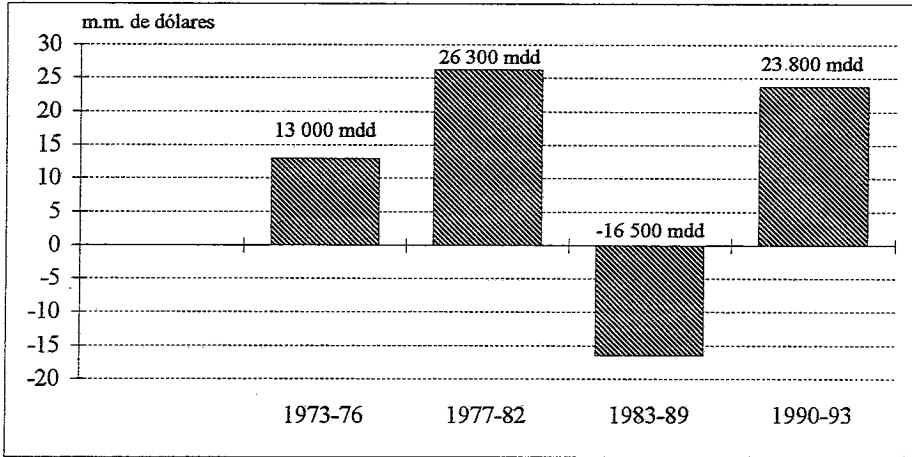
Por su parte, el incremento en el flujo de la inversión de cartera de corto plazo representa un aumento del endeudamiento vía bonos internacionales para el conjunto de países en desarrollo, pero también una nueva presencia de inversionistas extranjeros en los mercados accionarios de algunos países de desarrollo medio en Asia y América Latina. La presencia masiva de los capitales de cartera de corto plazo impacta a las economías que reciben dichos fondos en el sentido que hacen más frágiles las relaciones de éstas con la economía internacional dado el carácter volátil de ese tipo de inversiones. Por otra parte, el incremento del flujo de capitales hacia los países en desarrollo se refleja también en el extraordinario aumento de las reservas internacionales de los mismos, que crecen en el orden de los 50 000 millones de dólares anuales promedio para este conjunto de países. Sin embargo, ese incremento de reservas corresponde principalmente a la esterilización de los capitales externos por parte de las autoridades monetarias de los países, evidenciando el fenómeno de creación de liquidez internacional de éstas economías inducida por los flujos privados internacionales de capitales y condicionada al movimiento de corto plazo de éstos con independencia de los ciclos de comercio e inversión productiva.

Dentro de este cuadro de tendencias generales en los flujos de capital hacia los países en desarrollo, la evolución seguida por este tipo de países en América Latina, que puede observarse en la gráfica 4, tiene algunos rasgos particulares.

En principio, el flujo neto total de capitales hacia este grupo de países ha tenido movimientos más contrastantes que para el conjunto de los países en desarrollo, ya que por una parte entre 1973 y 1982 los países de América Latina absorbieron la casi totalidad de los flujos netos recibidos por todos los países en desarrollo, mientras que entre 1983 y 1989 tuvieron salidas netas de capitales del orden de los 17 000 millones de dólares anuales cuando la totalidad de los países en desarrollo estaban recibiendo una entrada neta de capitales por 9 000 millones de dólares anuales promedio, explicada básicamente con la evolución de los países asiáticos. Por su parte, a partir de 1990 la entrada neta de capitales en los países de América Latina representa aproximadamente el 25% del total de las entradas netas de capitales a los países en desarrollo, lo que significa que han perdido participación



GRÁFICA 4  
Flujo neto total de capital a países en desarrollo de América Latina  
(promedios anuales)



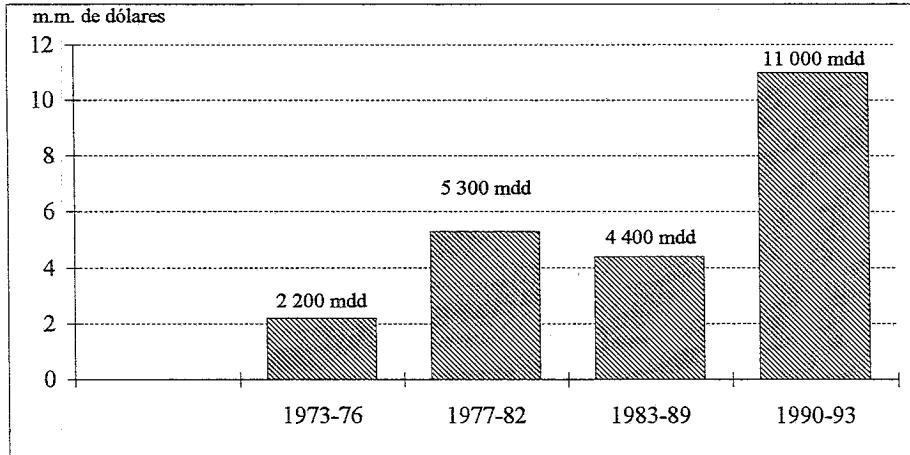
FUENTE: FMI (1994).

relativa en los flujos globales, principalmente en favor de los países asiáticos.

Esta misma tendencia se observa en la evolución de la inversión extranjera directa presentada en la gráfica 5, ya que en este grupo de países latinoamericanos dicha inversión se ha duplicado respecto a los periodos previos, mientras que para el conjunto de países en desarrollo esta variable se ha incrementado desde 10 000 millones de dólares a más de 30 000 millones de dólares por año promedio, lo que nuevamente se explica por los países asiáticos.

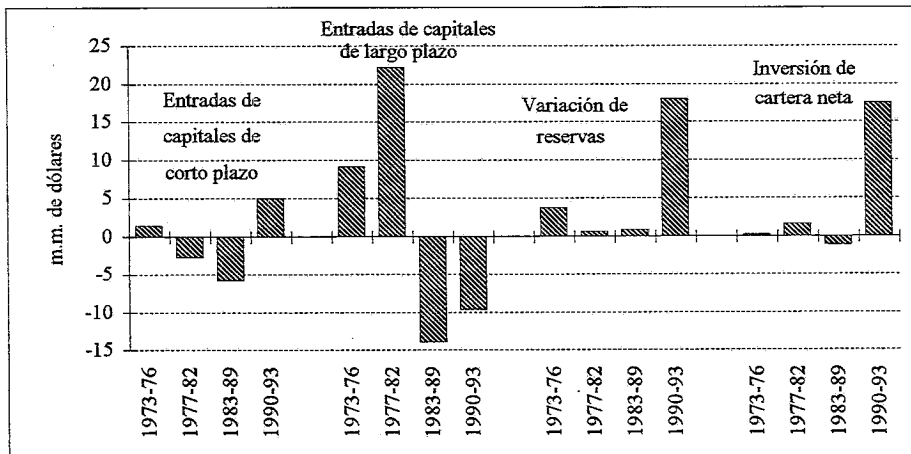
En cambio, la presencia de los países en desarrollo de América Latina en la inversión de cartera neta, registrada en la gráfica 6, ha tenido fluctuaciones menos violentas en los periodos previos a 1990 y se ha incrementado sustancialmente más que el conjunto de los países en desarrollo a partir de ese año. Por último, las variaciones de reserva en el grupo de países latinoamericanos ha sido mucho más significativa que para el conjunto de los países en desarrollo, ya que en los primeros se pasó de niveles extremadamente bajos a flujos anuales superiores a los 15 000 millones de dólares, mientras que para el conjunto el cambio

**GRÁFICA 5**  
**Inversión directa extranjera neta a países en desarrollo**  
**de América Latina**  
**(promedios anuales)**



FUENTE: FMI (1994).

**GRÁFICA 6**  
**Flujos de inversión de cartera a países en desarrollo**  
**de América Latina**  
**(promedios anuales)**



FUENTE: FMI (1994).

significó pasar de niveles de los 20 000 millones de dólares anuales antes de 1990 a más 50 000 millones de dólares después de ese año.

De conjunto los países latinoamericanos han tenido una participación relativa desfavorable en el flujo mundial de capitales hacia los países en desarrollo desde 1990, ya que están perdiendo peso en los flujos totales y adicionalmente su participación se ha incrementado más en la inversión de cartera de corto plazo que en la inversión directa, ya que ésta se canalizó mayoritariamente hacia los países asiáticos.

### *La nueva presencia de México en los mercados financieros internacionales voluntarios*

México ocupa un lugar extraordinariamente destacado en el flujo de capitales hacia el conjunto de países en desarrollo y en particular hacia los países de América Latina que se registra desde principios de los noventa. Los rasgos principales de esta participación se hacen más evidentes si analizamos en los mercados de bonos y acciones internacionales este desempeño de México en perspectiva internacional comparándolo con el que tiene un conjunto seleccionado de otros países en desarrollo.<sup>1</sup>

#### *Los mercados de bonos internacionales*

Comenzamos considerando la evolución comparada de México en los mercados de bonos internacionales entre 1991 y 1993, lo que puede verse en la gráfica 7, donde se ha incluido a los países con mayores niveles de operación en estos mercados dentro del conjunto de países en desarrollo.

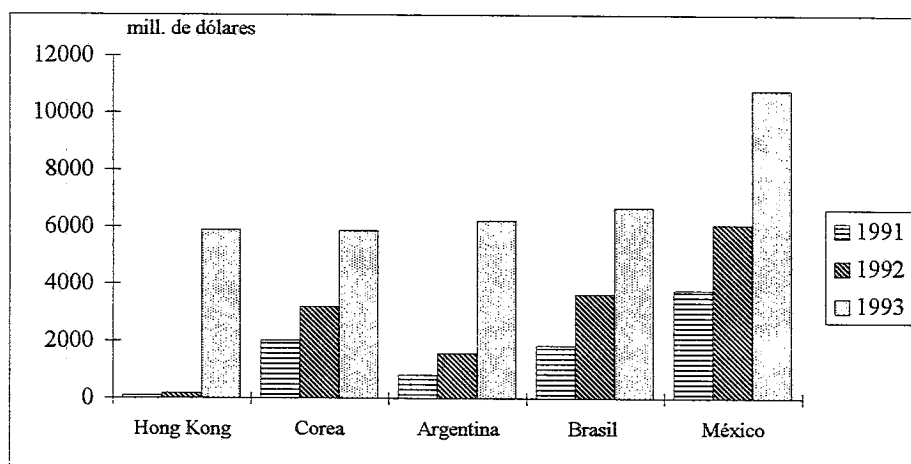
Con distinta gradación, este grupo seleccionado de países incrementó aceleradamente su emisión de bonos internacionales durante el periodo, pero dentro de ello destaca la evolución de México no tanto por los ritmos como por los niveles que alcanzan sus emisiones. En estos tres años el ritmo de incremento de las emisiones mexicanas se fue acelerando para casi duplicarse entre 1992 y 1993, aunque lo

<sup>1</sup> En general, desde la crisis de la deuda, los créditos bancarios internacionales redujeron su importancia relativa respecto al financiamiento por la vía de la emisión de bonos o acciones. Sin embargo, más adelante se analiza información sobre estos créditos para el caso específico de México.

mismo ocurrió en el caso de Corea y aún fue mucho mayor en los casos de Argentina y Hong Kong. Pero lo que es más relevante en el caso de México es el nivel que alcanzaron estas emisiones, ya que para 1993 las mismas estaban en un orden superior en 80% al promedio que alcanzaron los otros países considerados.

GRÁFICA 7

## México y los principales países emisores de bonos internacionales

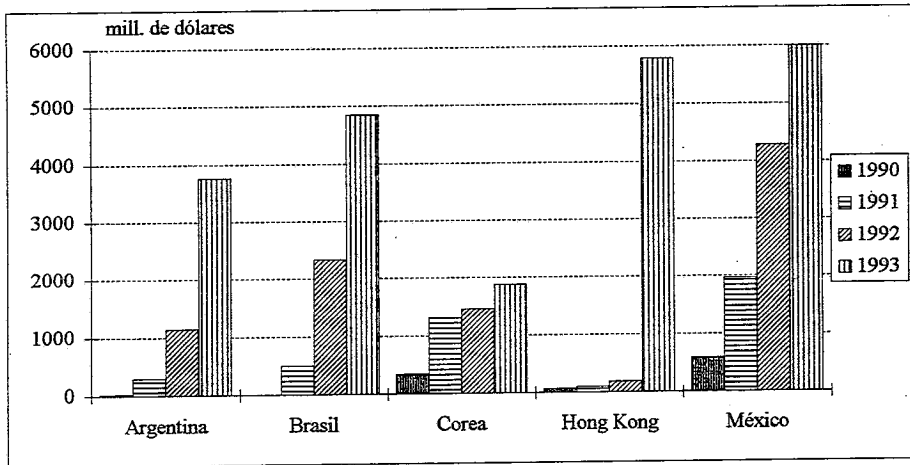


FUENTE: FMI (1994).

Esa expansión de las emisiones mexicanas en los mercados de bonos se explica por el incremento de las emisiones de bonos privados que realizaron las empresas mexicanas, lo que puede verse en la gráfica 8.

De conjunto se observa un acelerado incremento en las emisiones de bonos por parte de las empresas privadas de los países que se presentan en la gráfica, los que según se indicó pertenecen al grupo con mayores emisiones dentro del mercado de este tipo de bonos. Dentro de esto, México mantuvo la posición de liderazgo registrada en el conjunto del mercado de bonos internacionales. Sin embargo, hay varias diferencias a destacar en la evolución y estructura de participación de las empresas mexicanas en este mercado con respecto a lo que se observó para la participación del país en la totalidad del mercado de bonos internacionales. Por una parte, en este mercado hay una mayor

GRÁFICA 8  
Principales emisores de bonos internacionales de deuda  
privada de algunos países en desarrollo (1990-1993)

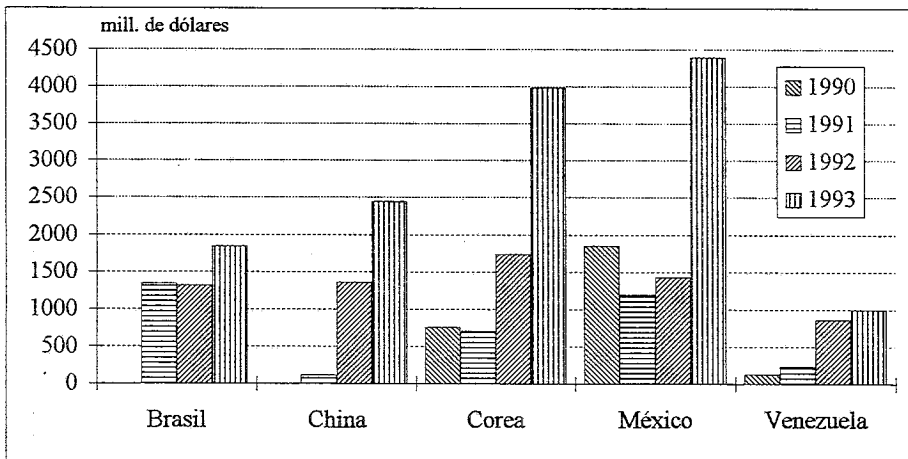


FUENTE: FMI (1995).

homogeneidad en cuanto al nivel que alcanzan las emisiones de los principales participantes, las que oscilan en torno a los 5 000-6 000 millones de dólares. Por otra parte, cambia la importancia relativa de los países incluidos en este conjunto respecto a la que tenían esos mismos países en la emisión de bonos internacionales, ya que por ejemplo Corea tiene muy pocas emisiones de estos bonos privados mientras que Brasil realiza grandes montos de emisiones. Asimismo, destaca la diferente importancia que tienen estos bonos privados en el conjunto de las emisiones para los diversos países, ya que para Hong Kong las emisiones privadas explican casi el 100% del total de sus emisiones de bonos internacionales. En el caso de México esta proporción es del orden del 60% de aquel total y en el de Corea esto sólo representa la tercera parte del respectivo total. Por último, hay que destacar el distinto ritmo de crecimiento en estas emisiones, ya que mientras en los casos de Argentina, Brasil y Hong Kong se mantiene sostenidamente el crecimiento de sus emisiones durante los tres años observados, en México se produjo un aumento muy rápido en los primeros tres años para luego desacelerarse en 1993.

Para explicar aquella distinta evolución de los países en los mercados de bonos internacionales respecto a la que han tenido en el segmento del mercado de bonos privados, es necesario analizar el comportamiento de las emisiones de bonos de deuda pública por este conjunto seleccionado de países, lo que se registra en la gráfica 9.<sup>2</sup>

GRÁFICA 9  
Principales emisores de bonos internacionales de deuda pública  
entre los países en desarrollo



FUENTE: FMI (1995).

En esta gráfica, al igual que en las anteriores, se incluyen los países con mayores emisiones del bono que se considera en cada caso. La comparación con la gráfica presentada anteriormente muestra que dos emisores importantes de bonos privados como son Hong Kong y Argentina no tienen presencia significativa en este mercado de bonos de deuda pública, mientras que Brasil no concurre con las posiciones más destacadas en este último mercado. En cambio, las emisiones de bonos de deuda pública representan para Corea dos tercios de sus emisiones totales de bonos internacionales en 1993.

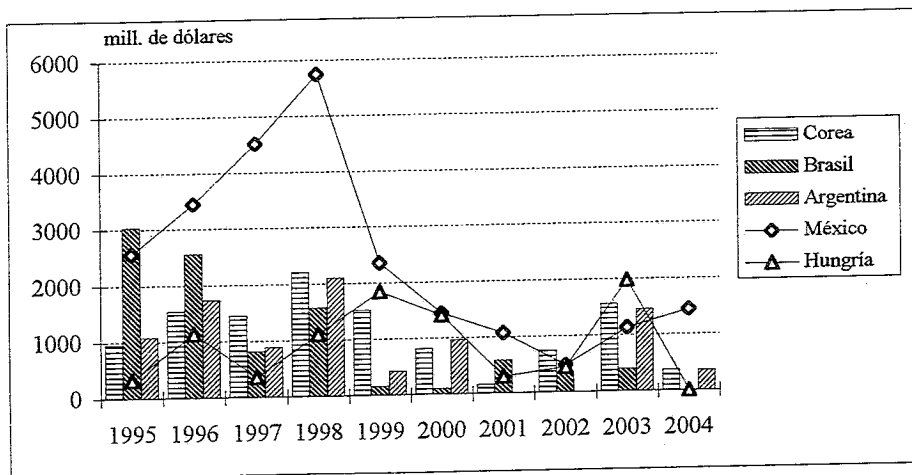
<sup>2</sup> Esto no incluye las emisiones de deuda soberana, la que sin embargo no es muy relevante para el caso de México en estos años.

Por su parte, en el caso de México para dicho año estas emisiones tienen un nivel de 4 500 millones de dólares, lo que representa aproximadamente el 40% del total de bonos internacionales emitidos por el país en aquel año. La particularidad de este monto proviene del hecho de que el mismo significa el triple de los valores similares emitidos el año anterior, cuando con emisiones por 1 400 millones de dólares se completaba una tendencia al descenso en las emisiones de estos títulos de deuda pública iniciada en 1990.

Para concluir esta caracterización de la presencia que México ha tenido en los mercados de bonos internacionales, consideramos ahora cómo se estructuró el calendario de vencimientos para las emisiones colocadas hasta 1993, visto comparativamente con los calendarios de otros cuatro países que también han sido fuertemente emisores de bonos durante estos años. Esa información se registra en la gráfica 10.

Como se observa en la gráfica, la estructura de vencimientos para el pago de bonos contratados en las emisiones mexicanas hasta 1993 estaba fuertemente concentrada en los plazos más cortos, entre dos y cinco años, mientras que los otros países tienen calendarios de vencimientos mejor distribuidos entre el mediano y largo plazo.

GRÁFICA 10  
Calendario de vencimientos para los bonos internacionales emitidos por los países en desarrollo seleccionados

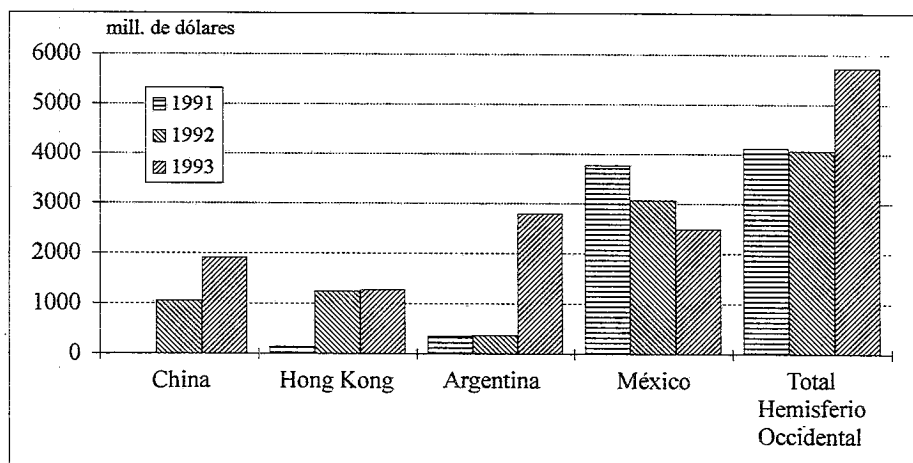


FUENTE: FMI (1995).

### *La emisión internacional de acciones*

Como resultado de la apertura de los mercados accionarios mencionada en el capítulo 7, las empresas de los países en desarrollo donde ello ocurrió vieron favorecido su acceso a este tipo de financiamiento internacional, como se manifiesta en el incremento acelerado de las emisiones de acciones internacionales que se registran en la gráfica 11.

GRÁFICA 11  
Países en desarrollo (PED) con mayores emisiones internacionales de acciones



FUENTE: FMI (1995).

Esa emisión de acciones se realiza en buena medida mediante la colocación de American Depositary Receipts (ADR's) en Estados Unidos y ha estado dinamizada por empresas de América Latina y Asia.

Dentro de esa tendencia, las colocaciones de empresas mexicanas tuvieron un comportamiento inverso, ya que comenzaron en 1991 dominando prácticamente las emisiones accionarias realizadas por el conjunto de países en desarrollo del Hemisferio Occidental, para luego decrecer progresivamente en los años siguientes, aunque manteniéndose en rangos relevantes. Argentina registra el salto más espectacular en 1993 debido a la colocación de acciones internacionales



mediante la cual se concretó la privatización de la compañía estatal Yacimientos Petrolíferos Fiscales.

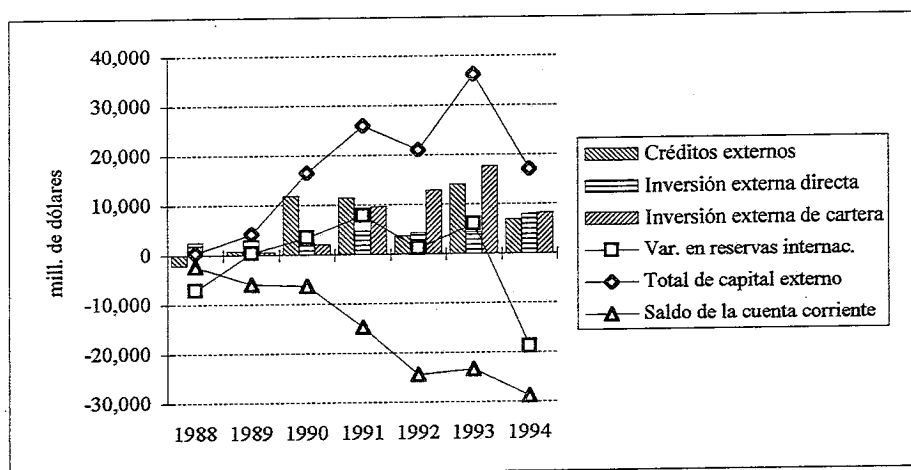
En cualquier caso, la participación en la emisión de acciones internacionales fue un factor extraordinariamente importante para un conjunto de grandes empresas mexicanas, las que pudieron financiar mediante este procedimiento su reestructuración y posicionamiento en los mercados internacionales como empresas globalizadas.

### *La nueva presencia de la inversión extranjera en la economía y los mercados financieros mexicanos*

Para completar nuestro análisis consideramos ahora cómo se han presentado en la economía y los mercados financieros nacionales estos nuevos vínculos de México con las finanzas internacionales, que hemos caracterizado en el punto anterior.

Comenzamos considerando el cuadro conjunto de las diversas figuras con las que se presenta el capital extranjero en la economía mexicana, lo que se registra en la gráfica 12.

GRÁFICA 12  
Flujo de capitales externos, saldo comercial y variación de reservas en México



FUENTE: Indicadores Económicos Banxico.

La exitosa reincorporación de México a los mercados financieros internacionales voluntarios, analizada en el punto anterior, se refleja en la evolución seguida por el ingreso de capitales al país desde 1989, lo que se cumple con una tendencia sostenida al alza hasta 1993 cuando alcanzó un nivel de 35 000 millones de dólares. En 1992 se registra una fuerte inflexión en este flujo de capitales externos asociada a la incertidumbre provocada por las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte y el aumento en las tasas de interés en Estados Unidos que desalentó la contratación de créditos externos en este año. En contrapartida del ingreso de capital externo registrado ese año, se produjo por una parte el incremento del déficit en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que en este mismo periodo creció hasta alcanzar valores del orden de los 28 000 millones de dólares en 1994. Por otra parte, ese flujo de capitales se acompañó de variaciones en las reservas internacionales, las que se movieron en valores positivos hasta 1994 cuando las reservas disminuyeron bruscamente en más de 18 000 millones de dólares.<sup>3</sup>

### *La inversión extranjera directa*

La inversión directa no fue el componente dominante en el flujo de capitales recibidos por México durante este periodo. Sin embargo, este tipo de inversión extranjera mantuvo los niveles positivos que venía registrando a lo largo de los ochenta, aunque los volúmenes de estos flujos fueron muy bajos entre 1988 y 1993. Será hasta 1994 que esta variable registre un incremento importante al alcanzar niveles del orden de los 7 000 millones de dólares, lo que fue interpretado por el Gobierno como una primera respuesta favorable generada por la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

Sin embargo, el componente más importante de los flujos de capital externo estuvo integrado por los créditos y la inversión de cartera a los que analizamos a continuación.

### *El crédito externo*

Analizando la estructura de los flujos totales de capital externo presentada en la gráfica 12 se observa que el peso predominante en estos

<sup>3</sup> Sobre la relación de causalidad entre flujos superavitarios de capitales externos y déficit de la cuenta corriente existe un debate en la literatura.

flujos lo tuvo el componente financiero por concepto de créditos e inversión de cartera, los que de esta manera revirtieron el signo negativo que habían tenido desde 1983. Dentro de ello destacan los créditos con el exterior tanto por la importancia de sus niveles como por lo fluctuante de su comportamiento.

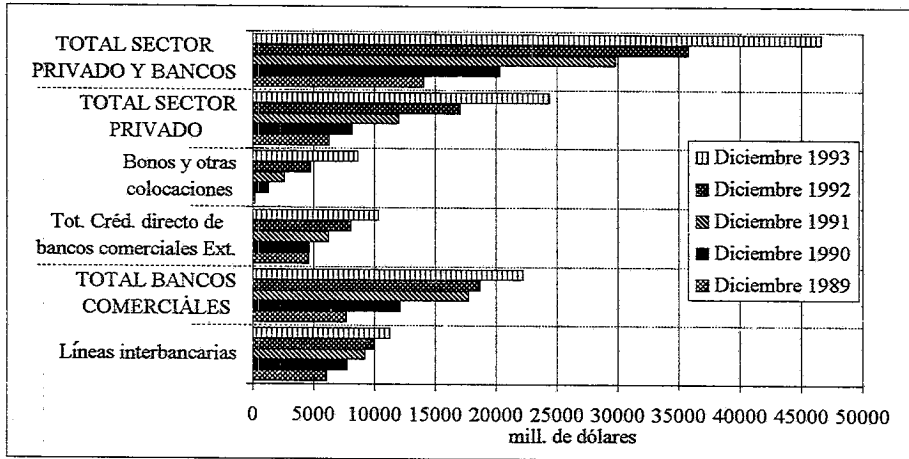
Al comienzo del periodo estos créditos tuvieron niveles anuales del orden de los 10 000 millones de dólares, lo que fue seguido con una fuerte contracción en 1992 para luego conocer un incremento con el que estos créditos alcanzaron los 17 000 millones de dólares en 1993 y finalmente se contrajeron al nivel de los 7 000 millones de dólares anuales en 1994. Estas fluctuaciones indican por una parte los efectos de cambios en las tasas de interés internacionales y por la otra refleja el estado de las expectativas sobre el futuro de México para los inversionistas locales y los banqueros internacionales ante diversos factores de tensión política, como fueron por una parte los que se crearon en torno a la negociación del TLC, y por la otra los que se generaron con el estallido de la insurgencia armada en Chiapas al comenzar 1994 y con los crímenes políticos ocurridos a lo largo de este año.

Una medida de la importancia que alcanza este financiamiento mediante créditos internacionales la brinda la evolución de los saldos en los créditos contraídos por el sector privado y los bancos comerciales mexicanos, que se presenta en la gráfica 13.

Como se observa en la gráfica estos saldos crecieron sostenidamente desde 1989 hasta alcanzar valores totales superiores a los 45 000 millones de dólares en 1993, sin registrar las inflexiones que se presentaron al considerar el conjunto de los créditos externos. Este comportamiento es coincidente tanto en el sector privado como en los bancos comerciales, los que comparten este tipo de financiamiento en magnitudes relativamente similares.

Este financiamiento de créditos internacionales canalizados hacia México tiene un carácter complejo, ya que por una parte representa la satisfacción de necesidades financieras de las empresas y la captación de fondos por parte de los bancos para apoyar proyectos de inversión locales, pero también estuvo motivado por el deseo de estos agentes por realizar un arbitraje de intereses entre los mercados internacionales y el mercado local, con el fin de obtener utilidades financieras aprovechando las extraordinarias diferencias entre los intereses que se pagaban en pesos y los que se pagaban en dólares, en el contexto

GRÁFICA 13  
Saldos de los créditos externos contratados por el sector  
privado no financiero y la banca comercial



FUENTE: Mansell (1994).

de estabilidad cambiaria existente en México como consecuencia del éxito obtenido por los Pactos de Estabilización.

### *Inversión extranjera de cartera*

Dentro del total de capital externo recibido por el país en estos años, el segmento de la inversión de cartera debe ser considerado diferenciando las operaciones del mercado accionario de las del mercado de dinero, para luego comprender las interacciones entre las operaciones de ambos mercados así como evaluar los condicionantes y efectos globales que plantea esta inversión extranjera de cartera a la economía nacional.

### *Inversión extranjera en el mercado accionario*

Comenzamos analizando la evolución seguida por la inversión extranjera en el mercado accionario, mostrando en el cuadro 1 el comportamiento de los principales instrumentos utilizados para captarla, y

medida en dólares conforme a la valuación de dichos instrumentos en el mercado de valores local.<sup>4</sup>

CUADRO 1  
Inversión extranjera en mercado de capitales  
(Valuación de cartera al cierre de cada año en millones de dólares)

	ADR's		Fondo México		Libre suscripción		Fondo neutro		Total	
	Monto	(%)	Monto	(%)	Monto	(%)	Monto	(%)	Monto	(%)
1989	402.00	49.75	264.00	32.67	107.00	13.24	35.00	4.33	808.00	100.00
1990	402.00	49.75	264.00	32.67	107.00	13.24	35.00	4.33	808.00	100.00
1991	13 733.46	74.06	499.33	2.69	2 960.96	15.97	1 348.76	7.27	18 542.51	100.00
1992	21 153.95	73.79	619.00	2.16	5 096.98	17.78	1 798.08	6.27	28 668.00	100.00
1993	33 959.55	62.33	1 238.06	2.27	12 906.07	23.69	6 380.61	11.71	54 484.29	100.00

FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores.

Como puede observarse en este cuadro, la valuación total de la cartera en el mercado de valores aumentó en forma vertiginosa desde 1989, cuando apenas superaba los 800 millones de dólares hasta alcanzar el orden de los 55 000 millones de dólares en 1993, aunque debe recordarse que esta evolución refleja tanto el incremento de las emisiones como el aumento de precios de estos títulos en el mercado. La fracción dominante de estas inversiones se canalizó en los ADR's, a los que ya hicimos referencia en el punto anterior cuando comparamos las emisiones accionarias internacionales de México con las de otros países. Esto tiene diversos significados relevantes para la marcha de la economía mexicana, porque indica que con ello un conjunto de grandes empresas privadas mexicanas logró ampliar sus capitales para financiar su reestructuración, así como las estrategias de posicionamiento en los mercados internacionales mediante las que se convirtieron en empresas globales de tamaño medio, por lo que este componente del financiamiento internacional fue sustantivo para el conjunto de la reforma económica en el país. Asimismo, este acceso al financiamiento accionario internacional requirió que estas grandes

<sup>4</sup> Sobre el origen complejo de estos fondos da cuenta el estudio "Private market financing for developing countries", Washington, D.C., IMF, en el que Collins y otros estiman que entre el 60 y el 70% de los flujos de fondos privados hacia América Latina en 1990-1991 eran capitales que previamente habían salido de la región.

empresas modificaran sus formas de control y propiedad para adecuarse a las normas internacionales en los mercados accionarios, lo que indujo a transformaciones de grandes alcances para el mundo empresarial mexicano.

Sin embargo, esta canalización de montos extraordinarios de inversión extranjera hacia el mercado accionario fue un fenómeno contradictorio, ya que también provocó efectos negativos para el financiamiento general de las empresas mediante el mercado accionario, así como para las relaciones del mercado accionario local con los mercados accionarios del exterior.

Por una parte, estos grandes montos de financiamiento externo se canalizaron a un pequeño grupo de grandes empresas sin que se ampliara sustancialmente el número total de empresas que recibían financiamiento por esta vía. Asimismo, hay que señalar que este acelerado incremento en la valuación refleja principalmente la intensa actividad de los mercados secundarios, lo que contribuyó a una inflación del índice de precios y cotizaciones en el mercado accionario mexicano.

Desde otro punto de vista, la forma en que se realizó la internacionalización de las colocaciones accionarias por parte de grandes empresas mexicanas creó una extraordinaria dependencia del mercado accionario local respecto a los mercados accionarios externos, particularmente los de Estados Unidos, debido a la situación singular de las acciones de Teléfonos de México (Telmex) dentro de este conjunto. Al respecto hay que señalar que las acciones de Telmex tienen una participación determinante en la canasta de acciones que componen el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) del mercado accionario mexicano. Esto hace que las fluctuaciones en el precio de esta acción tenga un efecto decisivo en la marcha diaria del IPC y por lo tanto en las tendencias con las que opera el mercado accionario local. Por otra parte, la inversión extranjera en el mercado accionario se canalizó predominantemente hacia los títulos de Telmex, como puede verse en el cuadro 2.

De acuerdo con lo que allí se indica, la valuación de cartera de las inversiones extranjeras en acciones de Telmex era absolutamente dominante en la cartera de los inversionistas extranjeros, al punto de que para 1993 representaba el 87% de la valuación total de la misma. Esto significa que las fluctuaciones en el precio de las acciones de Telmex provocadas por las operaciones de inversionistas extranjeros,

**CUADRO 2**  
**Participación de inversión extranjera en Telmex**  
**(Por instrumento del mercado de capitales en millones de dólares)**

	<i>ADR's</i>		<i>Fondo México</i>		<i>Libre suscripción</i>		<i>Total</i>	
	<i>Monto</i>	<i>(%)</i>	<i>Monto</i>	<i>(%)</i>	<i>Monto</i>	<i>(%)</i>	<i>Monto</i>	<i>(%)</i>
<b>Diciembre 1991</b>								
Telmex A	392.18	2.86	21.05	4.49	191.27	6.46	604.51	3.52
Telmex L	10 765.07	73.61	31.44	6.7	450.26	15.21	11 246.78	65.53
Total	13 733.46	100.00	469.03	100.00	2 960.97	100.00	17 163.46	100.00
<b>Diciembre 1992</b>								
Telmex A	388.81	1.84	27.13	4.53	174.39	3.42	590.34	2.20
Telmex L	15 479.46	73.18	409.70	6.79	494.02	9.69	16 014.75	59.64
Total	21 153.95	100.00	599.07	100.0	5 096.98	100.00	26 850.00	100.00
<b>Diciembre 1993</b>								
Telmex A	563.23	1.58	28.88	4.12	170.78	1.34	735.90	1.55
Telmex L	20 255.88	59.56	42.92	6.12	1 067.69	8.36	21 336.62	44.98
Total	33 959.55	100.00	701.2	100.0	2 775.38	100.00	47 436.13	100.00

FUENTE: Anuario Bursátil, Bolsa Mexicana de Valores, 1991, 1992, 1993.

tiene un papel decisivo en la formación del precio de esas acciones, y como estos valores son básicos para la formación del IPC, se concluye que las fluctuaciones de los precios de las acciones de Telmex debido a los movimientos de los inversionistas extranjeros determinan el curso del IPC y del mercado accionario local.

### *Inversión extranjera en el mercado de dinero*

Analizamos ahora la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de dinero y más particularmente en los títulos de deuda pública que fueron el destino dominante de aquellas inversiones en este mercado. El cuadro 3 resume la evolución seguida por esta inversión en los principales títulos públicos.

Como puede observarse en dicho cuadro, la inversión extranjera en títulos de la deuda pública dentro del mercado de dinero creció aceleradamente en el periodo transcurrido entre 1991 y 1993, ya que medida en dólares pasó de 5 500 millones a 22 000 millones de dicha moneda. Dentro de ello, la parte dominante de estas inversiones se

Cuadro 3  
Inversión extranjera en mercado de dinero (1)  
(Saldos al cierre del mes en millones de nuevos pesos)

	CETES		PAGAFES		BONDES		TESOBONOS		AJUSTABONOS		TOTAL	
	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Abs.	%	Pesos	Dólares (3)
Diciembre 1991	9 075.13	54.10%	64.81	0.30%	2 231.14	13.27%	790.09	4.70%	4 641.52	27.62%	16 802.69	5 466.28
Diciembre 1992	28 539.85	64.30%	0.00	0.00%	3 856.81	8.69%	615.56	1.38%	11 355.83	25.59%	44 368.05	14 206.87
Diciembre 1993 (2)	48 153.45	70.09%	0.00	0.00%	2 602.44	3.78%	3 863.17	5.62%	14 081.62	20.50%	68 700.68	22 083.15

FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores

(1) Tenencia externa de valores gubernamentales

(2) Cierre del 24/12/93

(3) en millones de dólares



canalizó a los Certificados de la Tesorería, los que en 1993 representaban el 70% del total de inversiones extranjeras en este tipo de instrumento. Esa dinámica de la inversión extranjera de cartera hacia el mercado de dinero se explica por dos razones básicas.

Por una parte, debido al atractivo rendimiento en términos de dólares y en comparación con colocaciones similares en Estados Unidos ofrecidos por estos títulos públicos, y particularmente los CETES. Esta atracción de capitales al país se mantuvo aún con el cambio en las tasas de interés en los Estados Unidos registradas desde 1992, a causa de que se incrementaron los rendimientos reales de los títulos públicos mexicanos. Pero esa evolución creciente de la inversión extranjera de cartera en la compra de títulos públicos dentro del mercado de dinero, se explica también porque este mercado tenía una articulación funcional con el mercado accionario, ya que los inversionistas extranjeros en este último mercado utilizaban el mercado de títulos públicos como el espacio seguro y altamente rentable donde invertir sus fondos cuando realizaban una toma de utilidades accionarias y en tanto decidían nuevas oportunidades de inversión en acciones. En consecuencia existiría una relación entre la inflación en la valuación de mercado de las acciones internacionales de México y la expansión del mercado de títulos de deuda pública, por lo cual en este último se expanden las colocaciones de títulos públicos siguiendo endógenamente las fluctuaciones del mercado accionario, esto con el fin de retener en el país aquellas inversiones extranjeras de cartera y evitar presiones en el sector externo de la economía.

### *Tensiones micro y macroeconómicas por las nuevas relaciones de México con las finanzas internacionales*

El éxito de México para atraer capitales al país no fue sólo resultado de la abundancia de fondos en los mercados internacionales y de los atractivos precios que tenían las acciones de las grandes compañías mexicanas. Para lograr ese resultado fue extremadamente importante que el Gobierno creara el entorno macroeconómico y financiero propicio para atraer la inversión extranjera de cartera mediante la articulación de políticas cambiarias, de tasas de interés, de finanzas públicas y de estabilización económica, las que fueron analizadas en el capítulo 7. Desde este punto de vista puede señalarse que la reforma financiera tuvo resultados satisfactorios en tanto contribuyó a que el

Gobierno y un segmento de grandes empresas privadas mexicanas establecieran nuevos vínculos con las finanzas internacionales logrando captar grandes montos de fondos en el exterior.

Sin embargo, las nuevas relaciones con las finanzas internacionales provocan tensiones que afectan la evolución económica del país tanto a nivel micro como macroeconómico.

En relación con lo primero se presenta el problema de internalizar en el aparato económico un flujo extraordinario de inversiones externas de corto plazo, lo que en algunos contextos de análisis se formula como el problema de "transmitir" esos fondos a la economía real. Ello está condicionado al hecho de que segmentos sustanciales de estos movimientos financieros ocurren en los mercados secundarios sin producir un efecto positivo en el financiamiento neto a las empresas. Esto se hace aún más complejo porque por su propia naturaleza como inversiones de cartera de corto plazo, éstas pueden desplazarse fácilmente hacia opciones de inversión más atractivas en mercados de otros países sin estar obligados a fijarse en un país por periodos definidos. Por último, el predominio de las operaciones en los mercados secundarios y la volatilidad dada por su carácter como inversión financiera de corto plazo contribuyen a que aquella afluencia de capitales genere una "burbuja" financiera en la que se incrementa la rentabilidad financiera en detrimento de la rentabilidad en otras actividades económicas, y eso dificulta aún más las posibilidades de lograr una transmisión eficiente de los fondos hacia el financiamiento de actividades productivas. Asimismo, esta "burbuja" financiera y el desaliento a la producción que ella promueve es un factor de inestabilidad para la marcha de la economía ante la posibilidad de ajustes bruscos en los que se tienden a resolver estas situaciones.

Por otra parte, a nivel macroeconómico la entrada masiva de inversiones de cartera de corto plazo, como la recibida por México en esos años, representa un factor de creación endógena de dinero debido a la monetización de las divisas ingresadas al país por aquel concepto, con lo cual se introducen presiones inflacionarias en la economía por aquella expansión del circulante. Esto impone al Banco de México la necesidad de aplicar políticas de esterilización monetaria buscando anular aquel efecto expansivo de la inversión extranjera, con lo que se deben generar reservas elevadas que en el caso de México se hicieron posibles en parte por la disposición de recursos obtenidos con la privatización de empresas públicas realizada por el Gobierno durante estos años.

Sin embargo, esa endogenización monetaria restringe el alcance de instrumentos tradicionales para el control de la oferta monetaria aplicados por los Bancos Centrales, como son los controles cuantitativos del crédito interno. En su lugar, si se desea controlar dicho crédito interno se debe regular la tasa de interés real mediante operaciones de mercado abierto. Esto es complejo porque al mismo tiempo esa tasa de interés real es un instrumento principal para mantener la atracción de los capitales externos, siempre y cuando se produzca una adecuada combinación de dicha tasa con una estabilidad cambiaria que asegure la competitividad de los rendimientos en dólares para los inversionistas extranjeros. Asimismo, esta gestión de la tasa de interés real por parte del Banco Central también puede afectar negativamente la producción y la competitividad internacional de las empresas locales si alienta una dinámica de costos financieros adversos para las mismas.

Este conjunto contradictorio de objetivos para el mismo instrumento que es la tasa de interés real, inducido por la situación financiera externa, puede hacer que las políticas de tasas de interés aplicadas por el Banco Central generen señales de mercado confusas para los agentes económicos, afectando negativamente la marcha de la economía y aun de los propios mercados financieros.

Por otra parte, la afluencia masiva de inversiones extranjeras de corto plazo en el marco de procesos de desregulación, liberalización y apertura económica como los desarrollados por México en estos años, crea tensiones entre el nuevo flujo de inversión extranjera de cartera y el entorno macrofinanciero creado por el Gobierno, las que pueden desembocar en desequilibrios globales de la actividad económica. Principalmente nos referimos a las tensiones que se generan entre la apertura comercial externa, el uso del tipo de cambio como "ancla" para la estabilización y el de la tasa de interés real como variable para fijar la inversión extranjera en el país. Esta tensión contenía un alto potencial de desequilibrio ante factores que amenacen la viabilidad del tipo de cambio estable o que cuestionen la permanencia de los capitales externos en el país, pudiendo dar lugar a un circuito explosivo de alzas en las tasas de interés y amenaza devaluatoria.

Los graves hechos políticos ocurridos en el país durante 1994, sumados al alza en las tasas de interés en los Estados Unidos en marzo de dicho año, generaron una aceleración de esta tensión en la dirección indicada. Frente a las presiones devaluatorias y a la salida de inversionistas

extranjeros del país debidas a la incertidumbre generada por esos hechos, el Banco Central fue cambiando la estructura del portafolio de títulos de deuda pública ofrecido a los inversionistas nacionales y extranjeros, dando un creciente predominio a un título de cobertura cambiaria denominado en dólares como eran los Bonos de la Tesorería de la Federación (Tesobonos), lo que se registra en el cuadro 4.

CUADRO 4  
Inversión extranjera en Mercado de Dinero. Evolución de Cetes y Tesobonos en 1994

1994	Cetes <sup>1</sup>	Tesobonos <sup>1</sup>	Total <sup>1, 2</sup>	Total <sup>2, 3</sup>	Tesobonos a total %
Enero 28	48 808.20	4 483.76	69 522.76	22 381.21	6.45
Febrero 24	54 726.01	5 318.06	77 830.07	24 962.34	6.83
Marzo 30	50 817.74	10 268.90	78 058.20	23 477.57	13.16
Abril 28	36 417.16	23 253.09	73 405.28	22 466.65	31.68
Mayo 26	32 756.47	30 271.60	75 632.10	22 854.41	40.02
Junio 30	30 819.86	35 522.05	78 192.61	23 089.51	45.43
Julio 28	27 412.91	44 025.89	82 381.25	24 216.25	53.44
Agosto 31	24 993.76	55 955.45	87 156.91	25 774.63	64.20
Septiembre 29	24 159.20	52 594.63	84 255.62	24 659.62	62.42.
Octubre 27	25 015.64	50 340.65	83 757.24	24 450.39	60.10
Noviembre 30	19 045.10	54 850.66	78 127.19	22 704.13	70.21
Diciembre 23	13 818.98	66 143.73	83 904.21	17 167.10	78 83
Dic. 94/Dic. 93	-71.02	1 558.9	23.48	-21.43	

FUENTE: BMV

<sup>1</sup> Millones de nuevos pesos.

<sup>2</sup> Incluye Pagafes, Bondes y Ajustabonos.

<sup>3</sup> Millones de dólares.

Estos Tesobonos tuvieron una expansión de 1 500% en el curso del año mientras que el saldo de Cetes se redujo 71% en el mismo lapso, con lo cual los Tesobonos pasaron a representar el 78% del total entre dicho título y los Cetes. Esta configuración de la deuda pública no consiguió generar la confianza suficiente para retener las inversiones en el país, lo que junto con el incremento de los déficits en la cuenta

corriente de la balanza de pagos habría de desembocar en la devaluación de diciembre de 1994 y en la llamada crisis de los Tesobonos, con lo cual se cerró este ciclo de financiamiento externo iniciado en 1989.

### ***Bibliografía***

- Banco de México (varios años), *Indicadores Económicos*, México.
- (varios años), *Informe Anual*, México.
- Bacha, Edmar (1993), *Latin America's reentry into private financial markets: Domestic and international policy issues*, IDB-ECLAC working papers on trade in Western Hemisphere 40, Washington.
- FMI (1994), *Perspectivas de la economía mundial en 1994*, Washington.
- (1995), *Private market financing for developing countries*, Washington.
- Dynenzon, Marcelo y Hopenhayn, Benjamín (1987), *El régimen monetario internacional y la crisis de la deuda*, Centro de Investigaciones Sociales sobre el Estado y la Administración, Buenos Aires.
- Fry, Maxwell J. (1990), *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, Cemla-Felaban, México.
- Grabbe, Orlin J. (1991), *International financial markets* (Second edition).
- Lerliche, C. y Ejea, G. (1994), "Mercado de valores y financiamiento en la transición actual de la economía mexicana", en *Transiciones financieras y TLC*, A. Gutiérrez y C. Garrido (coords.), Editorial Ariel, México.
- McKinnon, Ronald I. (1974), *Dinero y Capital en el desarrollo económico*, Cemla, México.
- (1993), *The order of economic liberalization*, The John Hopkins University Press, Baltimore.
- Mansell Carstens, Catherine (1994), *The internationalization of financial system*, paper prepared to "The global and comparative analysis of financial institutions", Bellagio Conference and Study Center, Italy.
- Régniez, Jacques (1989), *Les nouveaux produits financiers*, Editions La Découverte, París.
- Sachs, Jeffrey y Larrain, Felipe (1993), *Macroeconomía en la economía global*, Prentice Hall.
- Zini, Álvaro Antonio (1994), *Capital flows, monetary instability and financial sector reform in Brazil*, Interamerican Development Bank, Research Division, Washington.



## 10. Tamaño, estructura y desempeño de la banca comercial en México

El objetivo de este capítulo es analizar al segundo gran actor del nuevo sistema financiero mexicano que es la banca comercial privatizada en 1990.<sup>1</sup> Para ello primero consideramos el tamaño relativo y la estructura del sistema de bancos comerciales, visto en perspectiva internacional comparada. Luego analizamos el desempeño de esta nueva banca, estudiando primero su evolución en cuanto a captación, financiamiento y situación de la cartera crediticia, y en segundo término se considera el comportamiento de los bancos en tanto entidades económicas, utilizando para ello la misma aproximación internacional comparada que se usó en el primer punto.

<sup>1</sup> Ésta es una afirmación polemizable ya que los bancos comerciales están integrados dentro de grupos financieros, por lo que en estricto sentido estos últimos serían los principales actores nacionales del nuevo sistema financiero. Sin embargo, hay dos razones analíticas relevantes que justifican nuestra selección de los bancos comerciales como ese “segundo actor” mencionado en el texto. La primera razón es que para los agentes económicos que sólo pueden financiarse en el país, los bancos son el principal agente financiero de referencia, por lo que su evaluación es prioritaria en términos de las preocupaciones anotadas al final del capítulo 7. La segunda razón que justifica nuestra elección es que los grupos financieros surgidos de la privatización tienen un bajo grado de integración como tales, y su acción ha estado dominada por uno u otro de los agentes financieros que los componen. Sin embargo, hay acciones efectivas desarrolladas por los grupos financieros cuyo estudio es extremadamente relevante y sobre las cuales hay algunos importantes trabajos que se mencionan en la bibliografía.

### *Tamaño y estructura comparada del sistema de bancos comerciales mexicanos*

El cuadro 1 resume un conjunto de indicadores mediante los que se compara el tamaño y estructura del sistema de bancos comerciales mexicanos respecto al de seis de los países más importantes de la OCDE.

En la primera parte de este cuadro se presentan medidas de tamaño absoluto, en la segunda se estima el tamaño medio de banco, la tercera registra medidas relativas a la población y en la última se anotan algunos rasgos de la estructura bancaria.

Como ya se había señalado al considerar el tamaño comparado del sistema financiero en el capítulo 8, el número de bancos en México es marcadamente más reducido que en los otros países considerados. Pero aún más notorio es el reducido tamaño de este conjunto de bancos medido por sus activos totales. Para efectos de comparación puede señalarse que el total de los activos de los bancos mexicanos equivale al 39% de los activos del mayor banco japonés, o al 74% de los del CitiCorp, o finalmente son menores que los activos de los dos mayores bancos de Canadá.

Viendo el tamaño medio de los bancos en cada país, se observa que en el caso mexicano los activos, el número de empleados y la cantidad de sucursales promedio por banco son muy elevados en comparación con los otros países. Esto se explica por el hecho de que el reducido número de bancos en el sistema hace que un limitado volumen global de los negocios bancarios en México se manifieste en elevados valores promedio por entidad. Para delimitar los alcances de la comparación es necesario destacar que en el caso de Estados Unidos hay un sesgo en el tamaño medio de banco que se registra, debido a la gran cantidad de pequeños bancos que existen en dicho sistema. Asimismo, en el caso de Inglaterra, el bajo volumen de los activos por banco refleja la difícil situación por la que atraviesa la banca de este país.

La situación relativa del banco medio mexicano queda mejor definida al considerar el volumen de activos por empleado y por sucursal, que son marcadamente más bajos que los de los otros países, sugiriendo un problema de eficiencia en el sistema sobre el que se volverá más adelante.

Dos indicadores interesantes del reducido tamaño relativo que tiene el sistema de bancos comerciales mexicanos, comparado con el de otros países, son el número de habitantes por sucursal y por cajero



CUADRO 1

Comparación internacional del tamaño y estructura de la banca comercial mexicana

	México	E. Unidos	Canadá	Japón	España	Francia	Inglaterra
<b>TAMAÑO ABSOLUTO<sup>1</sup></b>							
Número bancos <sup>2</sup>	18	13,791	66	145	154	385	47
Activos totales (mill. dólar) <sup>2</sup>	158,848	2,959,000	477,931	5,531,551	n.d.	1,473,064	282,909
Número empleados <sup>2</sup>	166,261	1,530,000	177,000	397,000	157,000	360,700	399,300
Número sucursales <sup>2</sup>	4,447	49,519	7,307	14,045	16,836	20,828	12,789
Número cajeros automáticos <sup>2</sup>	4,057	58,500	6,894	68,200	n.d.	12,000	11,000
<b>TAMAÑO MEDIO DE BANCO</b>							
Activos por banco (mill. dólar) <sup>2</sup>	8,825	214,056	7,241	38,413	n.d.	3,826	6,019
Activos por empleado (mill. dólar)	0,955	1,934	2,700	13,933	n.d.	4,084	0,709
Empleados por banco	9,236	111	2,682	2,771	1,019	936	8,496
Activos por sucursal (mill. dólar)	35.7	59.7	65.4	393.8	n.d.	70.7	22.1
Sucursales por banco	247	3.6	111	99	109	54	272
<b>EN RELACIÓN A LA POBLACIÓN</b>							
Habitantes por sucursal	18,270	4,973	3,599	8,764	2,314	2,683	4,472
Habitantes por cajero automático	20,027	4,210	3,815	1,805	n.d.	4,658	5,200
<b>ESTRUCTURA</b>							
Activos totales/PIB <sup>2</sup>	41.06%	56.53%	69%	192%	n.d.	155%	89%
Captación (M2)/PIB <sup>3</sup>	29%	61%	51%	113%	74%	42%	94%
Concentración C4 (%act. tot.)	80%	19%	90%	n.d.	51%	48%	79%

<sup>1</sup> Inglaterra: Los datos corresponden a ocho grupos financieros sobre base mundial, pero el número de bancos es el de las entidades independientes que conforman los grupos; Estados Unidos: 11,393 entidades con menos de 300 millones de dólares en activos; Canadá: con 7 nacionales + 59 extranjeros; Francia: incluye cooperativas (OCDE 1992b). En 1990, en Francia se reducen las sucursales a 12,967 y los empleados a 236,300.

<sup>2</sup> México, 1992; Estados Unidos y Francia, 1988; España, 1990; resto, 1989.

<sup>3</sup> Datos para 1991.

FUENTE: Elaboración propia con base en datos de CNB, J.P. Morgan 1992, Swary y Topf 1992, OCDE 1992, OCDE 1992b, FMI 1993.

automático. Esto muestra la insuficiente vinculación de los bancos con la población, por lo que, se había señalado anteriormente, es un problema importante para limitar la canalización del ahorro al sistema financiero, afectando el propio nivel de ahorro de las familias. En cuanto al reducido número de cajeros automáticos por habitante, indica un factor similar al anterior además de un elemento que incrementa los costos de operación de la banca, así como sugiere el atraso en el sistema de pagos mencionado más arriba.

Otro elemento a considerar en esta comparación internacional del sistema bancario mexicano es el de su estructura, en lo que destaca la baja penetración de los bancos mexicanos en la economía nacional, medida por la importancia de los activos y la captación respecto al PIB. Junto con ello se observa la elevada concentración de los cuatro mayores bancos mexicanos, medida como proporción de los activos totales. Sin embargo, éste es un rasgo que la estructura bancaria mexicana comparte con otros casos como el de Canadá e Inglaterra. Al respecto cabe anotar que estudios recientes sobre concentración y eficiencia bancaria en México muestran que no hay una relación positiva entre ambas (Sánchez, 1993).

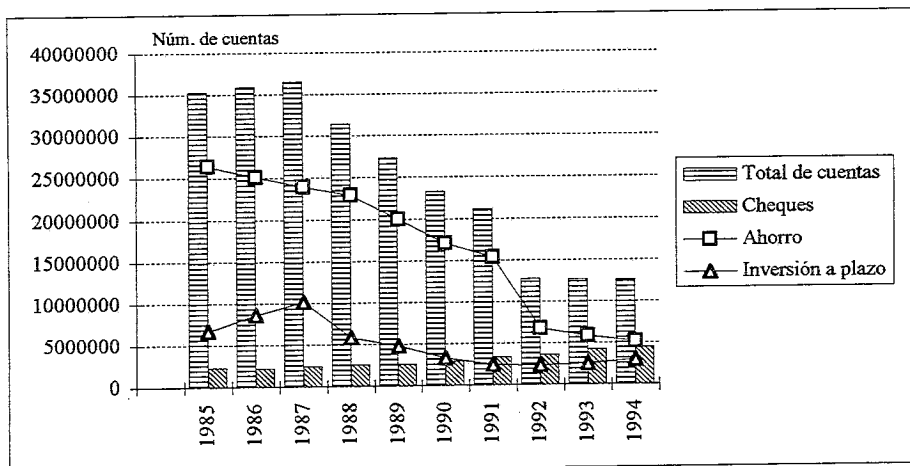
### *Desempeño del sistema de bancos comerciales en relación con los servicios financieros básicos que ofrece*

Desde su privatización en 1990, los bancos comerciales registraron una fuerte contracción en el número total de cuentahabientes, ya que esta cifra cayó desde el orden de los 23 millones de cuentas en 1990 a un poco más de 12 millones en 1994, como puede verse en la gráfica 1.

Esta caída se explica principalmente por la brusca contracción de las cuentas de ahorro entre 1990 y 1992, cuando se cerraron más de 10 millones de este tipo de cuentas en razón de los nuevos criterios en cuanto a costos de este servicio por parte de los banqueros. Sin embargo, ello sólo aceleró una tendencia a la baja en las cuentas de ahorro que se registraba por lo menos desde 1985, inducida por el efecto de la inflación durante aquellos años.

En contraste, durante este periodo aumentó el número de cuentas de cheques, ya que pasó del orden de tres millones en 1990 a una cantidad de 4 y medio millones de cuentas en 1994. Como se desprende de esto, el avance en el número de cuentas durante estos años está

GRÁFICA 1  
Número de cuentas en los bancos comerciales



FUENTE: Boletín Estadístico de Banca Múltiple. Comisión Nacional Bancaria. Varios años.

lejos de haber resuelto el problema de sub-bancarización tradicional en México, señalada en el punto anterior.

Esto se hace aún más evidente si se consideran los grados de concentración de los depósitos entre ese relativamente reducido número de cuentahabientes en el país, por ejemplo con los datos para junio de 1994 que se resumen en el cuadro 2. Conforme a lo que allí se observa, el 3.6% de cuentas tiene más del 50% de los fondos depositados en la banca comercial, y por el contrario, el 58% de los cuentahabientes tiene menos del 5% de los depósitos totales.

Por otra parte, la red de sucursales de la banca comercial no sufrió un incremento significativo en el ya bajo número de las mismas en el país, dado que éstas pasaron de 4 477 en 1990 a 5 051 en 1994. En cambio, el número total de empleados bancarios tuvo un incremento inicial superior a este aumento de las sucursales, lo que significó un aumento del número de empleados por sucursal, como puede verse en el cuadro 3.

Sin embargo, esta tendencia se revirtió posteriormente para alcanzar en 1994 los mismos valores que tenía en el momento de la privatización bancaria.

CUADRO 2  
Concentración de depósitos en cuentas de cheques  
Junio 1994

<i>Rangos en miles de N\$</i>	<i>Cuentas de cheques</i>				<i>Saldo promedio (N\$)</i>
	<i>Núm. de cuentas</i>	<i>% del total</i>	<i>Saldos (mN\$)</i>	<i>% del total</i>	
Hasta 1	1,395,929	30.60%	590,000	0.64%	423
Más de 1 a 5	1,248,932	27.37%	3,898,000	4.22%	3,121
Más de 5 a 10	756,283	16.57%	5,460,000	5.92%	7,219
Más de 10 a 50	861,519	18.88%	24,245,000	26.30%	28,142
Más de 50 a 100	178,740	3.92%	11,606,000	12.59%	64,932
Más de 100 a 250	83,554	1.83%	14,075,000	15.27%	168,453
Más de 250 a 500	23,703	0.52%	7,913,000	8.58%	33,840
Más de 500 a 1000	9,022	0.19%	6,708,000	7.29%	743,516
Más de 1000	5,237	0.11%	17,684,000	19.19%	3,376,742
TOTAL	4,562,919	100.00%	92,179,000	100.00%	20,202

FUENTE: Indicadores Económicos Banxico.

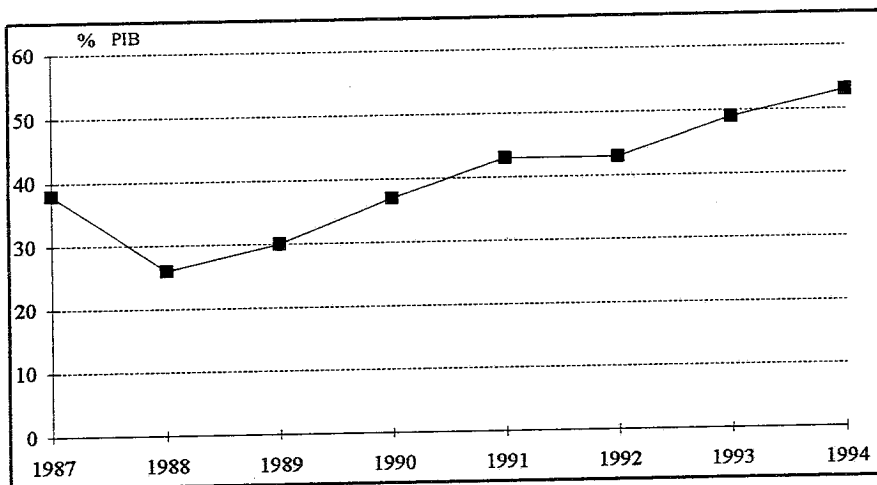
CUADRO 3  
Sucursales y empleados en el sistema bancario

	<i>Número de sucursales</i>	<i>Número de empleados</i>	<i>Empleados por sucursal</i>
1985	4 455	126 068	28
1986	4 435	125 171	28
1987	4 476	127 597	29
1988	4 498	125 398	28
1989	4 511	124 756	28
1990	4 477	126 683	28
1991	4 257	156 864	37
1992	4 208	157 733	37
1993	4 473	151 379	34
1994	5 051	145 729	29

FUENTE: *Ibid.* gráfica 1.

Con esta evolución en su estructura, los bancos comerciales incrementaron la captación de dinero del público en 15 puntos porcentuales del PIB entre 1990 y 1994, como puede verse en la gráfica 2.

GRÁFICA 2  
Captación total/PIB



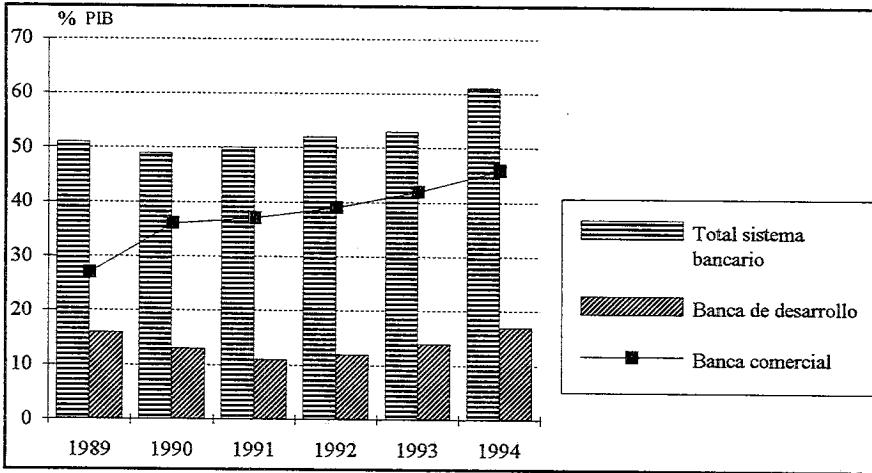
FUENTE: *Ibid.* gráfica 1.

Por lo que se refiere al financiamiento otorgado por la banca comercial, éste se incrementó en el orden de los 16 puntos del PIB entre 1990 y 1994, aumentando su participación en el conjunto del financiamiento otorgado por el sistema bancario, ya que el aumento de su financiamiento se vio acompañado por un retroceso en el financiamiento otorgado por la banca de desarrollo en el mismo periodo, como puede verse en la gráfica 3.

Sin embargo, lo que es más significativo en la evolución del financiamiento bancario durante este periodo fue la distribución de este financiamiento entre sectores institucionales, como se aprecia en la gráfica 4.

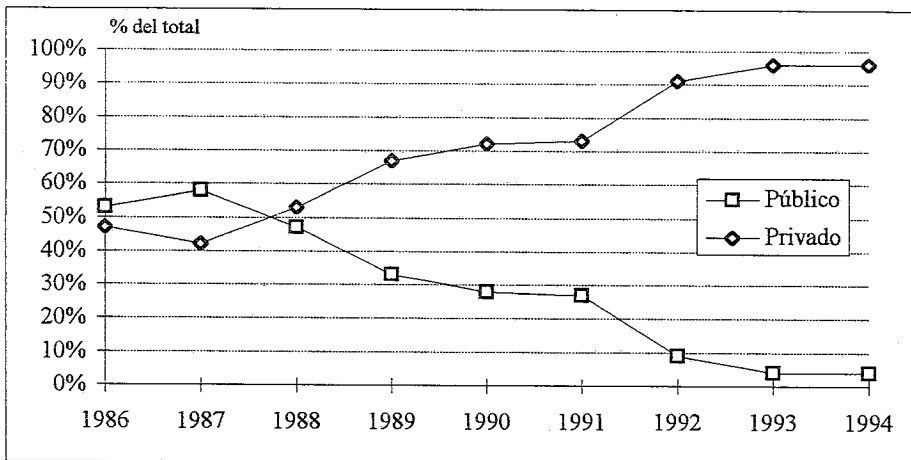
Desde 1988 se registró un cambio radical de tendencias en cuanto al financiamiento que la banca comercial otorgaba a los sectores público y privado, reflejando tanto los efectos de la reforma económica estructural como la reforma financiera a las que hicimos referencia en el capítulo 7. Esto significó para el sector privado un incremento extraordinario del financiamiento que le otorgaba la banca comercial, cambiando la tendencia que se había producido en los años de la crisis.

**GRÁFICA 3**  
**Financiamiento bancario**  
**(como porcentaje del PIB)**



FUENTE: Elaboración propia con información de Banxico.

**GRÁFICA 4**  
**Financiamiento de la banca comercial**  
**(por sector institucional)**

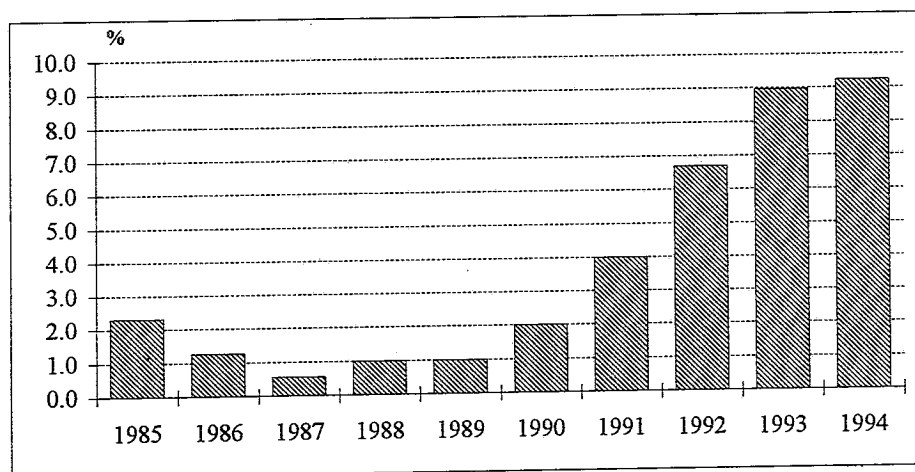


FUENTE: Indicadores Económicos Banxico.

El financiamiento al sector privado se realizaba a elevadas tasas de interés real y respondía a una demanda muy expansiva por crédito, cuyos destinos principales eran financiar compras de automóviles, viviendas, bienes durables y el uso de tarjeta de crédito. Este financiamiento se mantuvo con una tendencia creciente para luego estancarse en 1994.

Sin embargo, este ciclo de financiamiento tuvo una evolución problemática debido al comportamiento desfavorable de la relación entre cartera vencida y cartera vigente, como puede verse en la gráfica 5.

GRÁFICA 5  
Cartera vencida/cartera total



FUENTE: Elaboración propia con información de Banxico.

En el periodo previo a la privatización esta relación era muy favorable dado que la mayor parte del crédito se canalizaba hacia el Gobierno, eliminando de hecho cualquier riesgo de insolvencia. Con la privatización de los bancos y el incremento del crédito al sector privado que hicimos referencia, se aumentaron los riesgos de incumplimiento por parte de quienes tomaban créditos. Sin embargo, el comportamiento de los deudores bancarios se fue haciendo crecientemente desfavorable desde 1992, como lo muestra el incremento brusco de la relación entre cartera vencida y cartera vigente, y esta tendencia se ha agudizado desde entonces con severos efectos para el negocio bancario y para el conjunto de la actividad económica en el país.

Las causas de esta evolución desfavorable en la cartera vencida son complejas y aún está en discusión cuál podría haber sido el factor más relevante que desencadenó ese proceso. En principio es posible señalar al respecto por lo menos tres dimensiones principales.

Por una parte, una tendencia al sobreendeudamiento por parte de los prestatarios de los créditos con base en expectativas de una evolución progresiva de sus ingresos, en un contexto de estabilidad de precios y cambiaria. Por otra, los banqueros privados expandieron muy rápidamente la oferta de créditos al impulso de las extraordinarias utilidades que se obtenían en este tipo de financiamiento, aunque al mismo tiempo lo hicieron con un bajo nivel de análisis del riesgo, determinados por la debilidad que tenían para ello sus departamentos de crédito luego de los años de banca nacionalizada. Por último, debido a distintas causas la actividad económica se fue deteriorando y perdiendo dinamismo, erosionando las condiciones para el cierre de los circuitos de financiamiento que estamos analizando.

En cualquier caso, este deterioro de la cartera crediticia afectó la marcha de los nuevos bancos privados revirtiendo el ciclo de grandes utilidades iniciales, a consecuencia de la necesidad de incrementar sus reservas y su capitalización en atención a las exigencias regulatorias de la SHCP.

### *Desempeño de los bancos comerciales como entidades económicas*

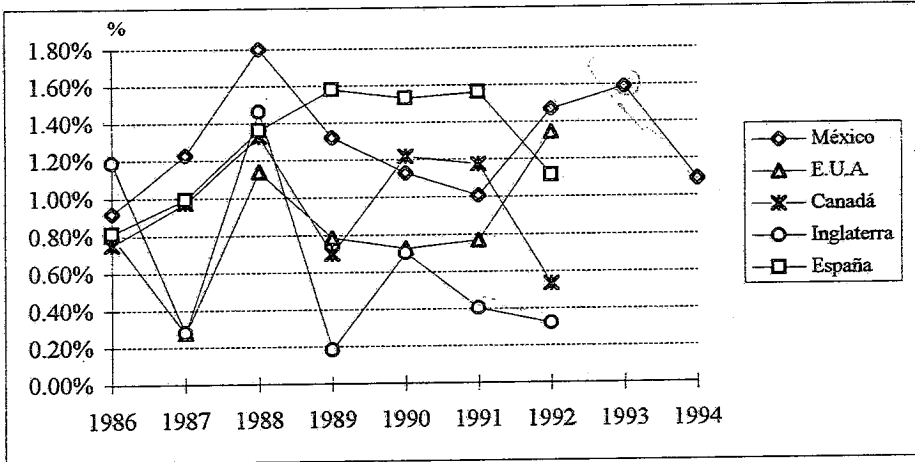
Consideramos ahora el desempeño seguido por el conjunto de bancos comerciales en tanto entidades económicas, asumiendo una perspectiva internacional comparada como la adoptada en el primer punto de este capítulo.

Comenzamos analizando un primer conjunto de indicadores que se refieren a la rentabilidad bancaria. En términos generales, estos indicadores muestran que la banca mexicana ha tenido un desempeño muy superior a los bancos de los países con los que se compara, aun respecto a España, que destacó internacionalmente en los últimos años por la evolución de su banca luego de la liberalización. Entre las medidas de rentabilidad que se presentan, destacan los rendimientos sobre activos (ROA) y los rendimientos sobre capital (ROE).

El ROA está muy por encima de los niveles que presenta en los bancos de otros países, como se observa en la gráfica 6. Sin embargo,



GRÁFICA 6  
Rentabilidad sobre activos (ROA)



FUENTE: Elaboración propia con base en información de CNB y OCDE.  
ROA: Utilidad neta anualizada/promedio del capital contable sin revaluaciones.

desciende desde 1989 por el impacto de las pérdidas que tuvo el Banco Internacional y por el incremento de 50% en los activos que se produjo a consecuencia de incorporar en el balance las cuentas maestras anteriormente registradas fuera de la hoja de balance.

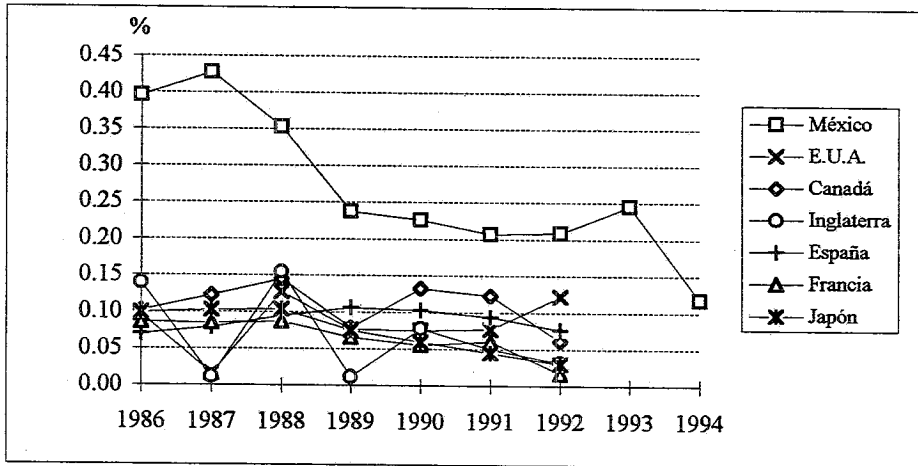
Luego se registra un fuerte incremento entre 1991 y 1993 para posteriormente caer fuertemente en 1994.

Por su parte, la rentabilidad sobre el capital (ROE), registrada en la gráfica 7, también alcanza niveles muy superiores en la comparación internacional, aunque ha ido descendiendo para aproximarse a las condiciones de rentabilidad de algunos sistemas bancarios. Sin embargo, al igual que el ROA, este indicador de rentabilidad también cae bruscamente en 1994.

Los elevados niveles de rendimiento de la banca mexicana que muestran estos indicadores responden a varias causas.

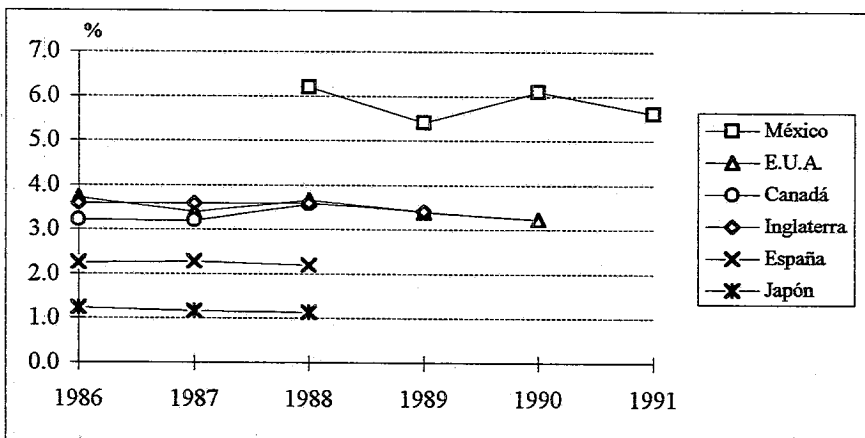
En primer lugar, a los importantes ingresos por intereses, como lo indica el nivel del margen de interés neto en la gráfica 8, el que se ubica por encima del que perciben los bancos de otros países. También influyó en ese nivel de rentabilidad el gran volumen de operaciones concretadas en estos años debido a la fuerte expansión de los préstamos

**GRÁFICA 7**  
**Rentabilidad sobre capital (ROE)**



ROE: Utilidad neta anualizada/promedio del capital contable sin revaluaciones.  
 FUENTE: *Ibid.* gráfica 6.

**GRÁFICA 8**  
**Margen de interés neto**



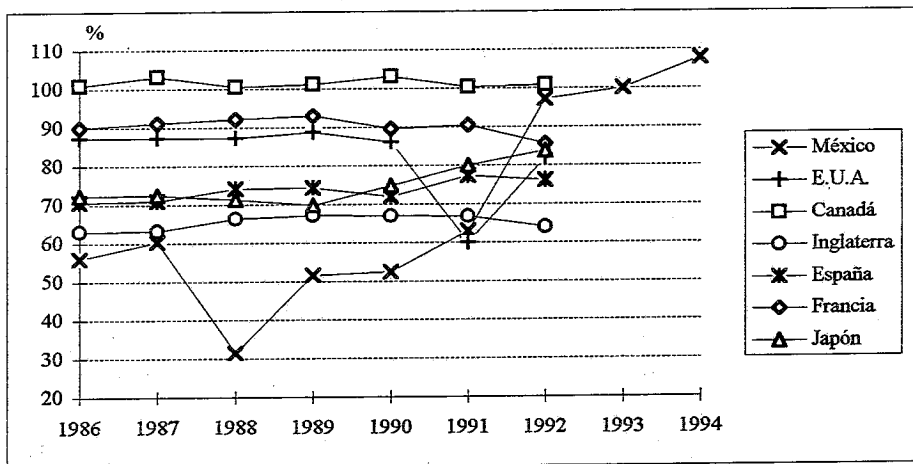
FUENTE: *Ibid.* gráfica 6.

a la que se hizo referencia anteriormente. En particular, esos ingresos por intereses corresponden a los préstamos a individuos para bienes durables, vivienda, etc., que fue un segmento de alta rentabilidad en estos años.

En cambio, a diferencia de lo que ocurre en otros países, en México los ingresos distintos de intereses no ocupan todavía un lugar importante en la rentabilidad de la banca. Por lo tanto, éste resulta un campo de fuerte potencialidad para la expansión de los rendimientos de la banca mexicana en los próximos años.

Un segundo factor importante para la rentabilidad bancaria mexicana es la favorable situación en el fondeo de los bancos durante estos años, proporcionando fondos a bajo costo para atender las demandas de financiamiento. Asimismo, los bancos han captado fondos en los mercados internacionales a tasas más bajas que las del mercado local. Ambas causas han permitido que los bancos pudieran abastecer el muy fuerte incremento de la demanda de préstamos en el país, manteniendo márgenes significativos de interés neto, como se observa en la gráfica 9.

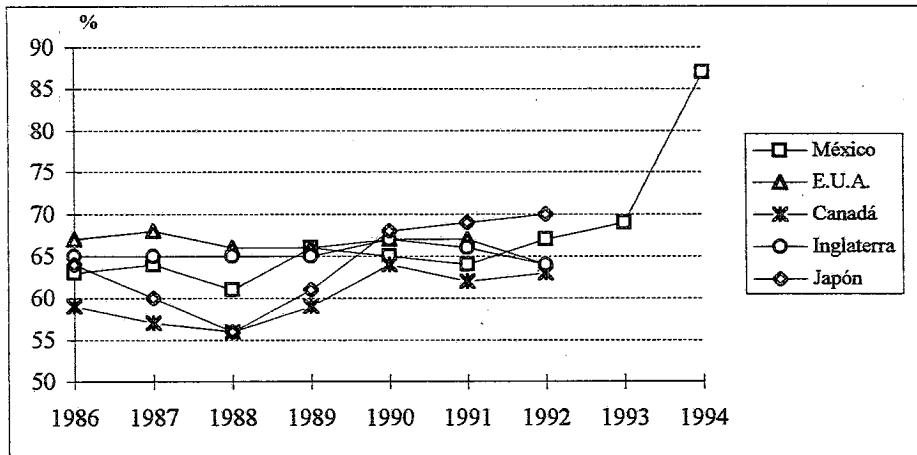
GRÁFICA 9  
Préstamo/depósitos y abonos



FUENTE: *Ibid.* gráfica 6.

En tercer lugar, el principal indicador de eficiencia, que es la relación entre costo operativo total e ingreso operativo, muestra que la banca mexicana se encuentra en rangos comparables con la banca internacional. Sin embargo, hay que destacar que la reducción de este indicador en México durante los últimos años, que se observa en la gráfica 10, es resultado del aumento de los ingresos más que de la reducción de los costos. Esta situación se revierte aceleradamente desde 1992, y más aún en 1994 con la reducción de ingresos por el incremento de la cartera vencida.

GRÁFICA 10  
Costo operativo total/ingreso operativo



FUENTE: *Ibid.* gráfica 6.

Por último, ha habido otros factores centrales para que persista el diferencial entre tasas pasivas y activas como determinante de la elevada rentabilidad. Éstos han sido la oligopolización del mercado bancario y la subsistencia de barreras a la entrada para la competencia extranjera en los mercados de financiamiento más rentables, como son los de bienes durables e hipotecas.

Esto ha restringido la fuerza que podría haber tenido la competencia para reducir aquel diferencial, y es de prever que la situación continúe así por algunos años dados los tiempos para la apertura

negociados en el Tratado de Libre Comercio, así como el lento crecimiento del número de bancos que concurren al mercado local.

Lo anterior se relaciona con la situación comparativa de los indicadores de productividad de la banca mexicana respecto a la banca internacional. La productividad por empleado ha aumentado en los últimos años para ubicarse por encima de los niveles internacionales, mientras que la productividad por sucursal se ha mantenido oscilando en torno a valores comparables con los de la banca de países desarrollados.

Sin embargo, subsiste un elevado número de empleados por sucursal en los bancos mexicanos en comparación con los de otros países, ello a pesar de las reducciones de personal registradas desde la privatización de los bancos, hecho al que hicimos referencia anteriormente.

Por ejemplo, mientras que en 1992 todavía había en México 37 empleados por sucursal y relaciones de margen a ingreso financiero del orden del 25%, en España había 9 empleados por sucursal y aquella relación estaba en el nivel de 34%. Esto sugiere que en la banca mexicana hay un importante campo de acción para incrementar la productividad, lo que requiere un esfuerzo de inversión en tecnología para permitir aproximarse a los estándares internacionales.

Un último aspecto a considerar en el desempeño comparado de la banca es su fortaleza, medida por los niveles de capitalización requeridos internacionalmente. La situación de la banca mexicana en cuanto a capitalización sufre un cambio sustancial entre el periodo en que la banca estuvo nacionalizada y el periodo posterior en que se privatiza y se libera el sistema. Porque en el primer periodo los activos eran principalmente deuda pública de bajo o ningún riesgo, mientras que en el segundo se incrementaron los activos sobre el sector privado, lo que dio inicio a un riesgo de cartera vencida que se ha desarrollado desde entonces.

Esto llevó a que las autoridades mexicanas del sector financiero dispusieran normas de capitalización para asegurar la fortaleza de los bancos y la estabilidad del sistema. Estas normas tuvieron como referencia los Acuerdos del Comité de Basilea, pero sin embargo establecieron condiciones más rigurosas que las fijadas en dichos Acuerdos.<sup>2</sup>

A pesar de que la definición de "Capital básico" utilizada en México es conceptualmente equivalente al Capital Núcleo del Acuerdo, guar-

<sup>2</sup> Para un detalle de esta cuestión puede verse el apéndice 1 del capítulo 7.

da con esta última algunas diferencias importantes. La primera gran diferencia se refiere al grado de estabilidad que tiene el Capital básico en una y otra reglamentación.

El Capital básico establecido en México es conceptualmente equivalente al Capital Núcleo (Core capital o Tier One capital) del Acuerdo de Basilea. Sin embargo, el Capital Núcleo está definido de tal manera que es estable y sólido, porque el valor contable de los componentes que lo integran no está sujeto a grandes variaciones (capital pagado correspondiente a acciones comunes y acciones preferentes de vida limitada, utilidades retenidas y reservas reveladas. En caso de contabilidad consolidada, esto incluye intereses minoritarios en el capital de subsidiarias sobre las que no se tiene propiedad total. Esta definición excluye revaluación de reservas y acciones preferentes acumulativas).

El Capital básico, como se le define en México, es más inestable y menos sólido, porque si bien está integrado por los mismos componentes estables que el Capital Núcleo, tiene otros componentes cuyo valor contable puede variar. En primer lugar las reservas, que se consideran en su totalidad a pesar de que muchas de ellas no tienen requisitos de inversión obligatoria, por lo que su valor puede variar de manera importante en función del riesgo con que las coloque el banco. En segundo lugar, el superávit por reexpresión de inmuebles y de acciones de inmobiliarias bancarias, aunque está limitado a sólo el 80%. Adicionalmente pueden incluirse en el Capital básico instrumentos de deuda/capital que no son capital hasta su vencimiento.

La segunda gran diferencia entre las reglas de capitalización mexicana y las del Acuerdo de Basilea surge por el distinto factor en el agrupamiento de los activos, que en el caso de México es mucho mayor que lo establecido en el Acuerdo de Basilea. Por ejemplo, en México los créditos hipotecarios están ponderados por un factor de riesgo de 1.00 mientras que en el Acuerdo de Basilea se les pondera con un factor de 0.50. Otro ejemplo lo constituyen los títulos gubernamentales que vencen a más de 91 días, los que en México tienen una ponderación del 10% mientras que en el Acuerdo de Basilea son ponderados en 0%.

Siguiendo las normas establecidas por la Secretaría de Hacienda, los bancos mexicanos elevaron su relación de capital a activos hasta el nivel del 8% exigido para inicios de 1993, lo que significó que sus niveles de capitalización estuvieran por encima de los que se exigen a los bancos en otros países bajo el Acuerdo de Basilea.

Sin embargo, la desfavorable evolución de la cartera bancaria, a partir de ese año, llevó a que la Secretaría de Hacienda incrementara estos niveles de capitalización de los bancos, procurando preservar la fortaleza del sistema bancario.

### ***Bibliografía***

- Asociación Mexicana de Bancos (1990), *La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas*, AMB, México.
- Aspe Armella, Pedro (1993), *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Baring (1992), *Mexican financial groups*, Mexican Research, México.
- Boyd, John H. y Edward, Prescott (1986), "Financial intermediary coalitions", *Journal of Economic Theory*, vol. 38, 211-32.
- Garrido, Celso, Leriche, C. y Ejea, G. (1992), *Los grupos financieros en México*, Documento de Investigación, Bolsa Mexicana de Valores, México.
- Garrido, Celso (1994), "New circuits, markets and actors in the Mexican financial system", en *Latin America. Models of development. Models of research*, José Havet (ed.), Ottawa University Press (en prensa).
- Natella, Stefano *et al* (1991), *The mexican banking system*, CS First Boston, NY.
- (1992), *The mexican banking system II*, CS First Boston, NY.
- Ortiz Martínez, Guillermo (1994), *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Peñaloza Webb, Tomás (1992), "Aspectos centrales de la banca mexicana (1982-1992)", *Comercio Exterior*, vol. 42, núm. 2, México.
- Sánchez, Carlos (1993), "Concentración bancaria y sus implicaciones sobre la eficiencia. 1983-1989", revista *Vertex Financiero*, núm. 1, abril de 1993, México.





## Consideraciones finales

Existe una relación directa entre la evolución del sector financiero de un país y el nivel de desarrollo económico del mismo. No podríamos imaginar a Japón, Alemania o Estados Unidos con un sector financiero poco desarrollado, así como resulta difícil concebir a los países menos desarrollados con una intermediación financiera muy desarrollada.

Conforme a lo analizado, el sector financiero es un factor primordial en el fomento del ahorro financiero de un país, en la asignación eficiente de dichos recursos al financiamiento del consumo y la inversión y, en última instancia, en la promoción del desarrollo económico. Esto conduce a la conclusión de que las políticas para propiciar el desarrollo financiero también resultan benéficas para promover el crecimiento económico.

En los últimos años, el sistema financiero mexicano ha experimentado una serie de importantes reformas como fueron las de la liberalización, el desarrollo del mercado de dinero, la reprivatización de la banca comercial y la implantación de un modelo de banca universal, medidas para incrementar la competencia en el sector financiero, reformas a la banca de desarrollo y otorgamiento de la autonomía al Banco Central. Sin embargo, de acuerdo con lo visto falta mucho para que México llegue a los niveles de intermediación financiera que tienen los países desarrollados. La productividad y la eficiencia de los intermediarios financieros nacionales son muy bajas, su rentabilidad (sobre todo como margen o *spread* financiero) es muy alta. La penetración financiera también es muy baja, al punto que las medidas habituales sólo alcanzan la mitad de los valores registrados en los países desarrollados. En México el número de habitantes por sucursal es muy

alto y el porcentaje de población sin servicios bancarios es altísimo, ya que 30% de la población mexicana vive en municipios carentes de servicios bancarios.

Asimismo, se puede señalar que la estructura oligopólica de los mercados financieros locales ha permitido la generación de amplios márgenes para los agentes financieros, mientras que se descuidaba lo referido a la reducción de los gastos de operación.

Por otra parte, teniendo en cuenta la intención de internacionalizar la economía mexicana, la presencia de la banca mexicana en el exterior es reducida. Incluso las tres instituciones bancarias de mayor tamaño son relativamente pequeñas frente a los grandes bancos del exterior con los que compiten.

Desde otro punto de vista puede decirse que la banca mexicana canaliza pocos recursos para el desarrollo de nuevas tecnologías, en particular en el área de las transferencias electrónicas de fondos y en la de sistemas de comunicación.

Cabe también señalar que la productividad de la banca es baja comparativamente con los estándares internacionales, y que la asignación del crédito es deficiente desde el punto de vista de promover la producción, ya que las grandes empresas han recibido una atención favorable de la banca mientras que las pequeñas y medianas empresas han sido sistemáticamente marginadas del financiamiento bancario, y la promoción del crédito al consumo se ha limitado a las tarjetas de crédito y el financiamiento de automóviles.

En contraste, se han desarrollado poco los servicios relacionados con el análisis del crédito y la evaluación de los riesgos crediticios, al tiempo que la internacionalización del sistema financiero ha creado una fuerte dependencia de los flujos de inversiones externas de cartera, mientras que no es claro que la asignación del ahorro financiero contribuya positivamente al desarrollo de la economía nacional antes que a los movimientos puramente especulativos que afectan negativamente la marcha de dicha economía.

Los movimientos de capitales especulativos internacionales de muy corto plazo representan un grave riesgo para las economías de los países, como lo evidenció la experiencia de México en 1994. Sin embargo, esto es un problema al que están expuestos aún los llamados países desarrollados, ya que todos los días el mundo vive la siguiente paradoja:

Por un lado, los países en desarrollo compiten con los países desarrollados por atraer a su país las divisas con que financiar el desarrollo,

mientras que por el otro circulan diariamente por todo el mundo miles de millones de dólares en busca de utilidades financieras.

Lo primero se refiere a la búsqueda de capitales para inversiones reales, esto es, destinadas al aparato productivo; éstas son inversiones de largo plazo, y lo segundo corresponde a inversiones especulativas de corto plazo, que sólo se realizan en papel.

Cabe señalar que crece más rápido el mercado especulativo que el mercado de inversiones productivas o reales. Aunado a lo anterior, debemos destacar también que la globalización de los mercados y la tecnología favorecen más el crecimiento de los mercados especulativos que el crecimiento de las inversiones productivas o del sector real de las economías.

México acaba de experimentar el efecto de la volatilidad de los mercados especulativos — aunado, desde luego, a una serie de errores internos — y está viviendo las consecuencias. Pero, a su manera, también Estados Unidos está inmerso en estos mismos fenómenos que genera el predominio de la especulación financiera. En los primeros cuatro meses de 1995 el dólar norteamericano se había devaluado 10% frente al yen japonés, 12% frente al marco alemán y entre 5 y 8% frente al resto de las monedas europeas. Todo esto se daba mientras que la economía norteamericana crecía a elevadas tasas, su productividad aumentaba rápidamente, el desempleo se encontraba en niveles muy bajos, la inflación era de sólo 3% anual, los déficits fiscal y de balanza comercial se reducían y la bolsa de valores se elevaba.

Sin embargo, la tasa de interés en Estados Unidos se estancó frente a la de Alemania, y esto provocó que miles de millones de dólares emigraran electrónicamente de Estados Unidos hacia Alemania. Con ello se produjo una devaluación del dólar y una revaluación del marco alemán, lo que sucedió sin que ocurrieran cambios en la productividad o la dotación relativa de recursos naturales, esto es, en las ventajas comparativas de los países.

De esta forma, los flujos especulativos determinan tipos de cambio y tasas de interés mientras que el mundo real de bienes y servicios en lugar de determinar, resulta siendo determinado por dicho movimiento especulativo.

Es en este contexto financiero internacional que un país en desarrollo, relativamente pobre, como lo es México, debe estructurar su sistema financiero.

Frente a esta situación, cabe hacerse las siguientes preguntas:

- ¿Qué infraestructura financiera requiere México?
- ¿Cómo lograrla?
- ¿Lo que se ha hecho (apertura, liberalización, etc.) responde a lo que se busca?
- ¿La única obligación del sector financiero es ser prudente y eficiente?
- ¿En este esquema, qué papel juega el Estado?
- La banca en un país pobre como México, ¿debe funcionar igual que en un país rico?

Independientemente de las dudas e interrogantes, hay ciertas cuestiones que son generalmente aceptadas entre los analistas de los sistemas financieros.

- En dichos sistemas el Estado debe tener prioridades, dentro de las cuales destacan la generación de empleos y la producción de satisfactores.
- Partiendo de que no tienen el mismo efecto para el bienestar general, el que se canalicen recursos escasos a la especulación o que se les oriente a la generación de bienes y de empleos, y aceptando que los mercados financieros son imperfectos debido a restricciones institucionales que impiden una adecuada difusión de la información entre todos los participantes, el Estado debe contar con instrumentos con los cuales inducir la canalización de recursos a ciertos sectores o actividades rentables, cuyos productos son necesarios para la generación de bienes y de empleo.

Por ello, en el sector financiero el Estado debe hacer al menos tres cosas:

1. Crear condiciones macroeconómicas que favorezcan el ahorro y su intermediación.
2. Desarrollar la regulación prudencial.
3. Definir prioridades sectoriales y geográficas y promover la creación de instrumentos para canalizar, promover y facilitar el flujo de recursos hacia esos sectores.

Consideramos que *entre planificación crediticia por el Estado y una acción absolutamente libre de los mercados bancarios existen múltiples*

*opciones que deben considerarse dadas las imperfecciones de dichos mercados y los efectos adversos que ello provoca en la economía.*

Por otra parte, es importante señalar el entorno previsible para el sector financiero, especialmente la banca, y sus tareas o asignaturas pendientes.

### ***El entorno que se avizora***

Es previsible que la actividad de la banca nacional se desarrolle en un ambiente de poco crecimiento y de falta de estabilidad de las principales variables económicas del país. El proceso de ajuste y estabilización de la economía significará que gradualmente los intereses reales descenderán, a lo cual deberá adecuarse el sistema bancario nacional.

El nuevo régimen de banca mixta, nacional y extranjera, fomentará la competencia de las instituciones para participar en mayor medida en la captación del ahorro y en la canalización rentable de los recursos.

La banca nacional se deberá preparar para atender una mayor demanda de crédito, a tasas más competitivas para sustentar el crecimiento y la presencia de nuevos sectores demandantes de financiamiento bancario.

Un mayor nivel de ingreso provocará una elevación de los montos de ahorro, lo cual exigirá que la banca cuente con los instrumentos atractivos para captarlo. Ello será más necesario en los casos de los estratos medios y bajos de la población, que no han sido hasta ahora debidamente atendidos.

El crecimiento económico nacional deberá ser más equilibrado, dados los evidentes costos de las grandes concentraciones urbanas, lo cual impondrá la necesidad de descentralización geográfica de las funciones, decisiones y operaciones bancarias.

El mercado estará menos reglamentado; sin embargo, asegurar la competitividad del mismo requerirá de un marco general adecuado que incluya la supervisión y la vigilancia de los principales actores que en él operen.

La internacionalización de la economía nacional como resultado tanto de la creación de una zona de libre comercio en América del Norte, como de la estrategia de vinculación de la planta productiva con el exterior, requerirá de un sistema bancario eficiente y muy competitivo, tanto en lo interno como en lo externo.

El proceso de apertura financiera significa el ingreso gradual de las instituciones extranjeras a México, lo cual aumentará la competencia en los mercados, obligando a los bancos nacionales a cuidar sus costos de fondeo y la rentabilidad de sus recursos.

### *Las tareas pendientes*

El futuro de mayor competencia interna y de relaciones más estrechas de las instituciones bancarias nacionales con el exterior impondrá la necesidad de emprender algunas tareas para reforzar el sistema bancario del país.

El principal objetivo será aumentar su penetración en la economía nacional hasta niveles similares a los de otros países de igual grado de desarrollo. Para ello será imprescindible redefinir las estrategias de penetración de la banca, tener un mejor conocimiento de la clientela, elevar la calidad de los servicios y aprovechar las experiencias bancarias de manera adecuada mediante la asociación con los capitales del exterior.

En el ámbito de la colocación de los recursos se deberá procurar un crédito más ágil, merced a los siguientes elementos: nuevos criterios para otorgar el apoyo crediticio; descentralizar funciones, operaciones y decisiones; ampliar las áreas relacionadas con el análisis del crédito y la evaluación de riesgos; canalizar más recursos a las pequeñas empresas y al consumo; elaborar programas novedosos para armar paquetes de financiamiento destinado a las nuevas áreas demandantes, y conceder crédito mediante los servicios proporcionados por las filiales de los bancos.

En materia de infraestructura se requerirá ampliar los recursos para incorporar las tecnologías adecuadas en sectores como el de transferencia de fondos y telecomunicaciones, para lo cual se deberá hacer un estudio previo que fije las correctas necesidades de las instituciones al respecto. Habrá de ampliarse el número de sucursales y se procederá a reubicar algunas para apoyar el propósito de la mayor penetración bancaria.

En los últimos años se ha puesto mayor empeño en la creación de los llamados centros financieros, mientras que se han descuidado los servicios locales de la pequeña banca de menudeo. Sin embargo, la experiencia internacional está revalorizando la importancia de este tipo de banca en la captación de recursos de las grandes instituciones bancarias del mundo.

Al mismo tiempo, se ha observado la tendencia mundial a trasladar las llamadas operaciones de banca de inversión, altamente dinámicas y rentables, al ámbito de los intermediarios no bancarios. Es importante que la banca mexicana sea capaz de mantener una presencia considerable en ese segmento.

El crecimiento del país, combinado con la mayor competencia financiera, exigirá la creación de nuevos productos y servicios destinados a segmentos específicos del mercado, como también la de los modernos dispositivos de captación de los recursos de ahorro del público.

El propósito de mejorar la eficiencia de las instituciones bancarias se deberá apoyar en un serio esfuerzo de elevación de la productividad del personal, destinando mayores recursos a la captación, en paralelo con la creación de incentivos adecuados para los trabajadores.

La mayor competencia interna deberá acabar con las estructuras oligopólicas al reducir los márgenes de intermediación, mientras que los elevados gastos operativos de la banca requerirán de ajustes en costos y estructuras, incluyendo una revisión adecuada de las tarifas de los servicios que proporcionan las instituciones.

Es preciso que en los próximos años los bancos nacionales mejoren sus indicadores en materia de apalancamiento de capital y de riesgo conforme a las normas internacionales, lo que se facilitará mediante la generación de utilidades y las inyecciones adicionales de capital.

Asimismo, podemos señalar algunas otras cuestiones:

- La apertura del sistema financiero debe producir ganancias netas para el país, ya que no basta acabar con el oligopolio del sistema cerrado sino que se requieren ganancias netas como las que pueden generar las operaciones en el extranjero de la Banca Mexicana y mayores recursos provenientes del extranjero, etc.
- Esto debe promover la creación de instrumentos e instituciones para cubrir y servir a todos los mercados y no nada más productos e instituciones para nichos elitistas. Solamente las instituciones e instrumentos eficientes pueden y deben permanecer, ya sea porque son rentables o porque su rentabilidad social explícita y transparentemente así lo demuestran.
- El sistema financiero no debe funcionar como beneficencia social ni como caridad social, pero tampoco debe ser una empresa cuya única responsabilidad sea privada y de tipo lucrativo, esto es, no se

puede ni debe decir si lucrativa o rentable es buena. La banca, ni caridad ni casino.

Asimismo, y casi por extensión, debe establecerse que la rentabilidad y la prudencia son muy importantes en la banca, pero no lo son todo. Financiar actividades rentables no es necesariamente lo mejor para el país (las drogas, la especulación y la prostitución pueden ser muy rentables); ni tampoco la prudencia conlleva al desarrollo (tómese como ejemplo la falta de crédito al campo, a la pequeña empresa, al nuevo negocio, y la nefasta costumbre de la banca de otorgarle una mucho menor importancia a la rentabilidad del proyecto que a la riqueza del acreditado).

*Entre el estatismo bancario o planificación crediticia y la libre banca sujeta solamente a las fuerzas del mercado, hay un campo enorme en el que cabe la banca mixta, la banca emprendedora, la de fomento, la productiva y rentable de largo plazo.*

### ***La banca es un negocio de plazo, no de prisa***

Asimismo, debe señalarse que la competencia entre bancos y la apertura debe llevar consigo beneficios para el usuario — mayores y mejores beneficios y tasa de interés más baja — y acabar con la práctica de que la sociedad, especialmente el acreditado, pague o subsidie la ineficiencia de la banca.

Finalmente, debe fomentarse en la banca ciertos papeles tradicionales:

- Mecenazgo del arte.
- Promotores de Patronatos para las Universidades.

Todo lo anterior se resume en una función, en la tarea más importante y digna para cualquier sistema financiero, la labor de promotores del desarrollo.



## Bibliografía general

- Aglietta, Michel *et al* (1990) *Globalisation financière: l'aventure obligée*, Economica, París.
- Akyuz, Yilmaz y Held, Gunther (1993), *Finance and the real economy. Issues and case studies in developing countries*, UNRISD, ECLA, UNCTAD, Santiago de Chile.
- Andjel, Eloísa (1988), *Keynes: Teoría de la Demanda y el Desequilibrio*, Facultad de Economía, UNAM, México.
- Argandoña, A. (1978), *La teoría monetaria actual*, Editorial Ariel, Barcelona.
- Arrau, Patricio y Oks, Daniel (1992), *Private saving in Mexico. 1989-1990*, working paper 861, Banco Mundial, Washington.
- Asociación Mexicana de Bancos (1990), *La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas*, AMB, México
- Aspe Armella, Pedro (1993), *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, México.
- (1993), *Discurso en la sesión inaugural de la primera convención bancaria*, SHCP, México.
- Auerbach, R. (1989), *Money, banking and financial markets*, Macmillan Publishing Company, N.Y.
- Bacha, Edmar (1993), *Latin Americas reentry into private financial markets: Domestic and international policy issues*, IDB-ECLAC working papers on trade in Western Hemisphere 40, Washington.
- Baltensperger, Ernst (1980), *Alternative Approaches to the Theory of the Banking Firm*, Journal of Monetary Economics, January.
- Banco de México, *Indicadores económicos*, varios años.
- , *Informe Anual*, varios años.
- Banco Mundial (1989), *Reporte anual: El sistema financiero*, Washington.

- Bank for International Settlements (BIS) (1986), *Recent innovations in international banking*, BIS, Génova.
- Baring (1992), *Mexican financial groups*, Mexican Research, México.
- Benetti, Carlo (1990), *Moneda y Teoría del Valor*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Benston, George y Clifford, W. Smith Jr. (1976), "A transaction cost approach to the theory of financial intermediation", *Journal of Finance*, vol. 31, 215-23.
- Béziade, Monique (1989), *La monnaie et ses mécanismes*, La Découverte, Paris.
- BID (1989), *Informe 1989. Tema especial: Ahorro, inversión y crecimiento*, BID, Washington.
- BIS (1986), *Recent innovations in international banking*, Bank for International Settlements, Basel.
- Bolsa Mexicana de Valores (1992), *El proceso de globalización financiera en México*, Bolsa Mexicana de Valores, México.
- Brother, D. S. y Solís, L. (1967), *Evolución financiera de México*, CEMLA, México.
- Boyd, John H. y Edward, Prescott (1986), "Financial intermediary coalitions", *Journal of Economic Theory*, vol. 38, 211-32.
- Campbell, Tim S. y William A. Kracaw (1980)", "Information, production, market signalling and the theory of financial intermediation", *Journal of Finance*, vol. 35, 863-82.
- Cohen, Benjamin J. (1984), *La organización del dinero en el mundo*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Córdoba Montoya, José (1992), *Los retos del mercado de valores en los años noventa*, ponencia presentada en la III Convención del Mercado de Valores, México.
- Channon, Derek F. (1991), *Estrategia global bancaria*, Díaz de Santos, México.
- Chan, Yuk-Chee (1983), "On the positive role of financial intermediation in allocation of ventur capital in a market with imperfect information", *Journal of Finance*, vol. 38, 1543-68.
- Davidson, Paul (1972), *Money and the Real World*, Macmillan, N.Y.
- Deshmukh, Sudhakar D., Stuart I. Greenbaum y George Kanatas (1983), "Interest rate, uncertainty and financial intermediation choice of exposure", *Journal of Finance*, vol. 38, 141-47.
- Diamond, Douglas W. (1984), "Financial intermediaries and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, vol. 51, 393-414.

- Díaz-Alejandro, Carlos (1985), "Good Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, núm. 19 (septiembre-octubre).
- Dinenzon, Marcelo y Hopenhayn, Benjamín (1987), *El régimen monetario internacional y la crisis de la deuda*, Editorial Cisea, Buenos Aires.
- Dornbusch, Rudiger y Fischer, Stanley (1988), *Macroeconomía* (4a. edición), McGraw Hill, México.
- Econofinanzas (1995), *Análisis comparativo de costos financieros pesos vs. dólares. Retrospectiva de quince años*, núm. 204, 12 de julio, México.
- Eiteman, D. y Stonehill, A. (1992), *Las finanzas de las empresas*, Addison-Wesley Iberoamericana, Wilmington.
- Ernst Dolgow, Aniela (1991), *Sistema financiero, ahorro e inversión en una economía en desarrollo. El caso de México 1970-1989*, tesis de licenciatura ITAM, México.
- FMI (1994), *Perspectivas de la economía mundial en 1994*, Washington.
- (1995), *Private market financing for developing countries*, Washington.
- Friedman, Milton et al (1978), *El marco monetario de Milton Friedman*, Editorial Premiá, México.
- Fry, Maxwell J. (1990), *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, CEMLA-FELABAN, México.
- Galitz, Lawrence (1994), *Ingeniería Financiera*, Editorial Folio, México.
- García Alba, Pascual (1994), *Testimonios de política económica*, UAM Azcapotzalco, México.
- Garrido, Celso (1980), "El laberinto de los espejos. La teoría del dinero en Ricardo, Keynes y Friedman", revista *Economía. Teoría y Práctica*, núm. 1, UAM, México.
- (1994), "New circuits, markets and actors in the Mexican financial system", en *Latin America. Models of development. Models of research*, José Havet (ed.), Ottawa University Press (en prensa).
- (1994a), *The financial reform in Mexico. A contradictory process*, paper prepared for the Conference "Global and comparative analysis of financial institutions", May 9-13, 1994, organized by CEPR-Stanford University, IESE-Barcelona and Rockefeller Foundation at Bellagio Conference and Study Center, Italy.
- (1995), *The Mexican financial system in the nineties*, Business Finance and Emerging Markets Conference, September 1, Laval University, Quebec, Canadá.
- y Leriche, Cristian (1985), *Teoría y Política Monetaria*, Sistema de Universidad Abierta, Facultad de Economía, UNAM, México.

- Garrido, C., Leriche, C. y Ejea, G. (1992), *Los grupos financieros en México*, Documento de Investigación, Bolsa Mexicana de Valores, México.
- Gisbert, Antonio y Sartorius, José (1972), *Eurodólares y eurobonos*, Ediciones Anaya, Salamanca.
- Grave, Orlin J. (1991), *International financial markets* (2a. edición), Elsevier, N.Y.
- Gurley, J.G. y Shaw, E.S. (1960), *Money in a theory of finance*, The Brookings Institution, Washington.
- Gutiérrez, A. y Garrido, C. (coords.) (1994), *Transiciones financieras y TLC*, Editorial Ariel, México.
- Harris, Laurence (1985), *Teoría Monetaria*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Keynes, J.M. (1980), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Kitchen, Richard L. (1990), *El financiamiento de los países en desarrollo*, CEMLA-Banco Internacional, México.
- Leland, Hayne E. y David H., Pyle (1977), "Information asymmetries, financial structure and financial information", *Journal of Finance*, vol. 32, 371-87.
- Leriche, Cristian (1991), *Teoría Cuantitativa y Escuela de Cambridge*, Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco, México.
- Leriche, C. y Ejea, G. (1994), "Mercado de valores y financiamiento en la transición actual de la economía mexicana", en *Transiciones financieras y TLC*, A. Gutiérrez y C. Garrido (coords.), Editorial Ariel, México.
- LeRoy, R. y Pulsinelli, R. (1989), *Modern money and banking*, MacGraw Hill, Singapur.
- Lustig, Nora (1992), *Mexico. The remaking of an economy*, The Brookings Institution, Washington.
- Mansell Carstens, Catherine (1992), *Las nuevas finanzas en México*, IMEF-ITAM, México.
- (1994), *The internationalization of financial system*, paper prepared to "The global and comparative analysis of financial institutions", Bellagio Conference and Study Center, Italy.
- (1995), *Las finanzas populares*, ITAM, México.
- McKinnon, Ronald I. (1983), *Dinero y capital en el desarrollo económico*, CEMLA, México.
- (1993), *The order of economic liberalization*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Mikdahi, Zuhayr (comp.) (1990), *La mondialisation des marchés bancaires et financiers. Défis et promesses*, Economica, París.

- Minsky, Hyman P. (1987), *Las razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Mishkin, Frederic S. (1989), *The economics of Money, Banking and Financial Markets (Second Edition)*, Scott, Foresman and Company, Ill.
- Natella, Stefano *et al* (1991), *The mexican banking system*, CS First Boston, NY.
- (1992), *The mexican banking system II*, CS First Boston, NY.
- OCDE (1992), *Ocde economic surveys. México*, OCDE, París.
- (1992a), *Nouveaux défis pour les banques*, París.
- ONU (1992), *Estudio económico mundial 1992*, ONU, Nueva York.
- Ortiz Martínez, Guillermo (1994), *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Peñaloza Webb, Tomás (1992), “Aspectos centrales de la banca mexicana (1982-1992)”, *Comercio Exterior*, vol. 42, núm. 2, México.
- Phillips Greene, Ricardo (1991), *Impacto de la desregulación de la banca comercial sobre su capital y activos*, tesis de licenciatura ITAM, México.
- Presidencia de la República (1983), *Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988*, México.
- Régniez, Jacques (1989), *Les nouveaux produits financiers*, Editions La Découverte, París.
- Ros, Jaime (1992), *Ajuste macroeconómico, reformas estructurales y crecimiento en México*, Documento de trabajo CEDAL.
- Rose, P. (1992), *Money and capital markets*, Irwin, Boston.
- Ruiz Duránd, Clemente (1992), “Sistemas financieros en transición: el caso de los países desarrollados”, en *Investigación Económica*, núm. 200, abril-junio, UNAM, México.
- Sachs, Jeffrey y Larrain, Felipe, (1993), *Macroeconomía en la economía global*, Prentice Hall.
- Sánchez, Carlos (1993), “Concentración bancaria y sus implicaciones sobre la eficiencia. 1983-1989”, revista *Vertex Financiero*, núm. 1, abril de 1993, México.
- Sánchez Dasa, Alfredo (1994), *Teorías de la tasa de interés*, Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco, México.
- Schneider, F. (1981), *Teoría Económica*, Editorial Tecnos, México.
- Secofi (1992), *Tratado de Libre Comercio entre México, Canadá y Estados Unidos*, México.
- Shreeve, Gavin (1992), *The mexican banking sector*, James Capel Mexican Research, N.Y.
- Sinkey, Joseph F. (1992), *Commercial bank and financial management in the financial services industry*, Macmillan Publishing Company.

- Smith, George David y Sylla, Richard (1993), "The transformation of financial capitalism: an essay on the history of American capital markets", en *Financial markets, institutions and instruments*, vol. 2, núm. 2, May, New York University Salomon Center, Blackwell Publishers, Camb.
- Stiglitz, Joseph E. (1993), *Economía*, Editorial Ariel, Barcelona.
- y Andrew Weiss (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, 71.
- Suárez Dávila, Francisco (1993), "Formación de ahorro y capital y sus implicaciones para la empresa mexicana", *Ejecutivos de Finanzas*, marzo, México.
- Swary, Itzhak y Topf, Barry (1992), *Global Financial deregulation. Commercial Banking at the crossroads*, Blackwell, USA.
- Trigueros, Ignacio et al (1994), *México y el Tratado Trilateral de Libre Comercio*, ITAM-IMEF, México.
- Uthoff, Andreas y Titelman, Daniel (1994), "Entrada de capitales externos y políticas macroeconómicas", en *Revista de la Cepal*, agosto, Santiago de Chile.
- Vázquez Seijas, Alicia (1989), *Mercados internacionales de capital*, UAM Azcapotzalco, México.
- Vitas, Dimitri (ed.) (1992), *Financial regulation. Changing the rules of the game*, EDI Development Studies, World Bank, Washington.
- Von Pischke, J.D. (1991), *Finance and the frontier*, Edi Development Studies, The World Bank, Washington.
- Wolfson, Martin H. y McLaughlin, Mary (1989), "Recent developments in the profitability and lending practice of commercial banks", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 75, 461-84.
- World Bank (1990), *World development report. The role of financial systems in development*, World Bank, Washington.
- Yacamán, Jesús Marcos (1991), "Tendencias recientes del ahorro mundial y el fomento del ahorro interno", *El Mercado de Valores*, núm. 13, 1º de julio, México.
- Zini, Álvaro Antonio (1994), *Capital flows, monetary instability and financial sector reform in Brazil*, Interamerican Development Bank, Research Division, Washington.

**PROFMEX. Serie Ciclos y Tendencias en el México del siglo XX**  
(Editores: Sylvia Ortega Salazar y James W. Wilkie)

**Estudios temáticos**

(Editores: James W. Wilkie y Sergio de la Peña)

1. *Industria y trabajo en México*, eds. James W. Wilkie y Jesús Reyes Heróles González Garza (México, D.F.: UAM-A, 1990).
2. *The Rise of the Professions in Twentieth-Century Mexico: University Graduates and Occupational Change Since 1929*, by David E. Lorey (Los Angeles: UCLA Latin American Center Publications, 1992 y 1994).
3. *La frontera que desaparece: Las relaciones México-Estados Unidos hasta los noventa*, por Clint E. Smith (México, D.F.: UAM-A y UCLA Program on Mexico, 1993).
4. *Impactos regionales de la apertura comercial (Perspectivas del Tratado de Libre Comercio en Jalisco)*, eds. Jesús Arroyo Alejandre y David E. Lorey (Guadalajara: Universidad de Guadalajara y UCLA Program on Mexico, 1993).
5. *La estadística económica de México. Los orígenes*, por Sergio de la Peña y James W. Wilkie (México, D.F.: Siglo XXI Editores, 1994).
6. *Estado y agricultura en México: Antecedentes e implicaciones de las reformas salinistas*, eds. Enrique C. Ochoa y David E. Lorey (México, D.F.: UAM-A, 1994).
7. *Transiciones financieras y TLC*, eds. Antonio Gutiérrez Pérez y Celso Garrido Noguera (México, D.F.: Ariel Económica, UNAM, UAM-A, 1994).
8. *Ahorro y sistema financiero en México. Diagnóstico de la problemática actual*, por Celso Garrido y Tomás Peñaloza Webb (México, D.F.: Editorial Grijalbo y UAM-A, 1996).
9. *México ante los Estados Unidos. Historia de una convergencia*, por Clint E. Smith (México, D.F.: Editorial Grijalbo y UAM-A, 1995).
10. *Crisis y cambio de la educación superior en México*, eds. David E. Lorey y Sylvia Ortega Salazar (México, D.F.: UAM-A, 1996, en prensa).
11. *Mexico as Linchpin for Free Trade in the Americas*, eds. David E. Lorey and Alejandro Mungaray Lagarda (previsto para 1996).

PROFMEX-ANUIES

(Editor: James W. Wilkie)

1. *Estudios fronterizos*, ed. Mario Miranda Pacheco (México, D.F.: ANUIES, 1981).
2. *Ecología y desarrollo de la Región Fronteriza / Ecology and Development of the Border Region*, ed. Stanley R. Ross (México, D.F.: ANUIES, 1983).
3. *Reglas del juego y juego sin reglas en la vida fronteriza / Rules of the Game and Game without Rules in Border Life*, eds. Mario Miranda Pacheco y James W. Wilkie (México, D.F.: ANUIES, 1985).
4. *Una frontera, dos naciones: Implicaciones de las políticas y solución de los problemas / One Border, Two Nations: Policy Implications and Problem Resolutions*, eds. Óscar J. Martínez, Albert E. Utton y Mario Miranda Pacheco (México, D.F.: ANUIES, 1988).
5. *Imágenes recíprocas. La educación en las relaciones México-Estados Unidos de América / Reciprocal Images: Education in U.S.-Mexican Relations*, eds. Paul Ganster y Mario Miranda Pacheco (México, D.F.: UAM-A, PROFMEX, ANUIES, 1991).
6. *Cambios en las relaciones económicas México-Estados Unidos: Más allá de la frontera / Changes in U.S.-Mexican Economics Relations: Beyond the Border*, eds. Paul Ganster, Arturo García Espinoza y Arturo Grunstein (México, D.F.: UAM-A, PROFMEX, ANUIES, 1994).
7. *México en las Américas*, eds. David E. Lorey y Alejandro Mungaray Lagarda (México, D.F.: UAM-A, PROFMEX, ANUIES, previsto para 1996).



**Historia oral**  
**(Editor: Rafael Rodríguez Castañeda)**

*Frente a la revolución mexicana: 17 protagonistas de la etapa constructiva*, por James W. Wilkie y Edna Monzón Wilkie (México, D.F.: UAM-A), 4 volúmenes:

- I Intelectuales: Luis Chávez Orozco, Daniel Cosío Villegas, José Muñoz Cota, Jesús Silva Herzog.
- II Ideólogos: Manuel Gómez Morín, Luis L. León, Germán List Arzubide, Juan de Dios Bojórquez, Miguel Palomar y Vizcarra.
- III Líderes: Salvador Abascal, Ramón Beteta, Marte R. Gómez, Jacinto B. Treviño.
- IV Presidente y candidatos: Vicente Lombardo Toledano, Juan Andreu Almazán, Ezequiel Padilla, Emilio Portes Gil.

Esta obra se terminó de imprimir  
en abril de 1996, en  
Avelar Editores Impresores, S.A.  
Bismark 18  
México 13, D.F.

La edición consta de 3,000 ejemplares