

**TRANSICIONES  
FINANCIERAS Y TLC  
CANADÁ, MÉXICO Y EEUU**

# **ARIEL ECONOMÍA**

**Antonio Gutiérrez Pérez / Celso Garrido Noguera**  
**(Coordinadores)**

**TRANSICIONES**  
**FINANCIERAS Y TLC**  
**CANADÁ, MÉXICO Y EEUU**

**Editorial Ariel**  
**México**

COLECCION: ARIEL-ECONOMIA

*Dirección Editorial:* Homero Gayosso A. y Jaime Aljure B.  
*Coordinación:* Antonio Gutiérrez P., Celso Garrido N.

DERECHOS RESERVADOS

© 1994, Editorial Planeta Mexicana, S.A. de C.V.  
Grupo Editorial Planeta de México  
Avenida Insurgentes Sur núm. 1162  
Col. Del Valle  
Deleg. Benito Juárez, 03100  
México, D.F.

ISBN: 968-6640-51-7

Primera edición: noviembre de 1994

Ninguna parte de esta publicación, incluido el diseño de la cubierta, puede ser reproducida, almacenada o transmitida en manera alguna ni por ningún medio, ya sea eléctrico, químico, mecánico, óptico, de grabación o de fotocopia, sin permiso previo del editor.

Impreso y hecho en México-Printed and made in Mexico

Impreso en los talleres de  
Metropolitana de Ediciones, S.A. de C.V.  
Parque Industrial Finsa, Nave 5,  
Periférico Oriente, entre Ejes 5 y 6 Sur  
Iztapalapa, D.F.  
Esta edición consta de 2,000 ejemplares

Noviembre, 1994

## COLABORADORES Y SU AFILIACIÓN INSTITUCIONAL.

*Dr. James R. Barth (Departamento de Finanzas, Escuela de Negocios Auburn University, Georgia, Estados Unidos)*

*Dr. Gordon F. Boreham (University of Ottawa, Canadá)*

*Dr. Juan Castaingts Teillery. (Departamento. de Economía-UAM Iztapalapa).*

*Dr. John Chant (Simon Frazer University, British Columbia, Canadá)*

*Mtro. Denis Chaput (HEC-University of Montreal, Canadá)*

*Dr. Stephen Easton (Simon Frazer University, British Columbia, Canadá)*

*Lic. Guillermo Ejea (Departamento. de Economía-UAM Azcapotzalco)*

*Mtro. Celso Garrido (Departamento. de Economía-UAM Azcapotzalco)*

*Dra. Alicia Girón (Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM)*

*Dr. Antonio Gutiérrez Pérez (DEP Economía UNAM)*

*Dr. John S. Jahera (Departamento de Finanzas, Escuela de Negocios Auburn University, Georgia, Estados Unidos)*

*Mtro. Cristian Leriche (Departamento. de Economía-UAM Azcapotzalco)*

*Dr. Federico Manchón (Departamento. de Producción Económica-UAM Xochimilco)*

*Dr. Edgar Ortiz (Instituto de Investigaciones Económicas- UNAM)*

*Dr. Tomás Peñaloza (Embajador alterno de la Embajada de México en Londres)*

*Mtro. Ignacio Perrotini (División de Estudios de Posgrado- Economía-UNAM)*

*Mtro. Clemente Ruiz Durán (División de Estudios de Posgrado- Economía-UNAM)*

*Dr. Robin Schwill (Facultad de Estudios Administrativos, York University, Canadá)*

*Dra. Savita Verma (Facultad de Estudios Administrativos York University, Canadá)*

## **UNIVERSIDAD AUTONOMA METROPOLITANA.**

### **Rector General**

Dr. Julio Rubio Oca

### **Secretaria 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 Barragán

#### **Coordinación Técnica del libro**

Mtro. Víctor M. Sosa Godínez

#### **Corrección de estilo**

Irene Selser

## **FACULTAD DE ECONOMÍA-UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO.**

### **Director**

Lic. Juan Pablo Arroyo Ortiz

### **Secretario General**

Lic. Oscar Guerra Ford

### **Secretario Administrativo**

Lic. Juan Manuel Luna Reynoso

### **Secretaria de Planeación**

Lic. Rocío de la Torre Aceves

### **Jefe de la División de Estudios de Posgrado**

Dr. Gerardo Fujii Gambero

### **Jefe de la División de Estudios Profesionales**

Lic. Alejandro Paz Torres

### **Jefe de la División del Sistema de Universidad Abierta**

Dr. Fernando Noriega Ureña

### **Coordinador de Extensión Académica y Difusión**

Lic. Humberto Brito Castrejón

### **Jefe del Departamento de Publicaciones**

Ernesto Bartolucci Blanco

*In memoriam del Dr. Antonio Gutiérrez Pérez.*





## ÍNDICE

Prólogo a cargo del Lic. Edmundo Jacobo Molina, Rector de la Universidad Autónoma Metropolitana-Unidad Azcapotzalco y del Lic. Juan Pablo Arroyo Ortiz, Director de la Facultad de Economía de la UNAM. 13

Prólogo de la Dra. Sylvia Ortega, (Proyecto México-Estados Unidos) y del Dr. Clint E. Smith (Universidad de Stanford-Fundación William y Flora Hewlett). 15

Introducción a cargo del Mtro. Celso Garrido, coordinador del libro. 19

### **SECCIÓN I: Sistemas financieros, bancos y regulación. Perspectivas nacionales y problemas de la regionalización financiera en América del Norte**

#### **Parte a. Las perspectivas nacionales.**

*Sistema financiero y bancos mexicanos en perspectiva internacional*, Tomás Peñaloza y Celso Garrido. 29

*Banca central, liberalización financiera y ajuste monetarista en México*, Antonio Gutiérrez Pérez e Ignacio Perrotini. 75

<i>La actividad bancaria estadounidense en transición</i> , James R. Barth y John S. Jahera.	97
<i>Relaciones financieras canadienses con el resto del mundo. Un recuento progresivo</i> , John Chant y Stephen Easton.	119
<i>El comercio y la banca en un contexto canadiense y global</i> , Gordon F. Boreham.	137
<i>Regulación en mercados financieros integrados: una perspectiva canadiense</i> , Savita Verma y Robin Schwill.	149
<b>Parte b. Problemas en la regionalización financiera</b>	
<i>Los reglamentos y las inversiones fronterizas después de la entrada en vigor del TLC. Una perspectiva canadiense</i> , Dennis Chaput.	179
<i>Calidad de los activos de la banca comercial en el Bloque de América del Norte</i> , Alicia Girón.	195
<i>Regulación y desregulación bancarias. Tendencias hacia una nueva regulación en los noventa</i> , Eugenia Correa.	213
<i>Cambios regulatorios en los sistemas monetarios y financieros. Desafíos para la regionalización de América del Norte</i> , Federico Manchón.	229

## **SECCIÓN II: Mercados de valores y otras opciones de financiamiento. Experiencias de México y otros casos nacionales. Desarrollos teóricos**

### **Parte a. Experiencias en México y otros casos nacionales**

*Mercado de valores y financiamiento en la transición actual de la economía mexicana*, Cristián Leriche y Guillermo Ejea. 257

*Mercados informales de crédito y recreación institucional. Opciones de financiamiento para los pequeños negocios*, Clemente Ruiz Durán. 271

### **Parte b. Desarrollos teóricos**

*Riesgo, sociedad y expectativas. Un modelo sobre la Bolsa Mexicana de Valores*, Juan Castaingts Teillery. 305

*Despegue al desarrollo, etapas de desarrollo financiero y el financiamiento accionario. Un marco teórico para el cambio de los sistemas y las instituciones financieras*, Edgard Ortiz. 329



## PRESENTACIÓN

Gracias al esfuerzo de los distinguidos investigadores Antonio Gutiérrez Pérez y Celso Garrido, miembros de la División de Estudios de la Facultad de Economía de la UNAM y de la Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco, respectivamente, aparece este importante libro sobre las finanzas del nuevo espacio económico de libre cambio norteamericano. Antonio Gutiérrez, por desgracia, no está ya entre nosotros, pero su obra perdura y ésta es la mejor evidencia. Por eso, en esta breve presentación, es menester rendirle especial reconocimiento al excelente académico y recordado amigo Antonio Gutiérrez.

En junio de 1993, se celebró el seminario internacional llamado Sistemas Financieros en Transición, mismo que fuera organizado por las instituciones arriba mencionadas y que tuviera el generoso apoyo de la Fundación William y Flora Hewlett. Como fruto de los trabajos allí debatidos, este libro recoge los análisis de 20 investigadores, tanto mexicanos como de otros países. A su vez, las 3 instituciones unieron sus esfuerzos para llegar a concretar la edición del libro, contando en este caso también con la inestimable colaboración de la reconocida Editorial Ariel.

El libro aparece en un momento importante, cuando las actividades financieras muestran transformaciones y varias preguntas surcan el ambiente. La internacionalización y la diversificación de productos financieros deberán jugar un papel positivo para el desarrollo económico en nuestro país, el más débil de los que integran el TLCAN. En caso contrario, uno de los objetivos centrales del esfuerzo emprendido en esta asociación, no se vería cumplido. Es por eso que los análisis que nos son ofrecidos en la obra "Transiciones financieras y TLC", serán sin duda alguna, objeto de comentarios y puntos de referencia

para una renovación de nuestros haberes intelectuales. Será, en suma, una obra bienvenida y todos nos enorgullecemos de ello.

**Juan Pablo Arroyo Ortiz**  
**Director de la Facultad de**  
**Economía**

**Edmundo Jacobo Molina**  
**Rector de la Universidad**  
**Autónoma Metropolitana-**  
**Unidad Azcapotzalco**

## PRÓLOGO

El campo de las ciencias sociales ha sido, particularmente en años recientes, altamente sensible a las propuestas de colaboración internacional. En efecto, desde las instituciones Mexicanas de investigación y docencia especializada en esta área del conocimiento, se despliega una vital actividad de comunicación entre pares que progresivamente viene dando paso a procesos de investigación centrados en temáticas relevantes, trabajadas con una perspectiva comparativa.

No sorprende que a propósito de los reajustes en todos los órdenes de la vida social y económica que sugiere la puesta en marcha del Tratado de Libre Comercio, los expertos en las distintas áreas de las ciencias sociales afiliados a organismos e instituciones de educación superior del área de América del Norte tengan una fuerte disposición a comprometerse en programas de desarrollo intelectual de largo aliento. Sin duda, la riqueza que de por sí implica el trabajo de investigación colectivo se potencia cuando en un espacio ad hoc se congregan visiones, perspectivas, propuestas teóricas y metodológicas así como sensibilidades políticas aportadas por académicos provenientes de diferentes países.

Desde más de una década, el consorcio Profmex, presidido por el Dr. James Wilkie se ha propuesto abrir foros de reflexión sobre temas y problemas, que desde las disciplinas de las ciencias sociales, son objeto de las agendas intelectuales de académicos norteamericanos y mexicanos. Así, procesos económicos, movimientos sociales, análisis de las políticas públicas y diagnósticos sobre la compleja vinculación entre México y Estados Unidos han sido explorados en las reuniones anuales y los seminarios temáticos organizados por el consorcio y que han convocado a académicos, expertos y funcionarios de manera continúa.

El inicio de la reflexión que sobre los sistemas financieros, sus características y sus transformaciones en curso y previsibles se presenta en este volumen, tuvo su origen en los eventos académicos impulsados por Profmex, con el concurso de las universidades y los individuos afiliados a este consorcio. En estos foros, se tejieron las relaciones humanas y se detectaron las afinidades intelectuales entre un grupo de investigadores activos que, bajo la dirección de Celso Garrido, tuvieron el mérito de continuar un diálogo intenso, aunque a distancia, que al cabo del tiempo hizo posible la celebración de un evento singularmente importante y productivo, cuyos resultados finales constituyen el contenido del texto que presentamos.

Los académicos congregados en torno a Profmex han decidido intensificar su comunicación con los expertos canadienses, sin cuya aportación habría sido imposible producir panoramas comprensivos sobre los problemas y transiciones que el entorno Norteamericano está experimentando. De ahí que en el empeño de Celso Garrido haya estado presente esta intención que felizmente se ha materializado en el establecimiento de una corriente de comunicación fértil con nuestros pares en el Canadá.

Es importante destacar que la empresa de congregar expertos del más alto nivel en diálogos especializados en torno a trabajos originales requiere no solamente del talento y la voluntad, sino también del apoyo institucional. En esta ocasión, las autoridades de la UNAM y la UAM, sumaron sus recursos y su capacidad de convocatoria al apoyo de la Fundación Flora y William Hewlett para alentar a los académicos que, afiliados a diversas universidades, tuvieron la ocasión de participar en este esfuerzo que continúa planteándose nuevas metas.

La misión de la Fundación Hewlett se ha centrado en facilitar la investigación colaborativa y en congregar de manera plural a expertos y funcionarios que libremente examinan temas cruciales para las relaciones entre México y los Estados Unidos. Se ha buscado que los proyectos apoyados por la Fundación, tengan tanto un arraigo institucional como una amplia participación de investigadores de diversas instituciones, y sobretodo, se ha enfatizado la necesidad de consolidar grupos especialmente productivos que encuentran en el trabajo colectivo y la perspectiva comparativa, un valor agregado para sus propios desarrollos intelectuales.

Los colaboradores de este volumen han logrado materializar las ambiciones tanto de las instituciones convocantes como de la Fundación Hewlett y del Proyecto México-Estados Unidos radicado en la UAM-Azcapotzalco. El grupo sigue activo y ocupado con la producción del siguiente volumen, con la celebración de nuevos encuentros y, en fin, con la definición de una agenda intelectual crecientemente compleja que sin duda continuará aportando al conocimiento especializado.



Por su lado, la Fundación Hewlett y el Proyecto México-Estados Unidos continuarán abriendo espacios de diálogo y promoviendo la difusión de trabajos de investigación y propuestas de política que de manera creativa coadyuven al logro de las legítimas aspiraciones que hacen el entendimiento entre nuestras naciones y al incremento en la calidad de vida de nuestras poblaciones.

No podríamos cerrar esta presentación sin una nota sentimental con la que queremos reconocer la aportación de nuestro recordado colega Antonio Gutiérrez Pérez, cuya creatividad, talento y calidez contribuyeron de manera significativa a crear vínculos entre los miembros del grupo y a orientar la reflexión colectiva. Al reconocer el mérito y el esfuerzo de Antonio Gutiérrez y Celso Garrido, queremos celebrar la aparición de este trabajo que constituye no sólo una aportación relevante al tema, sino que propone un modelo innovador y viable para la colaboración internacional.

**Clint E. Smith**  
**Universidad de Stanford**  
**Fundación William y Flora Hewlett**

**Sylvia Ortega Salazar**  
**Proyecto México-**  
**Estados Unidos**



## INTRODUCCIÓN

Luego de una larga y compleja negociación, Canadá, Estados Unidos y México firmaron a fines de 1993 el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, el que comenzó a aplicarse a partir del primero de enero de 1994. Este acuerdo de liberalización comercial marca una etapa trascendente en el proceso de integración de estas tres economías, que podría llevar en el futuro a que América del Norte se constituya como una región económica común, a la manera de la experiencia que hoy realizan los países que integran la Unión Europea. Sin embargo, todavía este es un horizonte lejano para la relación económica entre los tres países.

Dentro de ese Tratado, los servicios financieros representan un problema muy particular, por razones que hacen a la evolución particular y diversa de las relaciones financieras en Canadá, Estados Unidos y México, así como al distinto grado de avance en los vínculos financieros entre estos países, y por último debido a los formidables cambios que se están produciendo en las relaciones financieras a nivel mundial durante los últimos años.

Existen gran cantidad de estudios en los que se analizan las relaciones financieras en cada uno de estos tres países, sus tendencias y etapas de evolución, los vínculos que esto tiene con las transformaciones financieras recientes a nivel mundial, así como los problemas y desafíos que enfrentan para su desarrollo financiero.

En cambio, todavía son muy preliminares los esfuerzos realizados para conocer la situación que enfrentarán las finanzas en Canadá, Estados Unidos y México, con la progresiva liberalización de las relaciones financieras a consecuencia del Tratado.

En general, hay consenso entre los especialistas respecto a que el impacto más relevante de esta liberalización financiera no se producirá en el nivel del movimiento de

fondos entre los tres países, ya que esto se ha venido desarrollado antes de que comenzaran a aplicarse el capítulo del Tratado correspondiente a servicios financieros, particularmente en relación con los mercados de Nueva York y Chicago.

Por el contrario, el efecto más sobresaliente que tendrá esta apertura financiera progresiva sobre las relaciones financieras nacionales, y muy especialmente en el caso de México, será el que surja del aumento de la competencia a consecuencia de que los intermediarios de cada uno de los tres países podrán realizar actividades en los sistemas financieros nacionales de la región.

Es en este terreno más concreto de la competencia al interior de los sistemas financieros canadiense, estadounidense y mexicano, que adquirirán proporciones las asimetrías existentes entre los mismos; aunque los efectos de dichas asimetría parecen operar en direcciones diversas dependiendo si se consideran los aspectos referidos al tamaño, la sofisticación de operaciones o el desarrollo institucional de mercados y agentes en cada país.

Desde el punto de los tamaños relativos que tienen los respectivos mercados financieros en los tres países sin duda es abismal la diferencia del estadounidense respecto al canadiense y mucho más aún con relación al mercado financiero mexicano. En este sentido el mercado estadounidense parece poder ofrecer montos ilimitados de fondos para financiar proyectos de inversión en condiciones altamente competitivas a nivel internacional, creando una fuerza de gravitación y dependencia formidable para los mercados financieros de los otros dos países. Asimismo, es notoria la diferencia de tamaño de los intermediarios financieros estadounidenses y canadienses respecto a los mexicanos, lo que significará una presión extraordinaria para estos últimos cuando aquellos competidores se hagan presentes en su propio mercado. También es muy marcada la diferencia en el grado de sofisticación que tienen los instrumentos y las operaciones financieras con productos derivados que se ofrecen en los mercados canadienses y estadounidenses con respecto a lo que se dispone en el mercado mexicano.

Ambos factores se han hecho especialmente evidentes con las importantes emisiones de acciones y títulos de deuda realizadas por empresas mexicanas en los mercados estadounidenses para financiar sus proyectos de inversión.

En cambio, los sistemas financieros canadiense y mexicano están mucho más desarrollados en lo que se refiere a la integración nacional de sus mercados y a las formas institucionales en las que se pueden organizar los intermediarios. Lo primero porque en estos dos países, en particular en México, no hay restricciones legales que limiten a los intermediarios para realizar operaciones o abrir sucursales en todo el territorio nacional. Mientras es conocido que en los Estados Unidos existen múltiples barreras regulatorias que

fragmentan el mercado financiero nacional en estructuras regionales, estatales y aún locales, haciéndolo uno de los sistemas más complejos y atrasados del mundo en este aspecto.

Asimismo, en Canadá y México están muy avanzados los modos institucionales de organización de los intermediarios financieros, ya que estos pueden constituirse como grupos financieros o banca universal, y consecuentemente ofrecer todos los servicios financieros. En cambio, en Estados Unidos subsisten restricciones legales heredadas de la crisis de 1930, por las cuales se mantienen separadas las operaciones que pueden realizar los bancos comerciales, los bancos de inversión, etc., lo que redundará en ineficiencias relativas y pérdida de sinergias de los intermediarios al operar las finanzas en ese país.

Esas asimetrías podrían actuar alternativamente como factores que configuren barreras a la entrada para el acceso a cada uno de estos mercados o por el contrario pueden ser elementos que potencien la competitividad de los intermediarios de un país en los mercados de los otros dos, dependiendo de las distintas circunstancias en cada mercado. Por ejemplo, más allá de cualquier otra consideración, la banca mexicana enfrenta una notable inferioridad de condiciones para ejercer su capacidad competitiva en el mercado estadounidense con respecto a la que tiene la banca de aquel país en el sistema financiero mexicano.

Esto se confirma cuando se observa que la banca estadounidense podrá operar en todo el territorio mexicano y podrá asumir la figura de grupo financiero para ofrecer el conjunto de servicios financieros. En cambio para la banca mexicana, el acceso al mercado estadounidense habilitado por el TLC no significará lo mismo que el derecho a realizar operaciones o abrir sucursales en todos los Estados y Condados de la Unión Americana, ya que las normas de este país restringen las operaciones interestatales, aún para los bancos estadounidenses. Asimismo, cuando operen en el mercado estadounidense los grupos financieros mexicanos no podrán desplegar sus capacidades como banca universal, porque la legislación de aquel país no permite este tipo de intermediarios.

Además de las asimetrías en los sistemas financieros de los tres países, hay factores más generales que impactarán sobre la competencia a raíz de la integración. En particular destacamos lo que se deriva de una tendencia actualmente presente en el desarrollo de los sistemas financieros a nivel mundial, como es la pérdida de importancia relativa en la intermediación bancaria en favor de los mercados de valores, debido a lo que se ha dado en llamar como la bursatilización del crédito y la expansión de los mercados de productos derivados.

La tendencia tiene ya un importante desarrollo en los Estados Unidos y Canadá, mientras que en México solo se presenta con carácter incipiente. Pero en los tres sistemas esta tendencia afectará tanto la importancia relativa de los intermediarios existentes y de nuevos tipos de intermediarios que parecen surgir con la misma (por ejemplo los "no bank-

banks" o "sociedades financieras de objeto limitado" según se designan en México), como de las formas de regulación con las que controlar el desarrollo de estas operaciones y su impacto sobre los equilibrios macroeconómicos de las tres naciones y de la región en su conjunto.

Esta puede ser una fuerza poderosa que impulse la liberalización a un ámbito mucho más ambicioso que el inicialmente propuesto en el Tratado para los servicios financieros. Nos referimos a que estas fuerzas del mercado pueden hacer que la liberalización se convierta en integración financiera más profunda, hasta llegar eventualmente al difícil terreno de la unificación monetaria entre los tres países.

Este cuadro complejo y en proceso, muestra que ninguna de las características actuales en los sistemas financieros de los tres países de América del Norte pueden tomarse como datos fijos, ya que todos ellos están cambiando a consecuencia de una combinación, entre las presiones que ejerce la competencia internacional y las que desarrollan diversas fuerzas económicas internas en demanda de sistemas financieros locales más eficientes y complejos. De conjunto esto permite hablar que tanto por sus dinámicas propias como por los efectos que provocará la liberalización, los tres países tienen sistemas financieros en transición; y que dicha transición podría ser fuertemente influida por las interacciones más activas entre ellos que provocará la apertura en los servicios financieros promovida por el Tratado.

La problemática que hemos esquematizado está dentro del campo de interés y de estudio que tienen dos grupos de investigadores pertenecientes a la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México y al Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana- Azcapotzalco, los que trabajan sobre las relaciones financieras contemporáneas en México y a nivel internacional. El primero de dichos grupos es el del Proyecto "Reestructuración y mutaciones financieras: tendencias financieras internacionales y el caso de México" que contaba con la coordinación del Dr. Antonio Gutiérrez Pérez; mientras el segundo grupo que opera bajo mi coordinación, corresponde al proyecto de investigación "Relaciones financieras internacionales" que está integrado al Programa "Estudios sobre las Relaciones México-Estados Unidos" que coordina la Dra. Sylvia Ortega, y cuenta con el auspicio de la Fundación William y Flora Hewlett.

A comienzos de 1993 y con la perspectiva previsible del Tratado de Libre Comercio, ambos grupos decidimos conjuntar esfuerzos para explorar la incipiente problemática que ello creaba en el terreno financiero, comenzando por conocer la situación de transición en la que se encuentran las relaciones financieras en los tres países de cara al TLC. Como parte de estos intereses, convocamos a un encuentro entre un calificado conjunto de especialistas de Canadá, Estados Unidos y México, para exponer y debatir

sobre diversos aspectos de la situación y perspectivas de los sistemas financieros y sus principales actores en los respectivos países. Esta invitación se plasmó en un Seminario Internacional que se realizó en la ciudad de México en junio de 1993, con la coordinación de Antonio Gutiérrez Pérez y Celso Garrido.

El libro que hoy se presenta a la consideración de los lectores recoge algunos de los trabajos presentados en aquel Seminario Internacional, los que fueron seleccionados para su publicación en razón del interés que presentaban para conocer la situación de estos sistemas financieros en la perspectiva del TLC. La actualidad de los temas tratados así como la diversidad de enfoques y la calificación de los especialistas que colaboran nos hacen abrigar la esperanza de que esta publicación sea de utilidad tanto para los diversos niveles de la formación profesional en que estos temas son estudiados, como para los especialistas del sector financiero privado y público interesados en adquirir más elementos para conocer la compleja problemática que hoy empieza a generarse con la liberalización financiera en América del Norte. Esperamos así mismo que estas contribuciones sirvan para estimular el debate y otros esfuerzo de investigación que amplíen el horizonte de conocimiento sobre el tema.

Tanto la realización del Seminario Internacional como la coedición de este libro con Editorial Ariel, fueron posibles gracias al apoyo brindado por la Dirección General del Personal Académico y la Facultad de Economía de la UNAM, la UAM Azcapotzalco y la Fundación William y Flora Hewlett, a los que expreso mi agradecimiento en nombre de los integrantes de ambos grupos de investigación. Asimismo debo manifestar el reconocimiento al Maestro Victor Sosa por su trabajo en la preparación y revisión de los textos para la edición, así como a la Sra. Irene Selser por la cuidadosa revisión de estilo y homogeneización de los ensayos.

Por último, debo terminar esta Introducción haciendo un doloroso testimonio a mi querido amigo y colega Antonio Gutiérrez Pérez, quién desafortunadamente falleció en el curso de los trabajos que realizábamos para concretar este esfuerzo editorial. Su inteligencia y su pasión por contribuir al conocimiento científico sobre las finanzas fueron parte fundamental de las actividades de investigación conjunta entre los equipos de trabajo que ambos integramos. La publicación de este libro es un homenaje y un tributo a su memoria que ofrecemos todos los que participamos en estos colectivos de investigación.

**Celso Garrido Noguera**





## **SECCIÓN I**

**Sistemas financieros, bancos y regulación. Perspectivas  
nacionales y problemas de la regionalización  
financiera en América del Norte**



## **Parte A. Las perspectivas nacionales**



# **SISTEMA FINANCIERO Y BANCOS MEXICANOS EN PERSPECTIVA INTERNACIONAL**

**Tomás Peñaloza W.  
Celso Garrido N.**

## **Introducción**

En los últimos años el sistema financiero y la banca mexicana atraviesan un periodo de acelerada transformación, que coincide con las tendencias generales de cambio en el sistema financiero internacional<sup>1</sup>.

Esto y los desafíos que representa el Tratado de Libre Comercio (TLC) de América del Norte, hacen necesario evaluar las potencialidades y limitaciones que tienen el sistema financiero y los bancos mexicanos bajo su nueva configuración, así como los cambios que deberán promoverse a fin de que éstos alcancen los niveles de desarrollo requeridos por las condiciones de apertura internacional en las que opera la economía mexicana.

Para brindar elementos de diagnóstico que contribuyan a contestar estas interrogantes, en el presente trabajo se comparan, en términos cuantitativos, dicho sistema y bancos mexicanos con los de otros países.

En general, tal comparación se realiza con referencia a países miembros de la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OCDE), en razón de su importancia en la economía mundial y porque México ha manifestado interés en integrarse a ella.

Dentro del universo de la OCDE se seleccionaron cuatro de los países más avanzados: Estados Unidos, Japón, Francia e Inglaterra. Asimismo, se incluyó a España por ser

un caso exitoso de reformas similares a las que se han realizado en México; y a Canadá por su significado en el contexto del TLC. Cuando se dispuso de información también fueron incluidos Chile y Corea del Sur, dado que si bien ambas naciones no forman parte de la OCDE, interesan por las mismas razones que España<sup>2</sup>.

El estudio comprende una primera sección en la cual se analiza el tamaño relativo de la economía mexicana; en la segunda se considera el tamaño y desempeño de su sistema financiero; la tercera ofrece información sobre el tamaño, estructura y desempeño del conjunto de bancos comerciales; y en la cuarta y última parte se comparan los tres mayores bancos de México y de cinco de los países seleccionados.

Los periodos durante los cuales se hace la comparación y el número de los países considerados, varían en cada una de las secciones según la información disponible. Sin embargo, dentro de cada sección se procura analizar un único conjunto de países a fin de obtener algunas conclusiones generales:

Como se desprende de lo anterior, el estudio enfatiza en los aspectos cuantitativos del sistema financiero y la banca mexicanos. Sin embargo, desde el punto de vista de los autores, el análisis de sus potencialidades y perspectivas sólo se completa si se incluye la consideración de los aspectos cualitativos que hacen a la relación entre éstos y el desarrollo económico del país. Este tema escapa al objetivo del presente trabajo, pero se considera en el marco del estudio mencionado en la nota 2.

Por último, cabe advertir sobre las dificultades que representa efectuar una comparación internacional cuantitativa como la que aquí se ofrece, debido a las diferencias entre países en cuanto a metodologías de contabilidad, organización institucional de los sistemas de pago y financieros, así como por las distintas relaciones generales entre economía y finanzas que existen en cada caso.

Para minimizar la importancia del problema se utilizaron bases de datos de organismos internacionales especializados, en las que éstos han procurado compatibilizar la información atendiendo a las dificultades planteadas.

En cualquier caso, es conveniente ser cautos respecto del alcance de las conclusiones y tendencias que se extraigan, según los datos que se presentan a continuación.

Cabe destacar, asimismo, que el sistema financiero y los bancos mexicanos se enfrentan a un acelerado proceso de transformación debido a la privatización bancaria, el incremento en el número de intermediarios, la liberalización y desregulación de sus operaciones, así como la perspectiva de apertura al exterior. El desarrollo de estos procesos puede modificar algunas de las tendencias aquí reseñadas.

## **I. Tamaño relativo de la economía mexicana**

La evaluación del tamaño del sistema financiero y bancario de un país no se realiza en abstracto, sino que resulta de la relación de éstos con la economía a la que sirven. En consecuencia, las medidas que se utilizan para definir dicho tamaño se presentan como proporciones de alguna dimensión más general de la economía nacional de que se trata, por ejemplo el Producto Interno Bruto (PIB).

Por ello, se analizará en primer término el tamaño relativo de la economía mexicana respecto de la de los países seleccionados en la muestra, a fin de apreciar adecuadamente el alcance de las medidas para los sistemas financieros que se presentan en la siguiente sección.

Pretendemos construir una imagen de la importancia y las características distintivas del tamaño relativo de la economía mexicana, dentro del contexto internacional. Esta imagen no puede estar determinada por una sola medida, sino que para construirla deben tenerse en cuenta varias dimensiones interrelacionadas.

Compararemos a la economía mexicana con una muestra de países de la OCDE en la que se incluye a Turquía, por ser ese país el más pobre de la organización, lo que le hace definir indicadores de tamaño mínimo que son útiles para caracterizar la posición relativa de la economía mexicana dentro de esa instancia económica, a la que México se integrará próximamente.

Se consideraron tres medidas básicas, como son: número de habitantes, Producto Interno Bruto y este producto medido per cápita. Para cada una de ellas se estableció el orden de tamaño que tienen los países de la muestra, dentro del universo formado por México y los 24 países que integran la OCDE. Luego se analizan medidas de la estructura sectorial en la producción y en el empleo, tanto en México como en los países de la muestra.

La información sobre estas cinco medidas corresponde al año 1990 y se presenta en el Cuadro 1.

Por último, fuera del marco comparativo presentado en este cuadro y para cualificar los alcances de la información allí analizada, se presenta una caracterización de la estructura y el tamaño del mercado interno mexicano a partir de identificar los sectores

CUADRO 1  
Tamaño comparativo de país  
México y países de la OCDE (1990)

	México	E. U.	Canadá	Japón	España	Francia	Inglaterra	Turquía
<b>Tamaño absoluto</b>								
Población (en miles)	81249,0	251523,0	26620,0	123540,0	38959,0	56420,0	57411,0	56472,0
PIB(1)	237,7	5392,2	570,1	2990,4	491,2	1190,8	975,1	108,3
PIB per cápita(2)	2925,0	21449,0	21418,0	23801,0	12609,0	21105,0	16985,0	1896,0
Orden de tamaño(3)								
Según número habitantes	3,0	1,0	10,0	2,0	9,0	8,0	6,0	7,0
Tamaño de PIB	11,0	1,0	7,0	2,0	8,0	4,0	6,0	25,0
PIB per cápita	24,0	10,0	11,0	6,0	20,0	12,0	18,0	25,0
<b>Estructura producción</b>								
Agro/PIB	9,0	n.d	n.d	3,0	n.d	4,0	n.d	18,0
Industria/PIB	23,0	38,0	n.d	42,0	n.d	29,0	n.d	33,0
Servicios/PIB	61,0	n.d	n.d	56,0	n.d	67,0	n.d	49,0
<b>Estructura ocupación (4)</b>								
Emp. Agro (%PEA)	24,6	2,8	4,2	7,2	11,8	6,1	2,1	47,7
Emp. Ind. (%PEA)	25,8	25,8	26,2	34,1	34,1	29,9	19,9	19,8
Emp. Serv (%PEA)	45,6	49,6	70,9	58,7	54,8	6,4	32,3	32,2

(1) Miles de millones de dólares corrientes.

(2) Miles de dólares corrientes.

(3) El orden de posición se establece respecto de los 24 países de OCDE y México.

(4) Definición de población económicamente activa de OCDE.

Fuente: Elaboración propia con base en OCDE (1992) y Banco Mundial (1992).



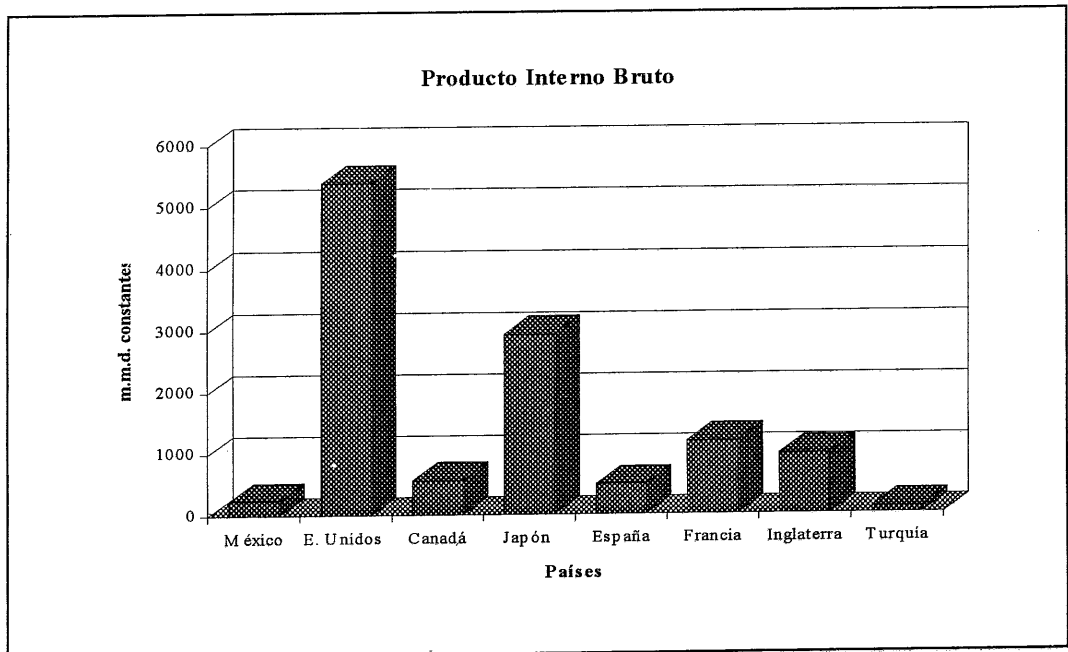
"moderno" y "tradicional" en los que éste puede dividirse, desde el punto de vista de la distribución del ingreso.

En la primera parte del Cuadro 1, se observan las tres medidas básicas indicativas del tamaño absoluto de los países antes mencionados, mientras que en la segunda se registra el orden de tamaño de los países de acuerdo con cada una de esas tres medidas.

Esta información nos muestra que si se considera el tamaño relativo de México en base a su población, el país aparece en tercer lugar de importancia dentro del universo de 24 países de la OCDE, sólo aventajado por Estados Unidos y Japón.

En cambio si se lo mide por el tamaño del Producto Interno Bruto, México ocupa el lugar número 11 de ese universo, superando a países como Suecia y Suiza que no están mencionados en el cuadro.

Gráfica 1

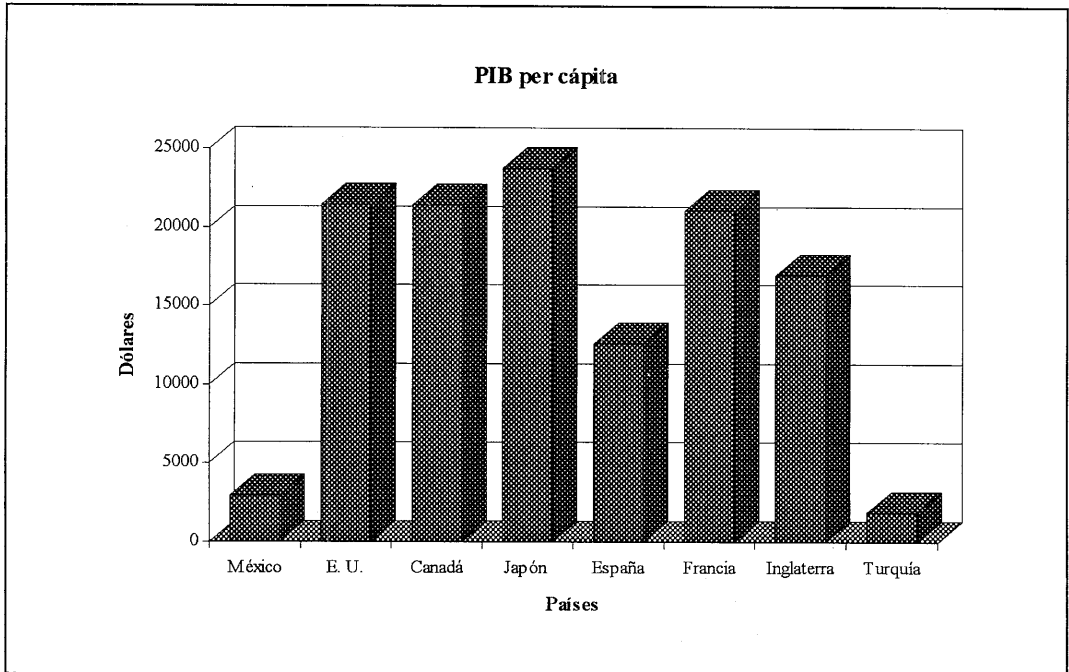


Fuente: Cuadro 1.

Pero si se mide el tamaño del país en razón del producto per cápita, México queda en el lugar 24, sólo adelante de Turquía. Desde el punto de vista de la clasificación de países que realiza el Banco Mundial, su producto per cápita ubica a México dentro del rango de

naciones que tienen un ingreso mediano alto, mientras que los otros países de la muestra integran el grupo de ingresos altos, con excepción de Turquía que pertenece al grupo de países con ingreso mediano bajo.

**Gráfica 2**



Fuente: Cuadro 1

Los contrastantes resultados que arrojan las tres medidas consideradas, pueden conciliarse analizando la información sobre la estructura de la producción y la ocupación para los distintos países que se presenta en la tercera y cuarta parte del Cuadro 1. Estas dos medidas son importantes porque permiten caracterizar las estructuras económicas de dichos países.

Si se revisan estas dos medidas estructurales de manera conjunta, al comparar la situación de México respecto de la de otros países, se encuentra lo siguiente:

Para el caso de México, en cuanto a la estructura de la producción, el producto del sector agrícola representa un bajo porcentaje del producto total, por lo que en este sentido México se asemeja a los países más avanzados y se distancia de Turquía. Pero al considerar la población que tiene empleo en ese sector, se observa que en el caso de México la misma tiene un peso importante en el total de la población económicamente activa,

mientras que en los países más desarrollados dicha población sólo representa un porcentaje muy reducido del total. Esto sugiere que en México el empleo en este sector es menos productivo que en los restantes países, con excepción de Turquía.

En lo que se refiere al sector industrial, éste representa en el caso de México prácticamente el mismo porcentaje en el producto que en la ocupación, mientras que en los países avanzados el producto del sector es superior al empleo. Aquí también los datos parecen mostrar una menor productividad de este tipo de ocupación en México, en relación con los países avanzados.

Por último, en México el sector servicios predomina en el producto y tiene una mayoría relativa en la ocupación, lo que es coincidente tanto con los países más avanzados como con Turquía.

Para complementar la imagen global sobre el tamaño relativo de la economía mexicana, habría que agregar a la información proporcionada en el Cuadro 1, una caracterización de la estructura del mercado interno mexicano a partir de los datos de la distribución del ingreso contenidos en la Encuesta de Hogares de 1989.

Visto así, en el mercado interno mexicano pueden distinguirse dos grandes sectores, que aquí denominamos "moderno" y "tradicional".

El sector "moderno" está compuesto por aproximadamente el 40 por ciento de la población, la que percibe el 74 por ciento de los ingresos.

**Cuadro 2: Estructura del mercado interno.**

Estructura del mercado	POBLACIÓN		Ingreso.	(1)PIB per cápita u\$a
	%	Abs. (1)	%	Abs. (1)
Sector "moderno" <sup>f</sup>	110%	8121370	38%	11,122
	30%	24364103	35,71%	3,484
Sector tradicional"	60%	48728207	26,10%	1273
PIB per-cápita promedio nacional 1990				2925

Nota 1: Estimado para 1990, extrapolarlo datos de la Encuesta de Hogares 1989.

Fuente: Elaboración propia con base en Encuesta de Hogares 1989, INEGI y Cuadro 7.1

Dentro de este sector "moderno", puede reconocerse un segmento de "ingresos altos" compuesto por el 10 por ciento de la población que percibe el 38 por ciento del ingreso total y otro segmento de "ingresos medios", compuesto por el 30 por ciento de la población la cual percibe 36 por ciento de los ingresos. Para aproximar un orden de magnitudes de lo que esto representa en cuanto a potencial de demanda, se estimó que el PIB per cápita anual de estos dos segmentos del sector "moderno" habría sido en 1990 del orden de 11,122 dólares y 3,484 dólares, respectivamente.

Como se observa al comparar esta información con la del Cuadro 1, el segmento del mercado interno compuesto por la población de mayores ingresos tendría un ingreso per cápita aproximado al ingreso promedio en España, mientras que el sector del mercado compuesto por la población de ingresos medios percibiría ingresos per cápita superiores en un 20 por ciento al promedio nacional.

Por otra parte, el sector del mercado interno que aquí se ha denominado como "tradicional" está compuesto por el 60 por ciento de la población, que percibe el 26 por ciento del ingreso total de los hogares. Siguiendo el mismo procedimiento que se aplicó para el sector "moderno", podría estimarse que este sector "tradicional" del mercado interno tendría un ingreso per cápita anual del orden de los 1,273 dólares, lo que representa el 40 por ciento del ingreso per cápita promedio para el año de referencia.

Interrelacionando estos elementos referidos a la estructura del mercado interno con las cinco medidas presentadas más arriba, se puede esbozar la siguiente imagen global del tamaño relativo que tiene la economía mexicana dentro del universo de países considerados, así como señalar algunos de sus rasgos más significativos para comprender las modalidades y características del sistema financiero y los bancos en el país.

Conforme a lo anterior, México es un país con un gran potencial debido a la magnitud de su población, pero con un relativo peso en la economía mundial atendiendo al tamaño del producto global que genera. Asimismo, la importancia de su actividad industrial en el producto y el empleo lo presenta como un país con una industrialización intermedia.

Sin embargo, los datos muestran también que el país tiene un notable atraso en su desarrollo, como lo indica el muy bajo nivel de su producto per cápita en comparación con el de los países avanzados. Esto sería resultado de los bajos niveles de productividad en la actividad económica, lo que se evidencia en la información sobre la estructura de producción y ocupación.

Visto en el contexto de los países seleccionados y de acuerdo con estos datos de población y producto, México es un país que puede llegar a constituirse en una potencia

media en la economía mundial. Pero para ello requiere un importante y sostenido ciclo de inversión productiva, a fin de alcanzar grados de desarrollo que correspondan a las condiciones de la economía internacional.

Cabe recordar que el país está realizando un importante esfuerzo de reforma económica y ajuste estructural, así como de estabilización macroeconómica y saneamiento de las finanzas públicas. Esto y el estímulo al desarrollo que provocaría la eventual integración comercial con Estados Unidos y Canadá en el marco del TLC de América del Norte, indican que lo más probable es que en los próximos años se avanzará en esa dirección.

Para el sector financiero y los bancos, la señal que surge de esta caracterización del tamaño relativo de la economía mexicana es que si se concretan las potencialidades mencionadas, se producirá una demanda muy fuerte y sostenida de financiamiento para apoyar el ciclo de inversión.

Al mismo tiempo, el bajo ingreso per cápita que tiene en promedio la población del país, hace evidente que mientras éste no se eleve habrá fuertes limitaciones tanto para incrementar de manera sustancial el nivel del ahorro interno, como para que la intermediación financiera y el crédito tengan un volumen y amplitud significativos.

No obstante esta última consideración debe matizarse con el resultado del análisis de la estructura del mercado interno, ya que como se vio hay un sector de altos ingresos que es relevante para la formación del ahorro y la demanda de fondos, configurando el núcleo de negocios para los diversos servicios financieros que se ofrecen en el país.

Asimismo existe un amplio sector de ingresos medios el que, con gradaciones, tiene un potencial importante de crecimiento en relación al uso de los servicios financieros.

Pero estos componentes del sector "moderno" tienen un limitado tamaño relativo, lo que es un elemento central para explicar el particular desarrollo del sistema financiero mexicano, que se mostrará en los puntos siguientes.

Esto mismo sugiere que, de mantenerse las condiciones actuales, el sistema financiero configurado sobre estas bases podría tener problemas con las economías de escala requeridas para lograr eficiencia y rentabilidad comparables con las del ámbito internacional.

En contraste con lo anterior, el amplio sector de la población que aquí se denominó como el segmento "tradicional" del mercado interno, tiene ingresos tan bajos que sugieren un factor de economía informal y una muy baja capacidad de ahorro que los aleja del sistema financiero formal.

Empero en el contexto de un modelo de economía abierta y en crecimiento, es previsible que este sector de la población incremente gradualmente sus ingresos, aproximándose a los rangos de los países desarrollados.

Por tanto y dentro del citado contexto, este amplio sector representa un extraordinario factor de crecimiento para el ahorro interno y un factor de fuerte demanda potencial de servicios para el sistema financiero formal.

## **II. El sistema financiero: tamaño y profundidad**

Para iniciar la comparación sobre los aspectos financieros específicos, en esta sección se compara el tamaño y profundidad del sistema financiero mexicano en relación con un conjunto de países seleccionados.

### **A. EL TAMAÑO DEL SISTEMA FINANCIERO**

Un rasgo general que caracteriza al sistema financiero mexicano es su bajo desarrollo, lo que se manifiesta en primer lugar en su limitado tamaño. Para brindar una imagen conjunta de dicho tamaño se compara la cantidad de sus principales instituciones con las que existen en Estados Unidos y en Canadá, incluyéndose como referencia medidas de actividad de las mismas.

Al ver este cuadro, inmediatamente se percibe que tanto en términos numéricos como en lo que hace al volumen de sus actividades en proporción al PIB, las distintas instituciones del sistema financiero mexicano son menores que las de Canadá y sustancialmente más pequeñas que las de Estados Unidos.

Asimismo, destaca el bajo desarrollo del sistema de pagos que sugiere la reducida cantidad y el bajo volumen de operación, tanto en tarjetas de crédito como de débito.

Cuadro 3

## Instituciones en los sistemas financieros de México, Estados Unidos y Canadá

	México	E. U	Canadá
<b>Bancos Comerciales</b>			
Número de bancos	18	12,317	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 (mill.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 mill. 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 mill. dólares	0,83	9,47	1,3

Nota:(1) México y Estados Unidos 1990. Para Estados Unidos 11,393 bancos con menos de 300 mill. 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 No. 538* Diciembre de. 1992.

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.

## B. PROFUNDIDAD FINANCIERA

Otra dimensión para apreciar el desarrollo relativo que tiene el conjunto del sistema financiero en un país, es la profundidad que alcanzan sus operaciones de captación y financiamiento con relación a la economía nacional, para lo cual se establecen indicadores como proporción del PIB. La hipótesis general desde la que se realiza esta comparación, es que una mayor participación relativa de la captación y el financiamiento con respecto al PIB, es un indicador positivo de desarrollo económico porque muestra una mayor capacidad del sistema financiero para contribuir al crecimiento de la economía<sup>3</sup>.

### **Captación**

Para analizar la profundidad en la captación financiera se consideran tres indicadores como son las relaciones de M2, M4 y el ahorro financiero respecto al PIB.

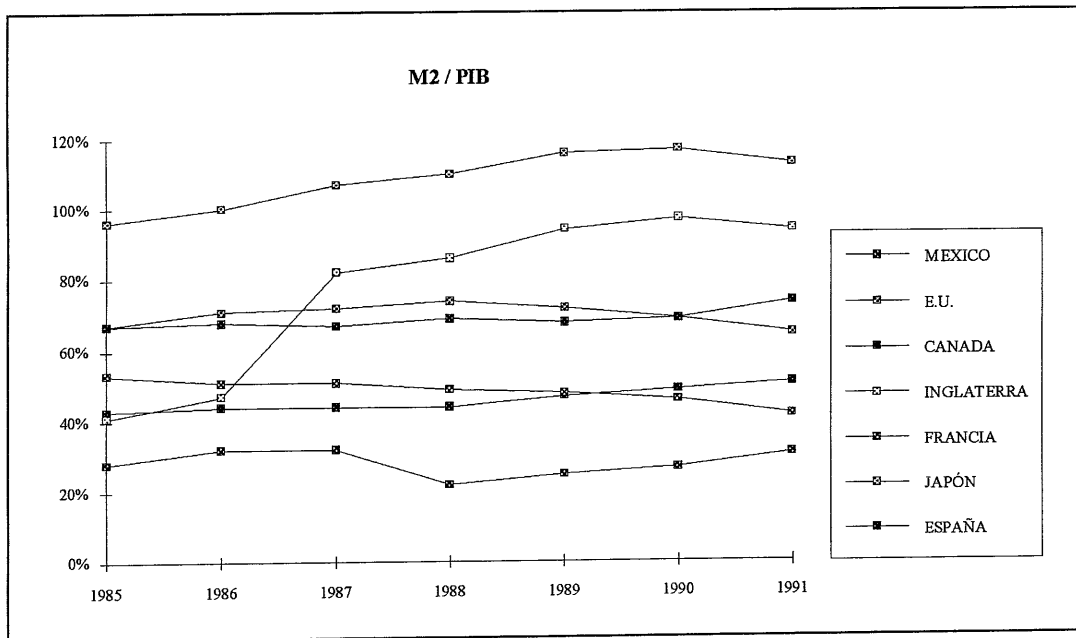
Comenzamos con la relación de M2 a PIB, donde M2 representa a los pasivos cuasi monetarios o de corto plazo del sistema y que para los distintos países se registra en la Gráfica 3.

Como puede observarse, en México esta medida de captación es muy baja en comparación con los registros del conjunto de países desarrollados incluidos en la muestra.

Esta relación fue disminuyendo en el periodo 1985-1988, para luego aumentar desde el inicio de la desregulación y liberalización financiera en 1989. En el periodo 1989-1991, esta relación aumentó rápidamente a tasas anuales de 3,6 a 13 por ciento lo que sugiere que, de mantenerse esta tendencia, llevaría más de seis años lograr que esa relación alcance el nivel que presenta en los países desarrollados.



Gráfica 3



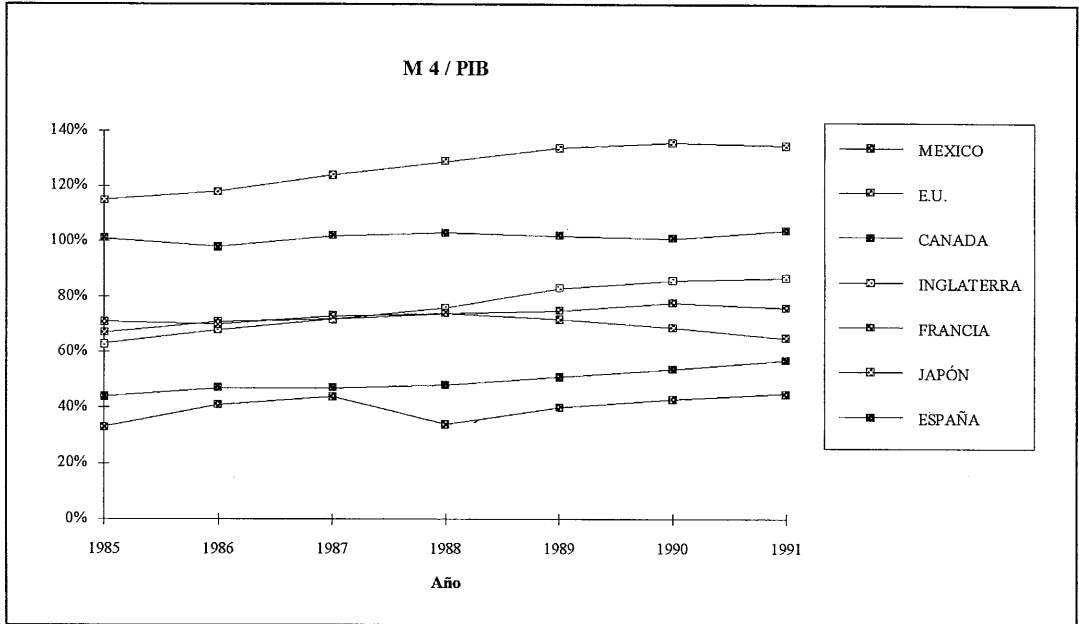
Nota: M2: billetes, monedas, cuentas de cheques y depósitos a plazos con vencimientos menores a un año.  
Fuente: Cuadro "Profundidad I", Anexo Estadístico.

El segundo indicador de profundidad en la captación financiera que presentamos es el de la relación de M4 respecto del PIB, donde M4 es la medida más amplia de los pasivos financieros en moneda nacional y extranjera y para todos los plazos. Esa relación de M4 a PIB para los distintos países se presenta en la gráfica 4.

Se observa en dicha gráfica que la relación de M4 a PIB en México también es baja, con respecto a la que se registra en los países desarrollados. Si bien en este caso la diferencia en relación con estos países es menor que la que se presenta para M2, todavía resulta significativa ya que por ejemplo para el año 1991 era de 12 y 28 puntos porcentuales del PIB con respecto a lo que se registra en Canadá y Estados Unidos.

Asimismo debe destacarse que si bien el crecimiento de esta relación de M4 a PIB fue relativamente importante en 1989 respecto de 1988, ya que alcanzó 17 por ciento, en los años posteriores su ritmo de crecimiento se redujo a tasas de 7,5 y 4,6 por ciento respectivamente. En consecuencia, de mantenerse esta tendencia, se requeriría un tiempo más prolongado que en el caso de M2 para alcanzar los niveles que presentan los países mencionados.

Gráfica 4



Nota: M4: M2 + títulos de deuda gubernamental y pasivos bancarios con vencimientos mayores un año.

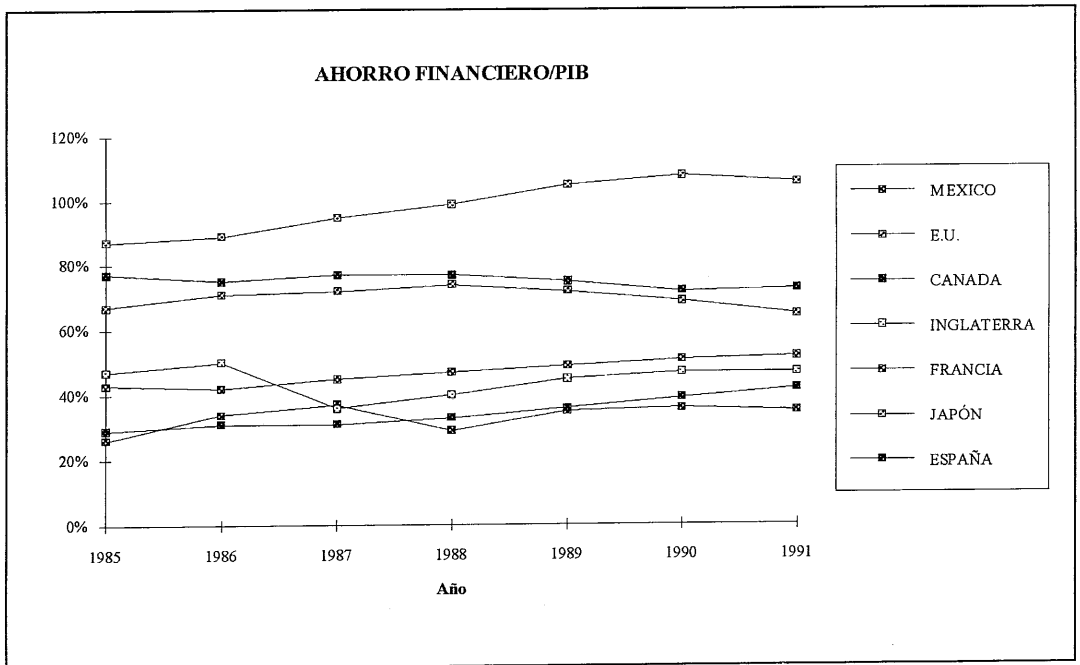
Fuente: *Idem*, Gráfica M2/PIB.

En general, los incrementos de M4 son significativos porque indican que se amplían los plazos de vencimientos para los fondos captados por el sistema, lo que a su vez permite ampliar los plazos de los préstamos con menores riesgos de interés y reduce la incidencia de los costos fijos en las operaciones de financiamiento, con respecto a las realizadas con fondos a plazos menores.

El tercer y último indicador para evaluar la profundidad en la captación, es el ahorro financiero respecto del PIB. El ahorro financiero es la diferencia entre la captación financiera total o M4 neta de los billetes, monedas y cuentas de cheque a la vista o M1. Por tanto, representa la parte del ahorro de la sociedad que es captada por el sistema financiero mediante distintos tipos de activos.

La relación ahorro financiero a PIB es importante porque su aumento indica que la sociedad dispone de un mayor volumen de ahorro en el sistema financiero, al que éste puede potenciar mediante una vinculación eficiente entre sectores deficitarios y superavitarios de la economía.

Gráfica 5



Fuente: *Idem* gráfica M2/PIB

Al igual que en las medidas de profundidad consideradas anteriormente, la relación M4 a PIB en México es más baja que la que se registra en los restantes países de la muestra, en un orden de 9 y 13 puntos del PIB con respecto a Canadá e Inglaterra, que son los casos más próximos.

Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre con M2 y M4, desde la liberalización y desregulación del sistema el ahorro financiero se ha mantenido estable y con tendencia a decrecer.

De conjunto, los tres índices de profundidad en la captación financiera muestran que esta es baja en términos internacionales, pero que tiende a crecer a partir de la reforma del sistema en 1989. El crecimiento en estas medidas de captación que se presentaron en México durante los últimos años, se equipara favorablemente con el incremento de las mismas en los países comparados.

Sin embargo, hay que recordar que el menor aumento de la captación en algunos casos refleja las situaciones de crisis financiera enfrentadas por estas naciones. Si bien las altas tasas de crecimiento en México muestran los primeros resultados favorables de la

reforma estructural y financiera, no es probable que estos niveles se mantengan así en los próximos años.

Vista en el contexto de las perspectivas de crecimiento de la economía, la baja profundidad en la captación financiera del sistema mexicano sugiere que esta tiene un alto potencial de crecimiento el como es habitual, se cumplirá a tasas más aceleradas que las del crecimiento de la economía.

## **Financiamiento**

Consideremos ahora tres índices para evaluar la profundidad en el financiamiento otorgado por el sistema financiero a la economía y, en particular, a los sectores público y privado. Éstos resultan de relacionar con el PIB el crédito total, el crédito al gobierno central y el crédito al sector privado.

El índice de crédito total en relación con el PIB en México, presenta el mismo retraso relativo respecto de los grandes países industrializados que se observó en las tasas de captación consideradas anteriormente<sup>4</sup>. Sin embargo, desde 1988 en adelante, ha habido un cambio importante en la estructura con la que se asigna este crédito total entre sector público y privado.

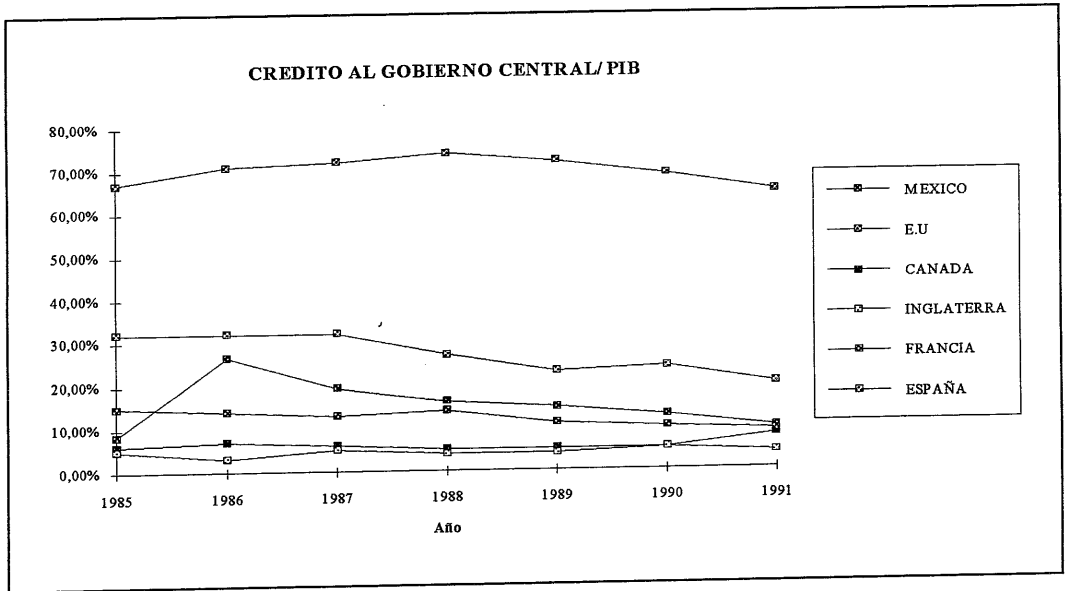
Como se puede ver en la Gráfica 6, se han reducido los créditos al sector público por efecto de las estrategias de política económica y la privatización de empresas públicas, seguidas por el gobierno en el último periodo. Con esto, México se ha aproximado marcadamente a los niveles internacionales actuales en cuanto a la canalización de fondos hacia el gobierno.

Por su parte, el crédito al sector privado como proporción del PIB en México también se encuentra a niveles extraordinariamente bajos en comparación con los de los países industrializados, como puede verse en la Gráfica 7. Esto refleja la difícil situación generada en la economía y las finanzas mexicanas, por la crisis de los ochenta.

Esta situación, empero, comenzó a modificarse aceleradamente desde la liberalización, desregulación y privatización del sistema financiero a fines de los ochenta.

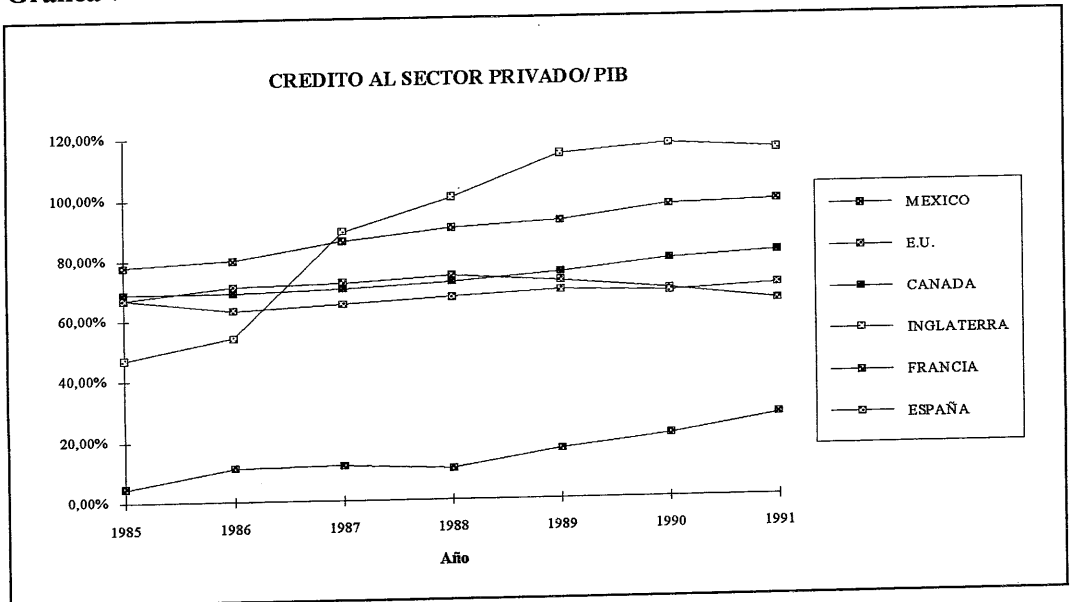
Entre 1989 y 1991 la tasa del crédito al sector privado en relación al PIB aumentó diez puntos porcentuales, para ubicarse en el orden del 27 por ciento del PIB. Estos fondos se aplicaron al financiamiento de empresas y del consumo privado (hipotecas, bienes durables, etcétera).

Gráfica 6



Fuente: Cuadro "Profundidad Financiera II", Anexo Estadístico.

Gráfica 7



Fuente: *Idem* Gráfica 6

Pero a pesar de la importancia del incremento, este indicador todavía guarda una notable diferencia con los niveles del 70 a 100 por ciento del PIB observado en los países objeto de la comparación.

De mantenerse el ritmo de crecimiento registrado en los tres años mencionados, se necesitaría un periodo de seis años para lograr alcanzar los niveles mínimos de aquellos países.

Es evidente que los elevados ritmos de crecimiento en el crédito al sector privado a que se hizo referencia, reflejan no sólo el impacto inmediato de la liberalización sino también una importante demanda insatisfecha acumulada durante los años de la crisis. Por ende es previsible que, luego de la gran expansión inicial, los índices de participación del financiamiento al sector privado en relación al PIB crezcan a ritmo más lento.

De conjunto, el análisis de la profundidad en el financiamiento de la economía bajo su nueva orientación predominante hacia el sector privado, muestra que la misma debe incrementarse significativamente, no sólo para alcanzar los estándares internacionales, sino para que el sistema pueda atender las grandes demandas que se generen en un contexto de crecimiento económico nacional como el antes descrito.

### **III.- Tamaño, estructura y desempeño comparativo de la banca comercial**

En esta sección se considera el tamaño y desempeño de los bancos comerciales mexicanos, en la misma dimensión internacional comparada con la que se abordaron los apartados anteriores. El análisis de los bancos es pertinente a pesar de que en el nuevo sistema el principal intermediario sea la banca universal o grupo financiero, porque éstos todavía están en un estado incipiente de organización bajo esa lógica.

En la primera parte de esta sección se analiza el tamaño y la estructura del sistema de bancos comerciales, mientras que en la segunda se estudian diversas medidas de desempeño de la banca.

#### **A. TAMAÑO Y ESTRUCTURA DE LA BANCA COMERCIAL**

Para analizar el tamaño y la estructura del sistema de bancos comerciales respecto de seis de los más importantes países de la OCDE, se tomaron cuatro tipos de indicadores que se presentan en el Cuadro 4.

CUADRO 4

Comparación de sistemas bancarios comerciales

	México	E. U	Canadá	Japón	España	Francia	Inglaterra
<b>TAMAÑO ABSOLUTO (1)</b>							
Número Bancos (2)	18	13791	66	145	154	385	47
Activos totales (mill. dól.) (2)	158,848	2,959,000	477,931	5,531,551	n.d.	1,473,064	282,909
Número Empleados (2)	166,261	1,550,000	177,000	397,000	157,000	360,700	399,300
Número Sucursales (2)	4,447	49,519	7,307	14,045	16,836	20,828	12,789
Número Cajeros Automát. (2)	4,057	58,500	6,894	68,200	n.d.	12,000	11,000
<b>TAMAÑO MEDIO DE BANCO</b>							
Activos por Banco (mill. dól.) (2)	8825	214,56	7241	38413	n.d.	3826	6019
Activos por empleado (mill. dól.)	0,955	1,934	2,700	13,933	n.d.	4,084	0,709
Activos por sucursal (mill. de dólares)	35,7	59,7	65,4	393,8	n.d.	70,7	22,1
Empleados por Banco	9236	111	2682	2771	1019	936	8496
Sucursales por Banco	247	3,6	111	99	109	54	272
<b>EN RELACIÓN A LA POBLACIÓN.</b>							
Habitantes por sucursal	18270	4973	3599	8764	2314	2683	4472
Habitantes por cajero automático.	20027	4210	3815	1805	n.d.	4658	5200
<b>ESTRUCTURA</b>							
Activos totales / PIB (2)	41,06%	56,53%	69%	192%	n.d.	155%	89%
Captación (M2) / PIB (3)	29%	61%	51%	113%	74%	42%	94%
Concentración C4 ( % act. tot.)	80%	19%	90%	n.d.	51%	48%	79%

Fuente y notas: Ver cuadro 3. a del Anexo Estadístico

En la primera parte de este cuadro se presentan medidas de tamaño absoluto; en la segunda se estima el tamaño medio del banco; la tercera registra medidas relativas a la población y en la última se anotan algunos rasgos de la estructura bancaria.

Como ya se señaló al considerar el tamaño comparado del sistema financiero, el número de bancos en México es marcadamente más pequeño que en los otros países.

Pero aún es más notorio 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 por ciento de los activos del mayor banco japonés, o al 74 por ciento de los del Citicorp; o, finalmente, son menores que los activos de los dos mayores bancos de Canadá. (Ver Cuadro 5 en la sección 4.)

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 el limitado volumen global de los negocios bancarios en México se manifieste en elevados valores promedio por entidad. En contraste, en el caso de Estados Unidos, hay un sesgo en el tamaño medio de banco debido a la amplia cantidad de pequeños bancos que existen en dicho sistema, mientras que en el caso de Inglaterra el bajo volumen de los activos por banco refleja la difícil situación interna de la banca.

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 volveremos más adelante.

El número de habitantes por sucursal y por cajero automático, dan otras dos interesantes medidas del reducido tamaño relativo que tiene el sistema de bancos comerciales mexicanos. La primera medida hace evidente la insuficiente vinculación de los bancos con la población, el cual es un problema importante para 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, esto indica un factor similar al anterior además de ser un elemento que incrementa los costos de operación de la banca, al tiempo que refleja el atraso en el sistema de pagos.

Un último conjunto de elementos que se presentan en el Cuadro 4, se refiere a la estructura comparada de los sistemas bancarios.



Destaca en primer lugar la baja penetración de los bancos mexicanos en la economía nacional, medida por la importancia de los activos y la captación respecto del PIB.

Por otra parte se observa la elevada concentración de los cuatro mayores bancos mexicanos, medida como proporción de los activos totales. Sin embargo, este 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 variables. [Sánchez, 1993.]

Para concluir este análisis sobre el tamaño y la estructura de la banca comercial en México en relación con seis países de la OCDE, diremos que los elementos presentados permiten adelantar la hipótesis de que un problema central del sistema bancario actual es el reducido número de bancos y de su red de servicios, así como la elevada concentración económica en los dos mayores bancos del país.

## **B. DESEMPEÑO DE LA BANCA COMERCIAL**

En este punto se analiza el desempeño de la banca mexicana en comparación con diversos países de la OCDE, de acuerdo con la información disponible en cada caso.

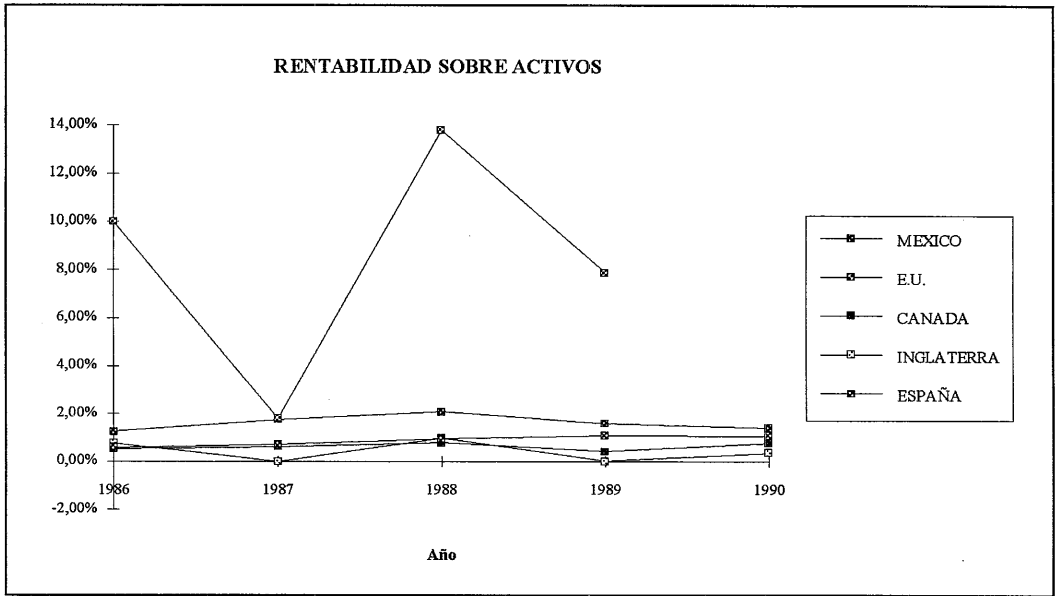
Para este ejercicio se consideraron seis variables de desempeño como son Rentabilidad, Capitalización, Eficiencia, Productividad, Control de Costos y Préstamos/Fondeo. Para cada variable pueden presentarse diversos indicadores, según requiera la comprensión de este aspecto del desempeño bancario.

### **Rentabilidad**

Comencemos con la variable de Rentabilidad, en la cual destacamos los indicadores de Rentabilidad sobre Activos o ROA y de Rentabilidad sobre Capital o ROE .

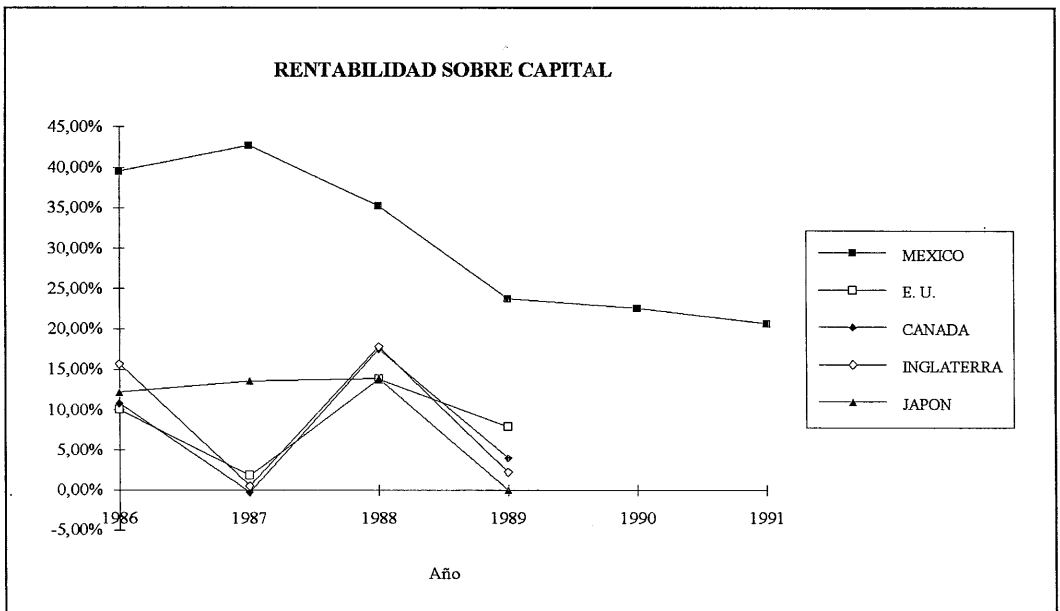
La información correspondiente a la rentabilidad sobre activos se presenta en la Gráfica 8. Como puede verse, la ROA en México está muy por encima de los niveles que presenta en los bancos de otros países, aunque desciende desde 1989 por el impacto de las pérdidas que tuvo el Banco Internacional y por el incremento de 50 por ciento en los activos, que se produjo a consecuencia de incorporar en el balance las cuentas maestras anteriormente registradas fuera de la hoja de balance.

Gráfica 8



Fuente: Cuadro "Rentabilidad" en Anexo Estadístico.

Gráfica 9



Fuente: *Idem* Gráfica 8

Por su parte la Rentabilidad sobre el Capital, cuyos datos se presentan en la Gráfica 9, también alcanza en México niveles muy superiores a los de los países comparados, aunque esta medida ha ido descendiendo para aproximarse a las condiciones que se observan en algunos de los otros sistemas bancarios.

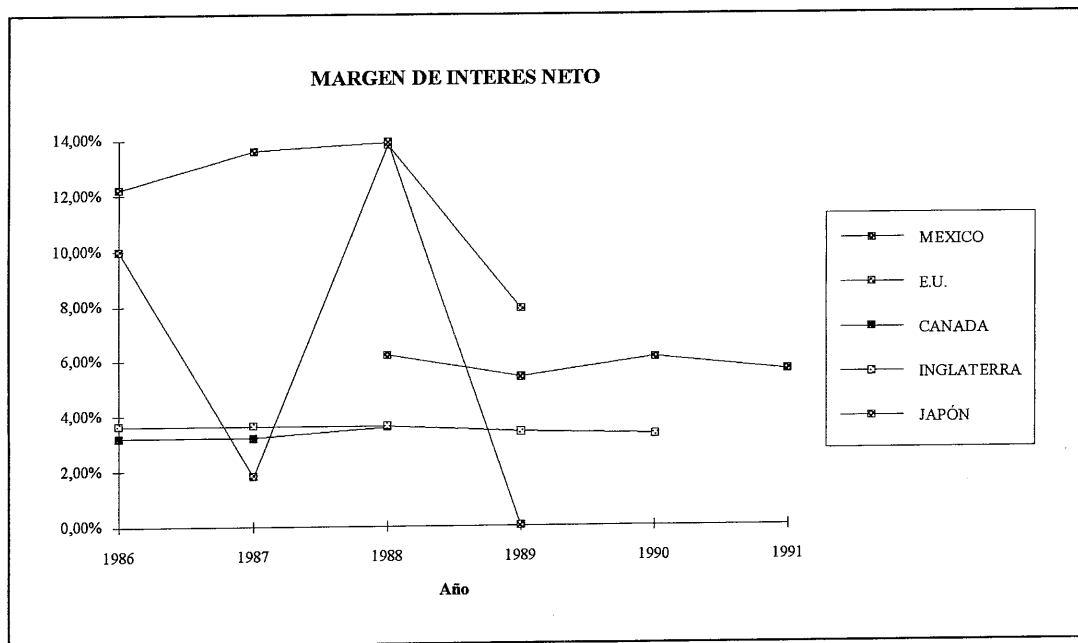
Medida la rentabilidad de la banca mexicana tanto en términos de la ROA como de la ROE, ésta ha sido muy superior a la que tuvieron los bancos de los restantes países analizados, aun en el caso de España que destacó internacionalmente en los últimos años por la evolución de su rentabilidad luego de la liberalización.

Este elevado nivel de rentabilidad de la banca mexicana, responde a varias causas.

En primer lugar, es el resultado de los importantes ingresos por intereses obtenidos por los bancos desde la liberalización del sistema y la privatización de las instituciones, lo que a su vez se explica por los márgenes de intermediación y por el volumen de los préstamos otorgados por la banca.

Una aproximación a lo que significan dichos márgenes, la brinda el margen de interés neto que en el caso de la banca mexicana se ubica muy por encima del de otros países, tal como ilustra la Gráfica 10.

Gráfica 10



Fuente: *Idem* Gráfica 8 en Anexo Estadístico.

En lo que se refiere al volumen de operaciones, baste recordar lo indicado en el punto anterior cuando se señalaba que en México los créditos al sector privado pasaron de representar el 10,5 por ciento del PIB en 1988, al 26,8 por ciento en 1991. En términos generales estos fueron préstamos hechos a individuos para bienes durables, vivienda entre otros, que representaron un segmento de alta rentabilidad en estos años. Al respecto puede consultarse el cuadro "Profundidad Financiera II" en el Anexo Estadístico.

En general hay que señalar que un factor importante para explicar esa elevada rentabilidad de la banca mexicana, lograda a partir de grandes diferenciales entre tasas pasivas y activas, se basa en la presión de la demanda privada por acceder a préstamos luego de los años de la crisis de la deuda externa.

Pero dicha rentabilidad sólo queda explicada cuando se observa que, a pesar de la liberalización, subsisten desde el lado de la oferta condiciones proteccionistas que impiden la competencia con intermediarios extranjeros para equiparar los costos locales del financiamiento con los de los mercados internacionales, así como barreras a la entrada de nuevos intermediarios locales que diversifiquen la oferta de servicios financieros.

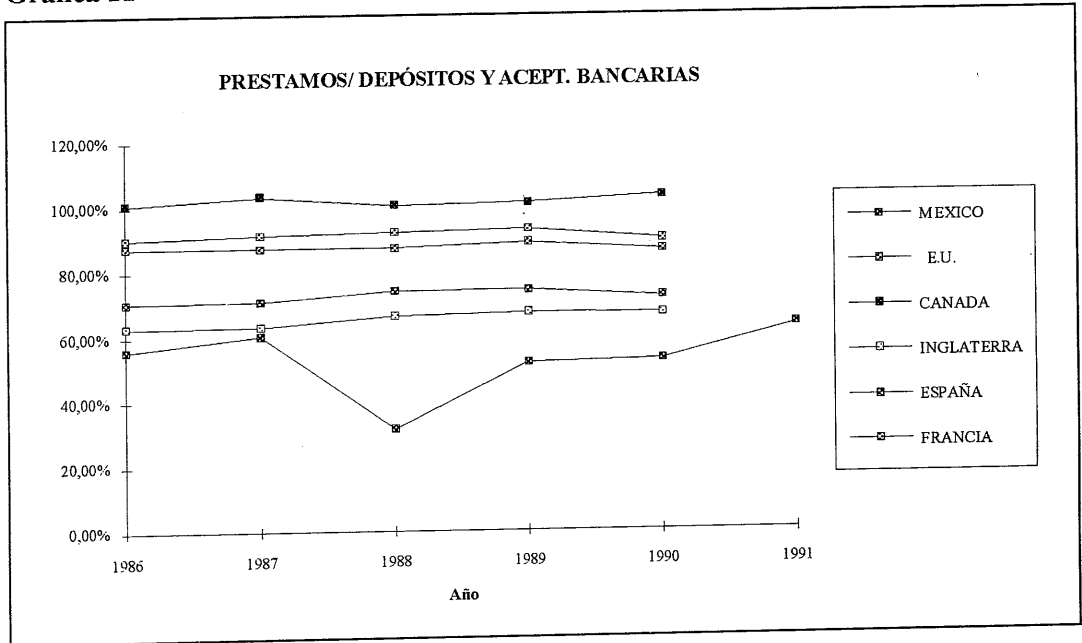
Esto ha impedido que se reduzca el diferencial entre tasas pasivas y activas y es de prever que la situación continúe así por algunos años, dados los plazos para la apertura externa que se negociaron en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, lo mismo que el lento crecimiento del número de bancos que concurren al mercado local<sup>5</sup>.

En cambio, como puede verse en el cuadro de Rentabilidad, a diferencia de lo que ocurre en otros países, en México los ingresos distintos de intereses o ingresos operativos no financieros no ocupan todavía un lugar importante en la rentabilidad de la banca, llegando incluso en 1990 y 1991 a decrecer su participación en el total de ingresos operativos. Por tanto, este resulta un campo de fuerte potencialidad para la expansión de los rendimientos de la banca mexicana en los próximos años.

### **Préstamos/Fondeo**

Otro importante factor para explicar la rentabilidad de la banca mexicana es la variable que denominamos Préstamos/ Fondeo. En particular se trata de la favorable situación en la que los bancos obtienen los fondos. Por una parte, durante estos años los préstamos han sido inferiores a los depósitos más las aceptaciones bancarias, como puede verse en la Gráfica 11.

Gráfica 11



Fuente: Cuadro "Préstamos /Fondeo" en Anexo Estadístico.

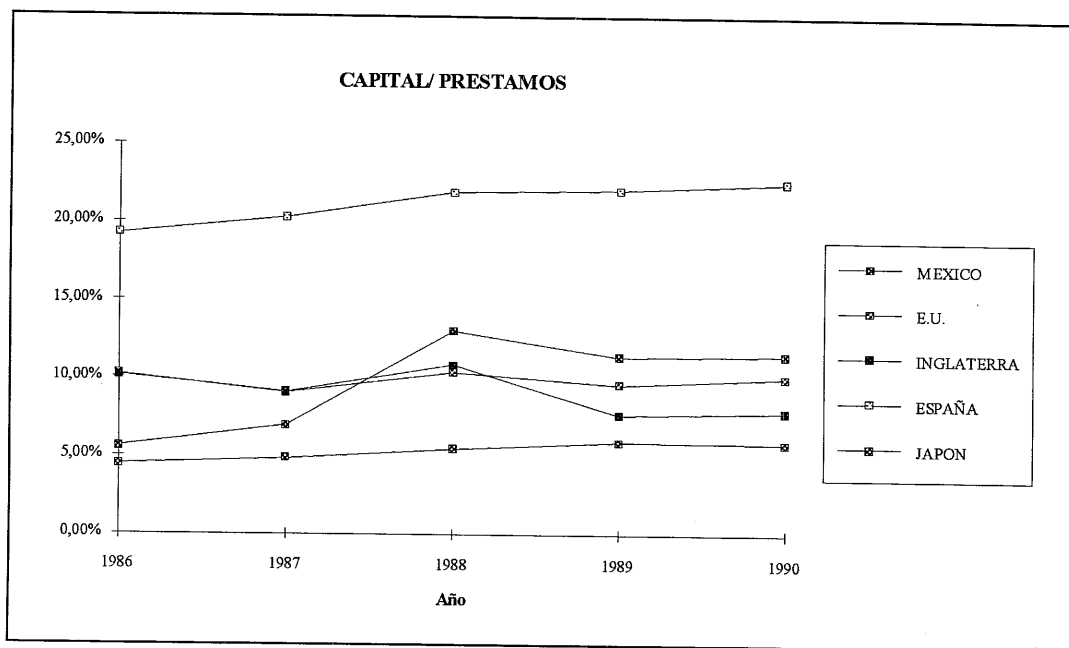
Esto significó que los bancos dispusieron de fondos abundantes para atender la demanda de crédito y que el costo de dicha captación fuera relativamente bajo por la gran oferta de depósitos. Por otra parte, los bancos han captado en los mercados internacionales fondos a tasas bajas y plazos largos, los que luego eran aplicados en operaciones activas en el mercado local a tasas sustancialmente más altas y a plazos más cortos, obteniendo una ganancia por el arbitraje de tasas y plazos.

Ambos factores han permitido que los bancos pudieran abastecer el fuerte incremento de la demanda de préstamos en el país con fondos de bajo costo, manteniendo márgenes significativos entre tasas pasivas y activas.

### Capitalización

En lo que se refiere a la capitalización de la banca mexicana en comparación internacional, la Gráfica 12 muestra que al inicio del periodo la misma estaba a niveles sustancialmente más bajos que la de otros países, pero que luego comenzó a incrementar sus niveles de capitalización hasta ubicarse en los rangos comunes.

Gráfica 12



Fuente: Cuadro "Capitalización" de Anexo Estadístico

Esto se explica, por una parte, por el hecho de que en el periodo en que la banca estuvo nacionalizada no se requería un nivel tan elevado de capitalización, ya que el principal prestatario era el propio Estado y por tanto había un bajo riesgo de cartera. En cambio, a partir de la privatización de la banca, comenzó a crecer el crédito al sector privado según se indicó más arriba. Con ello aumentó el riesgo de insolvencia de los prestatarios y, por lo mismo, la necesidad de incrementar los niveles de capitalización de los bancos.

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, si bien establecieron condiciones más rigurosas que las allí fijadas<sup>6</sup>.

Por ejemplo, la definición de "capital básico" utilizada en México es conceptualmente equivalente al capital núcleo (*Core capital* o *Tier One capital*) del acuerdo, pero guarda con esta última algunas diferencias importantes.

La primera se refiere al grado de estabilidad que tiene el capital básico o núcleo en una y otra reglamentación.

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 de acciones preferentes acumulativas).

En cambio el capital básico que se define en México es más inestable y menos sólido, porque si bien está integrado por los mismos componentes que el capital núcleo, tiene otros cuyo valor contable puede variar.

En primer lugar las reservas se consideran en su totalidad, pese a que muchas de ellas no tienen requisitos de inversión obligatoria, con 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 dicho concepto está limitado a sólo el 80 por ciento. 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 agrupamiento y la mayor ponderación de los activos que, en el caso de México, es mucho mayor que lo allí establecido.

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 los 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 por ciento mientras que en el Acuerdo de Basilea son ponderados en cero por ciento.

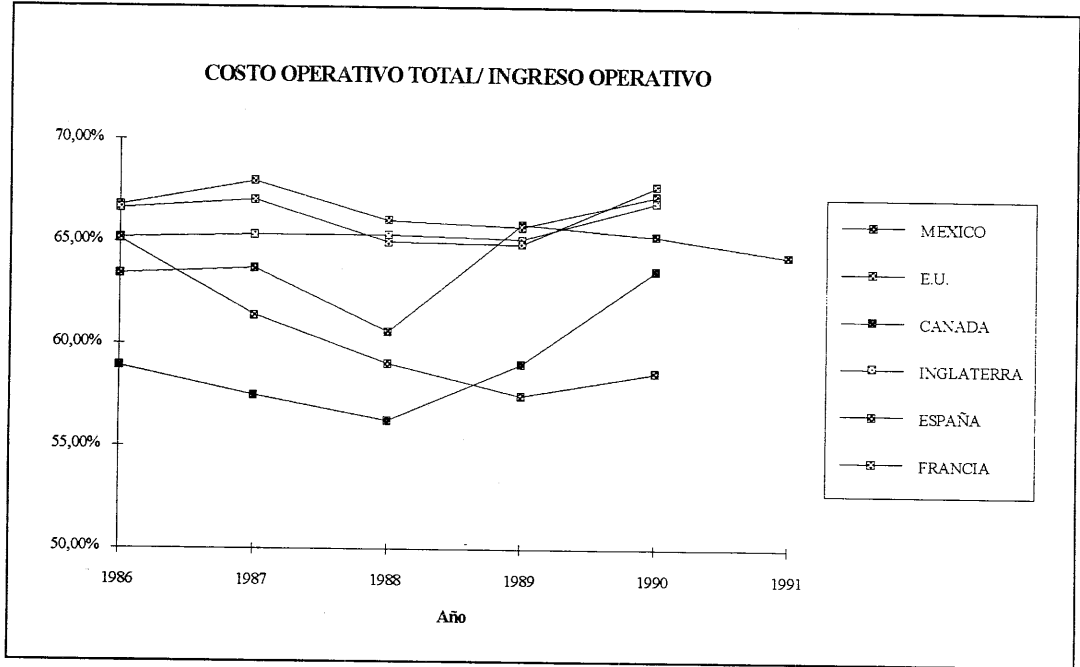
Siguiendo las normas establecidas por la Secretaría de Hacienda, los bancos mexicanos elevaron su relación de capital a activos hasta el nivel del 8 por ciento exigido para inicios de 1993, lo que significa que sus niveles de capitalización están por encima de los que se exigen a los bancos en otros países bajo el Acuerdo de Basilea.

## **Eficiencia**

Para comparar el desempeño de la banca mexicana desde el punto de vista de la eficiencia, se utiliza la relación de costo operativo total a ingreso operativo, que es el principal indicador para este efecto. Como puede verse en la Gráfica 13, de acuerdo con este indicador la eficiencia de la banca mexicana está en rangos internacionales. Sin embargo,

hay que destacar que la reducción de la relación de costo operativo total a ingreso operativo en la banca mexicana durante los últimos años, es resultado del aumento de ingresos más que de la reducción de los costos.

Gráfica 13



Fuente: Cuadro "Eficiencia" del Anexo Estadístico

## Productividad

Lo anterior se relaciona con la situación comparativa de los indicadores de productividad de la banca mexicana respecto de los de la banca internacional, que puede verse en el cuadro "Productividad I" del Anexo Estadístico.

En el caso mexicano, la productividad por empleado ha aumentado en los últimos años para ubicarse por encima de los niveles internacionales, cambio que ha estado influido por las reducciones de personal que se han registrado desde la privatización de los bancos. Por su parte, la productividad por sucursal se ha mantenido oscilando en torno a valores comparables con los de la banca de países desarrollados.

Subsiste, no obstante, un elevado número de empleados por sucursal en y una baja relación de margen financiero a ingreso financiero, en comparación con los de otros países.



Por ejemplo, mientras que en México hay 37 empleados por sucursal y relaciones de margen a ingreso financiero del orden del 25 por ciento, en España hay nueve empleados por sucursal y aquella relación está en el nivel de 34 por ciento. 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 aproximarse a los estándares internacionales.

### **Control de costos**

La última variable de desempeño que presentamos es la de Control de Costos, cuyos indicadores pueden verse en el cuadro "Control de Costos" del Anexo Estadístico.

En general, puede destacarse que los distintos indicadores de control de costos muestran que la banca mexicana se ubica en los rangos de la banca de los países usados en la muestra.

Asimismo, destaca la tendencia a disminuir la relación del costo de personal con respecto al gasto y el ingreso operativo, lo que se relaciona con la disminución de personal arriba indicada.

En cambio, se incrementa el concepto "otros gastos" como proporción del ingreso operativo, lo que lleva a que aumente la relación de total de costos operativos.

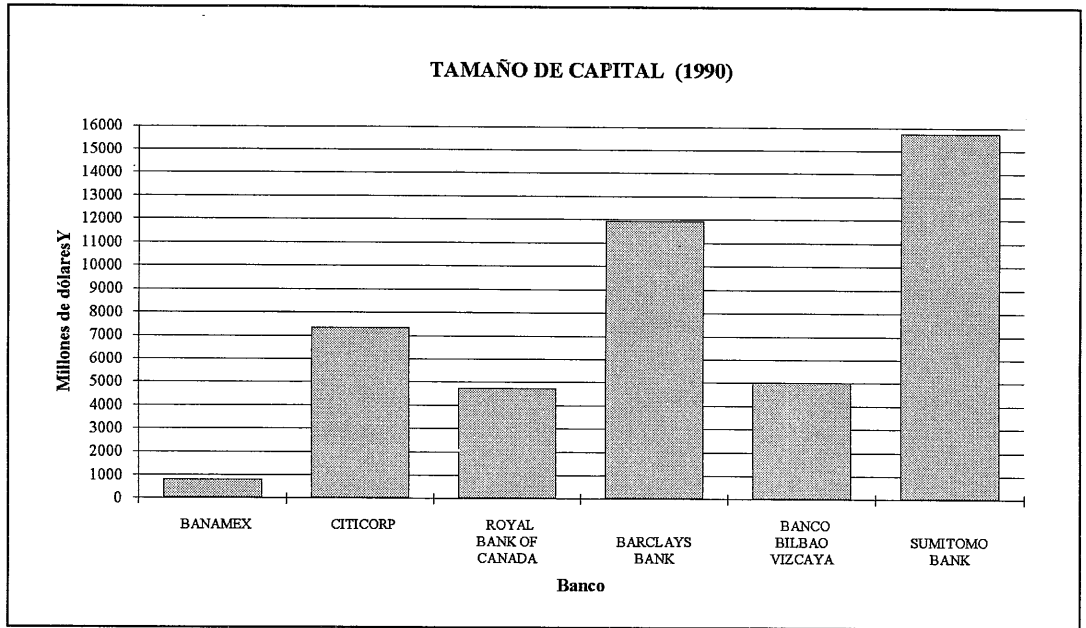
### **IV.- Los grandes bancos**

Para finalizar la comparación internacional, analizaremos cuál era la situación en 1990 de los tres bancos más importantes de México y de diversos países seleccionados. Para ello se utiliza la información de una muestra internacional con los mil mayores bancos ordenados en razón del volumen de su capital, realizada por la revista *The Banker*.

Como puede verse en el Cuadro 5, los tres mayores bancos mexicanos figuraron en las posiciones 257, 298 y 605, mientras que los tres mayores bancos de España se ubicaron en los lugares 37, 73 y 77.

Esa posición relativamente rezagada de los grandes bancos mexicanos, expresa el limitado volumen de su capital si se lo considera en perspectiva internacional, tal como puede verse en la Gráfica 13.

Gráfica 14



Fuente: Cuadro 5.

Sin embargo, también hay que destacar que estos tres grandes bancos mexicanos tienen una importancia relativa en la muestra, que es superior a la importancia del conjunto del sistema bancario mexicano que se observó en el Cuadro 4. Esto confirma el grado de concentración económica que existe en dicho sistema.

Por otra parte, la comparación del Cuadro 5 muestra también una relativa debilidad de los bancos mexicanos, en particular en lo que se refiere a la relación capital/activos, sólo comparable con la de los bancos japoneses.

En cambio la comparación de la rentabilidad resulta altamente favorable para estos grandes bancos mexicanos, en coincidencia con lo analizado en el apartado anterior para todo el sistema bancario.

**Cuadro 5**  
**Comparación de los tres mayores bancos en países seleccionados**  
**(Los valores monetarios, en millones de dólares estadounidenses)**

	RANKING S/CAPITAL	CAPITAL (1)	ACTIVOS (2)	ACT/PIB	CAPIT/ ACT(3)	GANANC. ANT.IMP.	CREC.REAL. GANANC.	GANANC. A CAPITAL (4)	ROA (5)
MÉXICO									
BANAMEX (12/90)	257	803	22416	9,46%	3,58%	536	190,50%	83,30%	2,39%
BANCOMER (12/90)	298	679	1512	7,81%	3,67%	341	-22,00%	54,10%	1,84%
SERFIN (12/89)	605	254	8591	3,62%	2,96%	131	-21,00%	63,20%	1,53%
ESTADOS UNIDOS									
CITICORP (12/90)	21	7346	214821	3,98%	3,42%	809	-50,10%	11,00%	0,38%
BANK-AMERICA CORP. (12/90)	34	5605	109089	2,02%	5,14%	1399	-1,60%	27,00%	1,28%
JP MORGAN CO. (12/90)	41	4693	92005	1,71%	5,10%	1054	N.D.	24,30%	1,15%
CANADÁ									
ROYAL BANK OF CAN. (10/90)	40	4728	98997	17,36%	4,78%	1310	72,20%	29,30%	1,32%
CAN. IMP. B. OF COM (10/90)	45	4501	89957	15,78%	5,00%	1105	75,30%	27,00%	1,23%
TORONTO-DOM. BANK (10/90)	51	3745	51303	9,00%	7,30%	758	-160,90%	21,00%	1,48%
INGLATERRA									
BARKLAYS BANK (12/90)	8	11924	2600048	26,67%	4,59%	1465	0,30%	12,80%	0,56%
NATIONAL WEST. B. (12/90)	10	10700	233468	23,94%	4,58%	972	13,90%	9,10%	0,42%
ABBEY NATIONAL (12/90)	35	5203	89639	9,19%	5,80%	1122	6,10%	22,60%	1,25%
ESPAÑA									
BANCO BILBAO VIZC. (12/90)	37	5000	87015	17,71%	9,80%	1460	-6,00%	29,60%	1,68%
BANCO SANTANDER (12/90)	73	3136	55169	11,23%	18,10%	992	10,80%	36,50%	1,80%
BANESTO-B. ESP. C. (12/90)	77	3028	51650	10,52%	15,90%	169	36,20%	24,00%	1,49%
FRANCIA									
CREDIT AGRICOLE (12/90)	6	13186	302983	25,44%	10,90%	1381	-6,50%	11,10%	0,46%
CREDITLYONNAIS (12/90)	12	9718	285238	23,95%	19,90%	1513	38,00%	18,80%	0,53%
BAQUE N. DE PARIS (12/90)	14	9368	289747	24,33%	10,90%	603	-43,70%	7,30%	0,21%
JAPÓN									
SUMITOMO BANK (3/91)	1	15735	407907	13,87%	3,86%	1953	-27,60%	12,90%	0,48%
DAI-CHI- KANGYO BANK (3/91)	2	14766	426855	14,52%	3,46%	1525	-30,90%	10,50%	0,36%
FUJI BANK (3/91)	3	13779	398321	13,55%	3,46%	1413	-37,80	10,60%	0,35%

(1) Capital + reservas + utilidades sin ponderar por el riesgo; (2) Activos totales sin ponderar por el riesgo; (3) Capital+reservas+utilidades no distribuidas/ activos totales sin ponderación de riesgo  
(4) Ganancias antes de Imp. / capital según nota (1). Esta medida es distinta de ROE: Utilidad neta/ capital+reservas+utilidades no distribuidas+ intereses monetarios. En el caso de Banamex, Bancomer y Serfin el ROE fue de 25.6, 16.86 y 24.62 respectivamente (Fuente: Natella (1992)); (5) El ROA está sobrevalorado porque no se ponderaron los activos por el riesgo.  
Para los bancos de México mencionados en el cuadro del ROA fue de 1.75, 1.64 y 1.00 respectivamente Fuente: Idem nota anterior  
Fuente del Cuadro: Elaboración Propia con base en TOP 1000 by country, The Banker, July 1991.

## **Conclusiones**

El análisis comparativo que hemos realizado arroja resultados contrapuestos. Por un lado, se comprueba un considerable atraso relativo tanto en lo que se refiere a tamaño como a la profundidad de los servicios financieros. Pero por otro, se observa que el sistema bancario tiene una extraordinaria rentabilidad que destaca a nivel internacional.

En la literatura [Fry, 1990] se indica que este tipo de resultados contrapuestos se presentó en otros países en los cuales se llevaron a cabo reformas financieras similares a la aplicada en México. Según estos estudios, lo anterior es característico de los periodos de transición desde un sistema financiero y bancario protegido y operando bajo condiciones de "represión", hacia otro sistema abierto, liberalizado y desregulado que opera según las fuerzas del mercado nacional e internacional.

Lo breve del periodo transcurrido desde que se inició la reforma financiera y las dificultades que se presentaron en la economía mexicana a partir de 1992 con la llamada "desaceleración" de la actividad, tornan difícil evaluar si el contrastante de resultados corresponde a la situación de transición que se menciona en la literatura.

En lo que se refiere al sistema financiero, la información sugiere que la profundidad en la captación y el financiamiento tiene un incremento gradual, aunque ambas están todavía lejos de los estándares internacionales.

Sin embargo, al considerar la relación entre tamaño de país y de sistema financiero, se hace evidente un gran retraso en algunas dimensiones estructurales de la misma. Por ejemplo, la presencia de las instituciones financieras en el territorio, la incorporación de la población al sistema financiero, etcétera. Por su propia naturaleza estos rezagos estructurales son difíciles de superar y hay pocas evidencias de que se avance en su corrección.

Por lo que hace al desempeño de la banca mexicana, podemos anotar que algunas de las variables presentadas han evolucionado hasta compararse favorablemente con el desempeño de los bancos internacionales. Por ejemplo en lo que se refiere a Capitalización, Eficiencia y Control de Costos.

En cambio, hay otros rubros como el de Productividad en donde la banca mexicana presenta rezagos significativos, sin que las medidas tomadas en el periodo de análisis se hayan reflejado en una mejoría de esta variable de desempeño.

Aun la propia variable de Rentabilidad no ha mostrado avances significativos en cuanto a su conformación estructural, ya que sigue basada en los amplios diferenciales entre tasas de interés pasivas y activas que son posibles por la subsistencia del proteccionismo y la segmentación entre mercado financiero interno y externo. Esto significa que el notable desempeño de la rentabilidad bancaria mexicana, todavía está fundado en las condiciones que la reforma financiera busca superar.

En cuanto a la estructura de mercado de la banca, la comparación internacional muestra que la banca mexicana responde a los mismos rangos de concentración que se observan en otros sistemas bancarios.

Pero la comparación a nivel de los grandes bancos sugiere que la política de concentración del sistema bancario impulsada por las autoridades mexicanas, no habría generado las instituciones líderes competitivas a nivel internacional como se esperaba cuando se implementó la estrategia de reforma financiera. [Sánchez, 1992.]

La contrapartida de este nivel de concentración, es que buena parte de los restantes bancos que integran el sistema en México son muy débiles y operan en escalas que hacen muy poco probable que puedan enfrentar con éxito la competencia internacional, a menos que se fusionen con otras entidades del país.

En general puede concluirse que, hasta el momento, las tendencias orientadas a llevar el sistema financiero y la banca mexicanos a los niveles internacionales, operan con lentitud. El ritmo y la intensidad de esta modernización, estarán determinados por los efectos del incremento en la competencia interna y por el impacto de la nueva competencia internacional con la concreción del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

Empero, es evidente que las marcadas asimetrías del sistema financiero y bancario mexicanos en relación al de los países industrializados, en particular Canadá y Estados Unidos, hacen prever que si no se aceleran los procesos de modernización financiera, la apertura a la competencia internacional producirá un impacto sobre el sistema financiero y sobre el país en su conjunto, difícil de absorber.



# ANEXO ESTADÍSTICO

## PROFUNDIDAD FINANCIERA

### Profundidad financiera I

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>M 2 / PIB</b>							
MÉXICO	28%	32%	32%	22%	25%	27%	31%
ESTADOS UNIDOS	64%	66%	64%	63%	62%	61%	61%
CANADÁ	43%	44%	44%	44%	47%	49%	51%
INGLATERRA	41%	47%	82%	86%	94%	97%	94%
FRANCIA	53%	51%	51%	49%	48%	46%	42%
JAPÓN	96%	100%	107%	110%	116%	117%	113%
ESPAÑA	67%	68%	67%	69%	68%	69%	74%
CHILE	41%	41%	43%	42%	44%	44%	43%
COREA	35%	36%	37%	38%	41%	40%	40%
<b>AHORRO FINANCIERO / PIB</b>							
MEXICO	26%	34%	37%	29%	34%	36%	33%
ESTADOS UNIDOS	64%	65%	64%	64%	62%	59%	57%
CANADÁ	29%	31%	31%	33%	36%	39%	42%
INGLATERRA	47%	50%	36%	40%	45%	47%	47%
FRANCIA	43%	42%	45%	47%	49%	51%	52%
JAPÓN	87%	89%	95%	99%	105%	108%	106%
ESPAÑA	77%	75%	77%	77%	75%	72%	73%
CHILE	58%	56%	57%	61%	65%	76%	72%
KOREA	37%	39%	44%	48%	54%	56%	54%
<b>M4 / PIB (1)</b>							
MÉXICO	33%	41%	44%	34%	40%	43%	45%
ESTADOS UNIDOS	80%	82%	82%	80%	78%	75%	73%
CANADÁ	44%	47%	47%	48%	51%	54%	57%
INGLATERRA	63%	68%	72%	76%	83%	86%	87%
FRANCIA	71%	70%	73%	74%	75%	78%	76%
JAPÓN	115%	118%	124%	129%	134%	136%	135%
ESPAÑA	101%	98%	102%	103%	102%	101%	104%
CHILE	64%	62%	62%	68%	72%	82%	79%
KOREA	46%	48%	54%	58%	64%	65%	64%

(1) Se tomó como M4 la medida más amplia disponible en FMI (1993).  
Fuente: Elaboración propia con base en FMI (1993); Banxico varios años.

## Profundidad Financiera II

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>CRÉDITO INTERNO TOT./ PIB</b>							
MÉXICO	14,5%	42,7%	35,7%	29,1%	34%	35%	37,8%
ESTADOS UNIDOS	82%	85%	86%	86%	82%	78%	75%
CANADÁ	75%	77%	77%	78%	81%	86%	91%
INGLATERRA	54%	59%	96%	105%	119%	123%	120%
FRANCIA	92%	94%	99%	102%	103%	107%	107%
JAPÓN	224%	234%	248%	258%	267%	270%	268%
ESPAÑA	102%	99%	99%	98%	95%	95%	94%
CHILE	119%	114%	107%	92%	82%	79%	70%
<b>CRÉDITO AL GOBIERNO CENTRAL/PIB</b>							
MÉXICO	8,5%	26,6%	19,4%	16,1%	14,7%	12,6%	9,8%
ESTADOS UNIDOS	9%	9%	10%	8%	7%	7%	8%
CANADÁ	6%	7%	6%	5%	5%	5%	8%
INGLATERRA	5%	3%	5%	4%	4%	5%	4%
FRANCIA	15%	14%	13%	14%	11%	10%	9%
JAPON	36%	39%	39%	40%	40%	37%	35%
ESPAÑA	32%	32%	32%	27%	23%	24%	20%
CHILE	45%	46%	41%	33%	27%	25%	19%
<b>CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO/ PIB</b>							
				p			
MÉXICO	4,5%	11%	11,7%	10,5%	16,5%	20,9%	26,8%
ESTADOS UNIDOS	67%	71%	72%	74%	72%	69%	65%
CANADÁ	69%	69%	70%	72%	75%	79%	81%
INGLATERRA	47%	54%	89%	100%	114%	117%	115%
FRANCIA	78%	80%	86%	90%	92%	97%	29%
JAPÓN	152%	159%	176%	187%	197%	203%	203%
ESPAÑA	67%	63%	65%	67%	69%	68%	70%
CHILE	70%	65%	62%	58%	53%	50%	48%

Fuente: *Idem* Profundidad Financiera I.



## DESEMPEÑO

## Desempeño I

## Rentabilidad (\*)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS (ROA) (1)</b>						
MÉXICO	1.26%	1.75%	2.09%	1.58%	1.41%	1.20%
ESTADOS UNIDOS	0,62%	0,09%	0,81%	0,48%	0,49%	n.d.
CANADA	0,53%	0,61%	0,78%	0,43%	0,77%	N.
INGLATERRA	0,76%	0,00%	0,98%	0,01%	0,34%	n.d.
ESPAÑA	0,59%	0,72%	0,95%	1,09%	1,06%	n.d.
FRANCIA	0,24%	0,29%	0,32%	0,27%	0,20%	n.d.
JAPÓN	0,24%	0,27%	0,30%	0,24%	0,19%	n.d.
<b>RENTABILIDAD SOBRE CAPITAL (ROE) (2)</b>						
MÉXICO	39,55%	42,72%	35,28%	23,75%	22,55%	20,68%
ESTADOS UNIDOS	10,00%	1,80%	13,80%	7,90%	n.d.	n.d.
CANADÁ	10,80%	-0,30%	17,50%	4,00%	n.d.	n.d.
INGLATERRA	15,70%	0,50%	17,80%	2,20%	n.d.	n.d.
JAPÓN	12,20%	13,60%	13,90%	n.d.	n.d.	n.d.
<b>GANANCIAS DE OPERACIÓN (3)/ACTIVOS TOTALES PROMEDIO</b>						
MÉXICO	2,16%	2,34%	3,25%	2,49%	2,52%	2,43%
ESTADOS UNIDOS	1,58%	1,54%	1,70%	1,75%	1,68%	n.d.
CANADÁ	1,50%	1,65%	1,93%	1,86%	1,58%	n.d.
INGLATERRA	1,73%	1,77%	1,85%	1,84%	1,66%	n.d.
ESPAÑA	1,60%	1,91%	2,16%	2,19%	2,12%	n.d.
FRANCIA	1,06%	0,96%	0,96%	0,90%	0,79%	n.d.
JAPÓN	0,56%	0,64%	0,70%	0,51%	0,38%	n.d.

## Desempeño II

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>INGRESOS OPER. NO FINANCIEROS(4)/INGRESOS OPER. (5)</b>						
MÉXICO	18.48%	24.16%	20.37%	28.38%	16.20%	15.22%
ESTADOS UNIDOS	32.44%	30.20%	30.08%	31.77%	32.79%	n.d.
CANADÁ	24.73%	28.35%	27.39%	29.18%	30.95%	n.d.
INGLATERRA	36.33%	38.17%	37.58%	39.10%	40.09%	n.d.
ESPAÑA	18.69%	21.06%	21.65%	20.19%	22.82%	n.d.
FRANCIA	14.45%	17.03%	17.01%	21.18%	20.07%	n.d.
JAPÓN	19.69%	25.12%	25.83%	23.84%	24.12%	n.d.
<b>MARGEN DE INTERÉS NETO (6)</b>						
MÉXICO	3.93%	3.70%	6.21%	5.47%	5.31%	5.02%
ESTADOS UNIDOS	3.72%	3.39%	3.67%	3.39%	3.23%	n.d.
CANADÁ	3.22%	3.21%	3.56%	n.d.	n.d.	n.d.
INGLATERRA	3.60%	3.60%	3.60%	3.40%	n.d.	n.d.
ESPAÑA	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
JAPÓN	1.23%	1.17%	1.14%	n.d.	n.d.	n.d.

Nota: (\*) Salvo indicación en contrario, se considera el total de bancos comerciales para cada país en cada año. Para Francia incluye cooperativas de crédito.

(1) U. neta/ act. tot. prom. desp. de imp. (2) Ingresos netos /promedio anual de capital + reservas + dividendos no distribuidos. ROE para todos los bancos en Estados Unidos y grandes bancos en Inglaterra. (3) Ingresos netos por intereses + comisiones+dividendos - (costos pers. + otros costos) (4) Ingresos distintos de intereses +dividendos (5) Ingresos netos por intereses + comisiones +dividendos. (6) Ingreso neto por intereses/promedio de activos que generan ingresos. Para Estados Unidos se usa el promedio de 10 grandes bancos, para Inglaterra promedio de los cuatro mayores, para Canadá los 5 mayores y para Japón los 13 mayores (city banks).

Fuente: Elaboración. propia con base en JP Morgan I y II (1992); CNB; OCDE (1992a) Swary y Topf (1992), *The Banker* julio de 1992

## Capitalización

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>CAPITAL (1) / PRÉSTAMOS (2)</b>						
MÉXICO	5,58%	6,93%	13,02%	11,36%	11,48%	10,38%
ESTADOS UNIDOS	10,19%	9,04%	10,35%	9,58%	10,06%	n.d.
INGLATERRA	10,13%	9,08%	10,83%	7,66%	7,85%	n.d.
ESPAÑA	19,25%	20,27%	21,92%	22,09%	22,53%	n.d.
FRANCIA	n.d.	n.d.	8,04%	7,14%	8,25%	n.d.
JAPÓN	4,45%	4,84%	5,44%	5,91%	5,83%	n.d.
<b>APALANCAMIENTO DE ACTIVOS (3)</b>						
MÉXICO	30,59%	45,66%	20,97%	15,33%	10,17%	7,53%
ESTADOS UNIDOS	15,45%	17,36%	15,03%	16,00%	15,30%	n.d.
INGLATERRA	17,28%	19,15%	15,48%	21,48%	20,96%	n.d.
ESPAÑA	11,75%	11,06%	9,78	9,84%	9,57%	n.d.
FRANCIA	n.d.	n.d.	34,06%	37,80%	29,94%	n.d.
JAPÓN	40,54%	37,22%	33,26%	31,53%	29,85%	n.d.

(1) Capital : capital + reservas + ganancias retenidas

(2) Cartera de crédito vigente

(3) Activos totales/ Capital

Fuente: *Idem* Cuadro de Rentabilidad

## Eficiencia

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>(1)COSTO OPERATIVO TOTAL/ INGRESO OPERATIVO.)</b>						
MÉXICO	63,46%	63,73%	60,61%	65,90%	65,33%	64,36%
ESTADOS UNIDOS	66,79%	67,97%	66,06%	65,76%	67,29%	n.d.
CANADÁ	58,89%	57,50%	56,27%	59,03%	63,63%	n.d.
INGLATERRA	65,20%	65,36%	65,37%	65,17%	66,95%	n.d.
ESPAÑA	65,13%	61,44%	59,06%	57,49%	58,63%	n.d.
FRANCIA	66,62%	67,04%	65,03%	64,92%	67,75%	n.d.
JAPÓN	64,44%	60,32%	55,99%	61,38%	67,51%	n.d.

(1) Costo de personal + otros costos operativos

Ingreso financiero neto + comisiones + dividendos

Fuente: *Idem* Cuadro de Rentabilidad

**PRODUCTIVIDAD****Productividad I**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>PRODUCTIVIDAD/ EMPLEADO (1)</b>						
MÉXICO	2,77	2,88	3,22	3,02	3,10	3,27
INGLATERRA	2,57	2,61	2,53	2,64	2,61	n.d.
ESPAÑA	2,20	2,33	2,45	2,60	2,63	n.d.
FRANCIA	2,36	2,39	2,50	2,53	2,44	n.d.
JAPÓN	2,79	3,18	3,19	2,99	2,79	n.d.
<b>PRODUCTIVIDAD/ SUCURSAL (2)</b>						
MÉXICO	1,58	1,57	1,65	1,52	1,48	1,55
INGLATERRA	1,53	1,53	1,49	1,53	1,49	n.d.
ESPAÑA	1,54	1,63	1,69	1,74	1,71	n.d.
FRANCIA	1,50	1,49	1,54	1,54	1,48	n.d.
JAPÓN	1,55	1,66	1,79	1,63	1,48	n.d.
<b>EMPLEADOS POR SUCURSAL</b>						
MÉXICO	35	36	35	36	37	n.d.
INGLATERRA	26	28	30	31	31	n.d.
ESPAÑA	10	9	9	9	9	n.d.
FRANCIA	17	17	17	17	18	n.d.
JAPÓN	35	34	29	28	28	n.d.
<b>MARGEN FINANCIERO/ INGRESO FINANCIERO</b>						
MÉXICO	9,12%	8,12%	13,47%	20,29%	20,23%	25,62%
ESTADOS UNIDOS	39,89%	40,78%	39,38%	35,34%	36,03%	n.d.
CANADÁ	29,06%	31,92%	33,03%	28,50%	26,06%	n.d.
INGLATERRA	31,80%	33,94%	33,19%	26,33%	24,33%	n.d.
ESPAÑA	37,93%	37,44%	41,08%	37,33%	33,90%	n.d.
FRANCIA	31,84%	29,29%	27,74%	22,96%	22,20%	n.d.
JAPÓN	25,79%	25,15%	24,82%	18,09%	14,16%	n.d.

(1) Ingreso operativo por empleado/ Costo de personal por empleado (2) Ingreso operativo por sucursal/Costo operativo total por sucursal

Fuente: *Idem* Cuadro de Rentabilidad

## Productividad II

Año 1989 - en dólares	Util./emp	Util./suc.	Activos/emp.	Activos/suc.
MÉXICO	8,008	284,871	385,864	13,725,893
ESTADOS UNIDOS	33,845 (1)	1,045,720	1,933,969	61,608,130
(1)				
CANADÁ	39,879	966,008	2,141,900	51,883,999
INGLATERRA	12,100	377,799	657,368	20,542,432
FRANCIA (1)	36,760 (1)	631,460	3,826,255	66,263,205
JAPÓN	65,022	1,837,933	12,812,529	362,162,614

(1) Para 1988

Fuente: *Idem* Cuadro de Rentabilidad.

## CONTROL DE COSTOS

## Control de costos I

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>COSTO DE PERSONAL/ GASTO OPERATIVO</b>						
MÉXICO	56,85%	54,40%	51,24%	50,32%	49,38%	47,63%
ESTADOS UNIDOS	47,55%	46,44%	45,94%	45,46%	44,74%	n.d.
CANADÁ	57,63%	56,94%	57,71%	57,51%	57,19%	n.d.
INGLATERRA	59,76%	58,54%	58,97%	58,05%	57,24%	n.d.
ESPAÑA	69,87%	69,87%	69,21%	66,91%	65,00%	n.d.
FRANCIA	63,61%	62,38%	61,23%	60,89%	60,41%	n.d.
JAPÓN	55,51%	52,10%	55,97%	54,39%	53,19%	n.d.
<b>COSTO DE PERSONAL/ INGRESO OPERATIVO</b>						
(1)						
MÉXICO	36,08%	34,67%	31,06%	33,16%	32,26%	30,65%
ESTADOS UNIDOS	31,76%	31,57%	30,35%	29,89%	30,11%	n.d.
CANADÁ	33,94%	32,74%	32,47%	33,95%	36,39%	n.d.
INGLATERRA	38,97%	38,26%	38,54%	37,83%	38,32%	n.d.
ESPAÑA	45,50%	42,92%	40,88%	38,47%	38,11%	n.d.
FRANCIA	42,37%	41,83%	39,96%	39,53%	40,93%	n.d.
JAPÓN	35,77%	31,43%	31,34%	33,39%	35,91%	n.d.

## Control de gastos II

<b>OTROS COSTOS/ INGRESO OPERATIVO</b>						
MÉXICO	27,39%	29,06%	29,55%	32,74%	33,07%	33,70%
ESTADOS UNIDOS	35,03%	38,04%	35,71%	35,71%	37,18%	n.d.
CANADÁ	24,96%	24,76%	23,79%	25,08%	27,24%	n.d.
INGLATERRA	26,23%	27,10%	26,82%	27,34%	28,63%	n.d.
ESPAÑA	19,62%	18,51%	18,19%	19,02%	20,52%	n.d.
FRANCIA	24,24%	25,22%	25,06%	25,39%	26,83%	n.d.
JAPÓN	28,67%	28,89%	24,65%	27,99%	31,60%	n.d.
<b>TOTAL DE COSTOS OPERATIVOS/ INGRESOS OPERATIVOS</b>						
MÉXICO	63,46%	63,73%	60,61%	65,90%	65,33%	64,36%
ESTADOS UNIDOS	66,79%	67,97%	66,06%	65,76%	67,29%	n.d.
CANADÁ	58,89%	57,50%	56,27%	59,03%	63,63%	n.d.
INGLATERRA	65,20%	65,36%	65,37%	65,17%	66,95%	n.d.
ESPAÑA	65,13%	61,44%	59,06%	57,49%	58,63%	n.d.
FRANCIA	66,62%	67,04%	65,03%	64,92%	67,75%	n.d.
JAPÓN	64,44%	60,32%	55,99%	61,38%	67,51%	n.d.

(1) Ingreso neto por intereses + comisiones + dividendos

Fuente: *Idem* Cuadro de Rentabilidad

## PRÉSTAMOS / FONDEO

	1986	1987	1988	1989	1990	1991
<b>PRÉSTAMOS/ACTIVOS</b>						
MÉXICO	58,57%	63,90%	53,95%	56,56%	53,66%	53,53%
ESTADOS UNIDOS	65,84%	64,36%	65,69%	66,94%	65,78%	n.d.
CANADÁ	72,62%	75,58%	76,96%	79,98%	74,81%	n.d.
INGLATERRA	60,08%	58,25%	63,44%	65,54%	61,68%	n.d.
ESPAÑA	45,60%	46,80%	48,44%	48,94%	48,62%	n.d.
FRANCIA	39,76%	38,70%	39,00%	39,17%	40,93%	n.d.
JAPON	58,92%	58,93%	59,24%	58,39%	57,10%	n.d.
<b>DEPÓSITOS/PRÉSTAMOS</b>						
MÉXICO	92,37%	90,32%	54,20%	85,22%	91,82%	111,30%
ESTADOS UNIDOS	113,38%	113,49%		111,64%	114,67%	n.d.
CANADA	96,76%	95,06%	97,12%	96,55%	94,45%	n.d.
ESPAÑA	134,53%	135,66%	130,57%	131,29%	136,08%	n.d.
FRANCIA	91,43%	90,15%	87,81%	87,81%	92,85%	n.d.
<b>DEPÓSITOS/PASIVOS TOTALES</b>						
MÉXICO	55,93%	60,39%	31,46%	51,71%	52,51%	63,08%
ESTADOS UNIDOS	74,65%	73,04%	74,55%	74,73%	75,43%	n.d.
CANADÁ	70,27%	71,85%	74,75%	77,23%	75,45%	n.d.
ESPAÑA	61,35%	63,49%	63,25%	64,25%	66,16%	n.d.
FRANCIA	36,35%	34,89%	34,24%	34,40%	38,00%	n.d.
<b>PRÉSTAMOS/ DEPÓSITOS Y BONOS</b>						
MÉXICO	55,93%	60,39%	31,46%	51,71%	52,51%	63,08%
ESTADOS UNIDOS	87,38%	87,30%	87,35%	88,75%	86,32%	n.d.
CANADÁ	100,83%	103,23%	100,43%	101,11%	103,19%	n.d.
INGLATERRA	63,05%	63,23%	66,35%	67,12%	66,95%	n.d.
ESPAÑA	70,62%	70,92%	74,13%	74,29%	71,92%	n.d.
FRANCIA	90,05%	91,24%	92,12%	92,94%	89,73%	n.d.
JAPÓN	72,37%	72,44%	71,27%	69,87%	74,76%	n.d.

Fuente: *Idem* Cuadro de Rentabilidad.

**Notas:**

\* El análisis presentado en este trabajo forma parte de una investigación más amplia sobre Ahorro, Sistema Financiero y Banca Comercial en México. Los resultados de este estudio serán publicados en un libro que actualmente está en proceso de edición.

1 Para un análisis de estas transformaciones puede verse Chanon [1991].

2 Sobre los procesos de liberalización financiera en España, Chile y Corea del Sur, ver: Bendesky y Godínez [1992].

3 Al respecto puede verse el texto clásico de McKinnon [1983] y el más reciente de Fry [1990].

4 Ver el Cuadro "Profundidad II", en Anexo Estadístico.

5 En fecha reciente la Secretaría de Hacienda otorgó autorizaciones para la apertura de once nuevos bancos así como un importante número de uniones de crédito, buscando incrementar la oferta de servicios financieros y la competencia en el sector.

6 Para un breve análisis comparado sobre las exigencias de capitalización bancaria en México y las del Acuerdo de Basilea, puede verse el Anexo I de este ensayo y Phillips [1991]. Debe tenerse presente que estos requerimientos continúan teniendo adecuaciones en México.

**Bibliografía**

Aglietta, Michel *et al* [1990], "Globalisation financière: l'aventure obligée", Editorial Económica, París, 1990.

Asociación Mexicana de Bancos [1990], "La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas", AMB, México, 1990. Banco de México, "Indicadores económicos", varios años.

Banco Mundial [1989], "Reporte anual: El sistema financiero", Washington, D. C., 1989.

Bendesky, León y Godínez, Víctor [1992], "La liberalización financiera en Corea, Chile y España", IMEF, México, 1992.

Béziade, Monique [1989], "La monnaie et ses mécanismes", La decouverte, París, 1989.

Banco Interamericano de Desarrollo [1989], "Informe 1989. Tema especial: ahorro, inversión y crecimiento", BID, Washington, 1989.

Banco Interamericano de Desarrollo [1986], "Recent innovations in international banking", Bank for International Settlements, Basle, 1986.



- Bolsa Mexicana de Valores [1992], "El proceso de globalización financiera en México", BMV, México, 1992.
- Brother, D. S. y Solís L. [1967], "Evolución financiera de México", CEMLA, México, 1967.
- Channon, Derek F. [1991], "Estrategia global bancaria", Díaz de Santos, México, 1991.
- Fry, Maxwell J. [1990], "Dinero, interés y banca en el desarrollo económico", CEMLA-FELABAN, México, 1990.
- Garrido, C. y otros [1992], "Los grupos financieros en México", Bolsa Mexicana de Valores, México, 1992.
- Kitchen, Richard L. [1990], "El financiamiento de los países en desarrollo", CEMLA-Banco Internacional, México, 1990.
- Lustig, Nora [1992], "México. The remaking of an economy", The Brookings Institution, Washington, D. C., 1992.
- Mansell Carstens, Catherine [1992], "Las nuevas finanzas en México", IMEF-ITAM, México, 1992.
- McKinnon, Ronald I. [1983], "Dinero y capital en el desarrollo económico", CEMLA, México, 1993.
- Mikdahi, Zuhayr (compilador) [1990], "La mondialisation des marchés bancaires et financiers. Défis et promesses", Editorial Económica, París, 1990.
- Natella, Stefano y otros [1991], "The mexican banking system", CS First Boston, Nueva York, 1991.
- [1992], "The mexican banking system II", CS First Boston, Nueva York, 1992.
- Organización para la Cooperación del Desarrollo Económico [1992], "OCDE economic surveys". OCDE, París, 1992.
- [1992a], "Nouveaux défis pour les banques", París, 1992.
- Organización de las Naciones Unidas [1992], "Estudio económico mundial 1992", ONU, Nueva York, 1992.
- Peñaloza, Webb Tomás [1992], "Aspectos centrales de la banca mexicana (1982-1992)", *Comercio Exterior*, Vol. 42, No. 2, México, 1992.
- Phillips Greene, Ricardo [1991], "Impacto de la desregulación de la banca comercial sobre su capital y activos", Tesis de Licenciatura, ITAM, México, 1991.
- Ros, Jaime [1992], "Ajuste macroeconómico, reformas estructurales y crecimiento en México", Documento de Trabajo, CEDAL, México, 1992.
- Ruiz Durán, Clemente [1992], "Sistemas financieros en transición: el caso de los países desarrollados", en *Investigación Económica*, No. 200, UNAM, México, abril-junio de 1992.
- Sánchez, Carlos [1993], "Concentración bancaria y sus implicaciones sobre la eficiencia. 1983-1989", *Vertex Financiero*, No. 1, México, abril de 1993.

Swary, Itzhak y Tpf Barry [1992], "Global Financial deregulation. Commercial Banking at the crossroads", Blackwell, 1992.

Sinkey, Joseph F. Jr. [1989], "Commercial bank and financial managment in the financial services industry", Macmillan Publishing Company, Nueva York, 1989.

# **BANCA CENTRAL, LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y AJUSTE MONETARISTA EN MÉXICO**

**Antonio Gutiérrez Pérez  
Ignacio Perrotini**

## **Introducción**

En los últimos dos sexenios el sistema financiero mexicano se ha transformado radicalmente. La reforma financiera ha afectado a la banca y al papel del mercado de valores, al patrón de regulación, a la competencia financiera y al propio Banco Central. El sistema financiero evolucionó de un modelo de "represión financiera", a otro de liberalización financiera oligopólica en el marco de una economía abierta. El resultado hasta ahora ha sido un oligopolio financiero altamente protegido. Paralelo, marcha un proceso de creciente integración con los mercados financieros de Estados Unidos, que el Tratado de Libre Comercio (TLC) de América del Norte eventualmente profundizará. En las líneas siguientes intentamos dar cuenta de ciertos aspectos relevantes de este proceso de transición.

## **I. La ortodoxia monetaria y la autonomía del Banco Central**

La teoría ortodoxa del dinero que sirve de fundamento a la actual política monetaria en México, se basa en la hipótesis del excedente de reserva de la banca comercial ( $R$ ) y en el proceso del multiplicador monetario ( $\mu$ ). Supone que los bancos, como cualquier otra empresa en un mercado de competencia perfecta, son tomadores de precios y fijadores de cantidades (de crédito y depósitos).

En el enfoque de Portafolio de la demanda de dinero, la relación entre dinero y precio se formula en términos de la ecuación cuantitativa del dinero, que en la llamada versión Cambridge es

$$M = kY \quad (1)$$

donde  $k$  es la razón dinero/ingreso o el recíproco de la velocidad/ingreso del dinero ( $V$ ). El ingreso está en función de la oferta monetaria; en el largo plazo, el nivel de precios,  $P$ , depende en forma directamente proporcional de la oferta monetaria<sup>1</sup>.

Se supone también que el *stock* de dinero (circulante más depósitos y cheques) es controlado exógenamente por el Banco Central. La oferta monetaria está dada por

$$M_s = C_p + D_d \quad (2)$$

donde  $C_p$  es el circulante monetario en manos del público,  $D_d$  es la demanda de depósitos y la base monetaria o dinero de alto poder,  $H$ , es:

$$H = C_p + R \quad (3)$$

$$M_s = \mu H \quad (4)$$

donde  $\mu = [(C_u + 1)/(C_u + r_e)]$ ,  $C_u = C_p/D_d$  y  $r_e = R/D_d$ .

Puesto que en esta teoría la oferta de reservas bancarias se determina exógenamente y la razón  $R/D_d$  tiene un efecto directo sobre la  $M_s$ , se concibe que el Banco Central determina la oferta de crédito y no el precio de la oferta del crédito, como en realidad ocurre. Cuando la base monetaria se incrementa, el crédito bancario y la oferta monetaria aumentan  $\mu$  veces, *ceteris paribus*. Pero aunque  $\mu$  representa una expansión del crédito bancario, esto no modifica la hipótesis ortodoxa (es decir, la hipótesis oficial) que afirma que las reservas bancarias generan depósitos y, por tanto, son la causa del crédito. En consecuencia, si la demanda de dinero es proporcional al ingreso nacional nominal, como indica la ecuación (1), y si suponemos que los precios se ajustan con rezago [Friedman/Phelps] o que reaccionan inmediatamente ante variaciones del crédito [Barro, Lucas, Sargent], las fluctuaciones de la oferta monetaria ocasionadas por el Banco Central constituyen la causa principal de las fluctuaciones cíclicas de la economía [Lucas, Barro]<sup>2</sup>.

Mediante operaciones de mercado abierto, uno de cuyos pivotes es la reserva bancaria ( $R$ ), el Banco Central puede alterar la liquidez y el nivel de las tasas de interés. El resultado de ello sería la inflación y la inestabilidad del tipo de cambio. Los cambios en la oferta monetaria exógena causan fluctuaciones en las variables nominales. El Banco Central puede, así, contribuir a que los inversionistas confundan cambios en el nivel de precios con cambios en los precios relativos. Dado que los agentes económicos y, por tanto, los bancos son optimizadores y maximizan sus ganancias, reaccionarían ante aparentes incrementos en los precios relativos aumentando la capacidad productiva (o el crédito). Este

movimiento procíclico daría lugar a un exceso de capital (exceso de demanda de inversión)<sup>3</sup>. En presencia de desequilibrios fiscales, la expansión del crédito del Banco Central financiaría el gasto gubernamental con emisión primaria de dinero ("en exceso de las necesidades de la circulación" correspondiente a precios estables).

La política monetaria del gobierno mexicano actual se basa en dos premisas asociadas a esta idea. Primero, cuando el Banco Central financia el gasto público, el incremento de la base monetaria da lugar a "una expansión del medio circulante". Segundo, la expansión de la masa monetaria por encima de la oferta de pleno empleo causa inflación. [Mántey, 1994, p. 12.] A esta racionalidad obedece la decisión gubernamental de conferir la autonomía al Banco Central para poner un "límite definitivo" al flujo de crédito del Banco de México al gobierno:

*Ello seguramente por dos razones. Una, que por largo tiempo se ha percibido la existencia de un vínculo entre dicho flujo y la evolución de los precios. Otra, que la laxitud en el control del crédito del Instituto Central, ha resultado en experiencias por demás amargas. [Banco de México, 1994, p. 294.]*

Se cree que la inflación, derivada de la laxitud crediticia del Banco de México, ha causado al menos seis fenómenos: redistribución regresiva del ingreso y de la riqueza, incertidumbre en los mercados y contracción de la inversión productiva, declive de la tasa de ahorro, ganancias de capital para quienes controlan el mercado financiero que perjudican a la producción y el empleo, especulación y reducción de los plazos de las transacciones económicas, desplazamiento del peso mexicano y dolarización de la economía.

En consecuencia, la autonomía del Banco de México aparece como "un paso más en la reforma del Estado" que tiene como fin "hacer más predecible la política monetaria", al desvincular el crédito respecto del ciclo fiscal. (*Ibid.*) La tarea del Instituto Central ahora, es mantener estable el poder de compra de la moneda nacional e intervenir en los mercados en situaciones límite para evitar pánicos financieros, crisis de liquidez y quiebras bancarias mediante su función de "prestamista de última instancia". Las tareas centrales del Banco de México se circunscriben a los objetivos de estabilidad macroeconómica para los que la evolución de las tasas de interés, el tipo de cambio y la oferta monetaria son determinantes.

Sin embargo, las reservas bancarias legales, o encaje legal en el argot monetario mexicano, en esencia no son necesarias para la política monetaria. Lo prueba el hecho de que diversos bancos centrales (Inglaterra, Canadá, México) las han eliminado. Más importante aún, la reserva legal generalmente es generada *endógenamente* por la demanda. Por tanto, no desempeña ninguna función causal en el proceso de creación de la oferta monetaria: la oferta monetaria, las reservas bancarias legales y la base monetaria fluctúan *endó-*

genamente con base en y en respuesta a las fluctuaciones de la demanda de dinero y de crédito. Por otra parte, un análisis de Guadalupe Mántey concluye que "el financiamiento del Banco Central al gobierno [...] ha contribuido a atenuar las presiones inflacionarias y no a fomentarlas", como sostiene la hipótesis oficial. [Mántey, 1994, p. 15.] La hipótesis de la autora es pertinente si se considera que, dado el grado de subutilización de los factores de la producción y de oligopolio que se observan en la economía mexicana, el déficit fiscal y "la expansión monetaria" no deberían tener efectos inflacionistas, porque aumentan las economías de escala "al incrementar la utilización de la capacidad instalada". (*Ibid.*) Si el ahorro es mayor que la inversión, el déficit fiscal tendría que ejercer un efecto de *crowding in*, contrario a la hipótesis monetarista en que se inspira el ajuste fiscal. (Los cuadros y las gráficas 1, 2 y 4 muestran el grado de oligopolio en el sistema bancario mexicano.)

## II. Del ajuste a la desregulación: la ruta hacia la integración

La política macroeconómica durante el sexenio que está por concluir, ha puesto el énfasis en dos objetivos. La prioridad, señalada en el Plan Nacional de Desarrollo, ha sido la estabilidad de precios, epitomizada en la inflación de un dígito, 8,7 por ciento en 1993. La inflación monodigital es el corolario de una estrategia dual. Por una parte, "el saneamiento de las finanzas públicas" y el Pacto de Solidaridad, que han permitido crear "las condiciones para anclar los precios clave y los salarios nominales", según reza el decálogo de José Córdoba (1991, pp. 31-6). Por otra, la apertura comercial --utilizada como cuña para modificar los precios relativos y forzar el cambio estructural-- y el rezago del tipo de cambio.<sup>4</sup> Sin embargo, la estrategia deflacionaria ha tenido un efecto contraccionista, cuyo impacto en el nivel de empleo y ventas ha afectado la liquidez de las empresas, la inversión productiva y la capacidad de generación de ahorro de la economía. Las consecuencias negativas sobre la rentabilidad del sector financiero serían patentes, si no fuera porque la desregulación y el proteccionismo a favor del oligopolio financiero permiten paliar, mediante fluctuaciones más severas del *mark up* (la tasa de interés activa), los avatares de la recesión.

El segundo objetivo de la política macroeconómica era el crecimiento económico sostenido a una tasa de 6 por ciento en promedio anual a lo largo del sexenio, suficiente para atemperar las tensiones en el mercado laboral acumuladas durante la década pasada, debido a la crisis financiera y al ajuste recesivo con crecimiento cero durante 1982-1988. En este punto la estrategia consiste en hacer que la dinámica del crecimiento gire en torno de las ventajas comparativas. Así, con la apertura de la economía mejorarían la competitividad de los bienes exportables y los términos de intercambio; por cada punto porcentual de crecimiento la economía se tornaría más intensiva en trabajo en el corto plazo, el mer-

cado de trabajo tendería al equilibrio y la distribución del ingreso se tornaría más equitativa. Dada la composición de nuestras importaciones y la mejoría de los términos de intercambio, la brecha tecnológica disminuiría sin que la economía confrontase la restricción externa y sí, en cambio, experimentaría una acusada modernización del aparato productivo. Desafortunadamente, al finalizar el sexenio el crecimiento real promedio anual será apenas un tercio de lo proyectado (2,4 por ciento).

En el último lustro la economía mexicana ha sufrido cambios históricos radicales. En la medida en que la apertura comercial estimuló la rivalidad externa, se estableció así un *techo* al incremento de precios. Por otra parte, se negoció un programa de reestructuración de largo plazo de la deuda externa que alentó las expectativas de corto y mediano plazos sobre el peso en los mercados financieros. Expectativas que se complementan con el magnetismo del TLC de América del Norte para arraigar inversión de largo plazo.

Vista en retrospectiva, la estrategia macroeconómica neoliberal arrojó resultados aceptables sólo durante un periodo limitado, 1989-1991. En 1992 y 1993 la tasa de crecimiento se rezagó otra vez *vis-à-vis* la tasa de crecimiento poblacional; el desequilibrio exterior, el talón de Aquiles de la estrategia económica, es fuente de inestabilidad monetaria al registrar sendos récord históricos en esos años. La economía muestra una vez más su adicción al ahorro externo, pues el balance de pagos se logró mediante el ingreso de más de 20 mil millones de dólares. Dado el régimen de tipo de cambio quasi fijo --la tasa de desliz de la paridad combinada con la banda de fluctuación no consiguen ajustar el tipo de cambio a la tasa de equilibrio--, la interrogante es por cuánto tiempo podrá financiarse la brecha comercial con capital de corto plazo, sin que nos alcance la restricción externa. En el largo plazo, sólo la productividad y el ahorro garantizan el equilibrio estable de la balanza de pagos. Y en el caso de México el problema es de productividad y de insuficiencia de ahorro del sector privado, como lo indica el balance actual de nuestra macroeconomía abierta:

$$(\_NX) < 0 = [\_ (S-I) < 0] + [\_ (T-G) > 0] \quad [5]$$

donde  $\_NX$  = variación de las exportaciones netas,  $S$  = ahorro,  $I$  = inversión,  $T$  = recaudación tributaria,  $G$  = gasto gubernamental.

En general, la más estable evolución macroeconómica fue esencial para el relanzamiento de la intermediación financiera. Por ejemplo, entre 1989 y 1991 el crédito al sector privado aumentó 35 por ciento y representó el 78 por ciento del total del financiamiento en 1992.

En modo similar, el ahorro financiero cobró ímpetu: medido por la razón  $M2/PIB$  creció de 26,9 a 31,4 por ciento en 1991, mientras que medido como  $M4/PIB$  ascendió de

43,7 a 45,1 por ciento. Comparativamente, este último índice de penetración financiera es muy bajo todavía *vis-à-vis* Estados Unidos (73%), Canadá (57%), Chile (79%), España (104%) y Corea del Sur (64%).

La reforma estructural del sistema financiero tiene como objetivo su adaptación al nuevo patrón de crecimiento, centrado en enclaves de bienes exportables. Ello ha implicado una reasignación de recursos financieros en función de la ley de los precios<sup>5</sup>. El efecto de la reforma se puede apreciar mejor en antítesis directa con lo que se supone debía producir, es decir, estabilidad financiera. Dos problemas reclaman nuestra atención. Primero, aunque la tasa de retorno del sector bancario se recuperó en 1991-1992, la cartera vencida aumentó de 2,4 por ciento en 1991 a 5,5 por ciento en 1992, lo cual obligó a un incremento de la razón reservas/activo. Por ejemplo, sólo durante el primer trimestre de 1993 las reservas para créditos en riesgo se incrementaron en un monto equivalente al del año 1990. Los bancos comerciales reaccionaron reduciendo gastos y, más significativo aún, incrementando los márgenes financieros de 5,54 por ciento en 1991 a 6,13 por ciento en 1992. (Véanse Cuadro 1 y Gráfica 1.)

La política de restricción crediticia no sólo ha deflacionado la economía sino que, además, ha incrementado el costo financiero del capital y provocado una desaceleración de la tasa de crecimiento económico. El margen financiero es uno de los más altos a escala internacional. El sector bancario no puede ser pivote dinámico del ahorro y la inversión en una economía abierta, sino a condición de que se homologue el margen financiero con las tasas internacionales y se regule la segmentación oligopólica del mercado financiero. De otro modo, la demanda de crédito determinará que los grandes grupos financieros aprovechen el *arbitrage* entre las tasas de interés, puesto que pueden acceder con ventajas comparativas al ahorro externo. En contraste, una miríada de micro, pequeñas y medianas industrias continuarán confrontando condiciones de crédito no competitivas *vis à vis* las que confrontan las de otros países. (Véanse Cuadro 4 y Gráfica 4.)

La situación actual del sistema bancario representa un dilema. Por un lado, su estructura de mercado corresponde a la de un oligopolio cuyo desenvolvimiento implica deseconomías para el sector no financiero de la economía. La estrategia adoptada para reducir el grado de oligopolio, aumentar su "eficiencia" y forzar una asignación "óptima" del ahorro, ha sido la de aumentar la rivalidad mediante la liberalización --lenta y gradual-- financiera; la licencia de participación en el mercado nacional extendida a nuevos intermediarios financieros (nacionales e internacionales) constituye el mecanismo de esa estrategia. Por otro lado, la intensificación de la rivalidad podría acelerar las quiebras y/o fusiones, de donde resultaría una superior concentración del capital, es decir, un mayor grado de oligopolio. A fin de confrontar la creciente rivalidad que se avecina, los bancos tendrán que realizar ajustes al menos en cuatro ámbitos: 1) reducir sus costos de operación, que son más elevados (8,82 por ciento del activo) que los costos de los bancos norteamericanos



(2,12 por ciento) [Skiles, 1991]; 2) limpiar la cartera vencida, pues ello reduciría la fragilidad financiera de las empresas con pasivos riesgosos y sentaría las bases para reactivar la demanda de crédito y la profundización financiera de la economía; 3) seleccionar la especialización y el nicho de mercado más rentables, y 4) aumentar drásticamente la inversión en tecnologías de procesos financieros de punta.

Cuatro aspectos de la modernización financiera merecen mención particular:

1. La desregulación interna de los mercados. Las autoridades monetarias suprimieron los techos a las tasas de interés sobre depósitos; el encaje legal, instrumento del Banco Central para regular la oferta monetaria e incidir en los precios relativos, fue eliminado y se estableció un régimen de "coeficientes de liquidez", que también fuera reemplazado en 1992 por un sistema de reservas bancarias equivalente al 25 por ciento de la demanda de depósitos<sup>6</sup>; liberalización de la mayoría de los instrumentos tradicionales de intermediación financiera; eliminación de los segmentos de créditos obligatorios o cautivos y desregulación de las comisiones que las firmas de seguros cobraban; en aras de garantizar la solvencia de los bancos y la estabilidad financiera, se establecieron regulación prudencial y regímenes de capitalización en consonancia con el Acuerdo de Basilea sobre bases de capital; reprivatización bancaria y constitución inmediata de holdings que combinan diversos tipos de instituciones financieras [Stoga, 1990]; cancelados los canales de crédito bancario obligatorio a fines de la década de los ochenta, el financiamiento del déficit fiscal pasó a depender principalmente de operaciones de mercado abierto. Así, México ingresó en una nueva era de políticas monetarias conservadoras de largo plazo; tendencia que, seguramente, se fortalecerá con la autonomía conferida al Banco de México a partir de abril de 1994.

2. *Liberalización y apertura comercial.* Aquí los hechos relevantes son: *trusts* neutrales; inversión en acciones suscritas libremente; globalización de servicios financieros y libre participación en todos los instrumentos, inclusive los certificados de la Tesorería, instrumento de deuda pública esencial en la captación de ahorro externo; acceso limitado (30 por ciento de las acciones) a la propiedad de corporaciones financieras y, finalmente, mayor participación del capital extranjero en los circuitos monetarios y financieros nacionales. Esto último es inédito en la historia financiera moderna de México. Actualmente, sólo Citibank opera legalmente en el mercado nacional, aunque los bancos extranjeros tienen 114 oficinas que representan a 142 instituciones. De hecho Bank America, First Chicago, Morgan y Chase Manhattan y otros bancos europeos ya realizan diversas transacciones, desde financiamiento de corto plazo hasta operaciones de mercado de capital e ingeniería financiera, actividades que llevan a cabo principalmente en el nicho de mercado de la banca corporativa. Así, al menos cuatro instituciones financieras han invertido en acciones de grupos mexicanos<sup>7</sup>.

El TLC de América del Norte ha sido un factor detonante de esta tendencia hacia la fusión con la banca comercial internacional.

3. *La creciente internacionalización del capital financiero mexicano*. Los bancos tienen 14 sucursales, 11 agencias y 21 oficinas de representación en el extranjero. Realizan, además, inversiones en 13 bancos extranjeros. Por otra parte, la concurrencia de acciones y fondos de inversión de empresas mexicanas (Telmex, Cifra, Vitro, Cemex y Sidex, entre otras), sobre todo en 1991-1993 señala el retorno de títulos mexicanos al mercado internacional de capitales.

4. *La reorganización de los circuitos y agentes financieros mediante la constitución de holdings*. Esto ha sido posible por la política de ajuste macroeconómico y la reprivatización<sup>8</sup> de la banca, que generó un ingreso al fisco de 12 mil millones de dólares. En promedio el precio de venta de los bancos fue de tres veces su valor en libros. Por ejemplo, el precio de Bancrecer fue 2.53 veces su valor en libros; Banco del Atlántico se vendió por 5.3 su valor en libros; Banamex y Bancomer por 2.62 y 2.99 respectivamente. [Baring Securities, 1992.] Así, el alto precio de compra como proporción del valor contable, combinado con la precaria base de capital, obligó a los inversionistas privados a financiar y apalancar con fondos extranjeros la compra de los bancos. Medida riesgosa por lo demás, si se toma en cuenta que en la política macroeconómica neoliberal del actual régimen el tipo de cambio es un precio-ancla que, en el largo plazo, tendrá que ajustarse a la tasa de equilibrio.

Sin embargo, los nuevos banqueros compraron negocios que habían mantenido altas tasas de retorno en los últimos años, lo que significa flujos de ingreso estables. Como señaló Alan Stoga, los neobanqueros compraron "licencias bancarias más que activos bancarios". [Stoga, 1990.] En otras palabras, el valor presente de los bancos está estrechamente relacionado con su valor futuro basado en la tasa de beneficio esperada.

Un supuesto de las autoridades monetarias en la transición hacia una banca regida por el mercado, es que los neobanqueros abandonen el viejo principio de que la demanda de depósitos determina los niveles y ciclos del crédito. De lo que, por tanto, resultarían salvaguardas robustas y estabilidad financiera.<sup>9</sup> En teoría, una de las funciones fundamentales de la banca es financiar el desarrollo y el crecimiento económico. En esta acepción, la banca es una actividad institucional esencialmente tomadora de riesgos. [Gurley y Shaw, 1960.] No obstante, en el caso particular del sistema financiero mexicano, dada la conducta oligopólica de la banca, la liberalización financiera no ha reducido sino que ha aumentado la inestabilidad financiera. Después de que en 1987 descendiera a su punto más bajo, la razón cartera vencida/activo ha crecido sistemáticamente hasta ascender en 1992-1993 a la tasa máxima alcanzada en 1982-1983. Al parecer, el incremento dramático en la vulnerabilidad de algunos bancos está relacionado con el ciclo crediticio desencadenado por la desregulación y la eliminación de los requerimientos de reserva. Por otra parte, el superávit de las finanzas públicas, generado por políticas fiscales conservadoras y la tasa de crecimiento económico más acelerada en el periodo 1989-1992 en comparación con el sexenio

1982-1988, indujeron al sistema bancario a tomar más riesgos. Todo lo cual refleja un cambio en las expectativas de mercado.

Con el propósito de aumentar la rivalidad y la competitividad, el gobierno autorizó once nuevas licencias bancarias: un banco nacional, Inbursa; cinco bancos multirregionales (Banco del Sureste, Interacciones, Quadrum, Invex y Mifel) y cinco regionales --Interbanco, Capital, Promotor del Norte, de la Industria y Regional de Monterrey. Asimismo, se autorizaron cuatro "Sociedades Financieras Limitadas", una en el sector de bienes raíces y tres que operarán como instituciones de ahorro y préstamo. Con igual fin, en 1993 se autorizaron dos fusiones entre bancos multirregionales, BCH-Cremi y Bancrecer-Banoro, supuestamente para aumentar su competitividad.

En general, se supone que las coinversiones, las fusiones, la liberalización financiera y la competencia extranjera, las nuevas licencias bancarias, la consolidación de *holdings* y la disciplina fiscal aumentarán la rivalidad e inducirán una asignación eficiente y a costos competitivos del crédito. Además, puede decirse que por primera vez en la historia bancaria moderna del país se están gestando condiciones para el surgimiento y desarrollo de una verdadera estructura bancaria regional, al menos en algunas áreas (Guadalajara, Monterrey, Golfo de México). En consecuencia, los elevados márgenes financieros deberían tender a contraerse sensiblemente, acusando el efecto tanto de la mutación en la estructura del mercado hacia un menor grado de oligopolio,<sup>10</sup> como de una oferta de crédito y tasas de interés más elásticas. Desafortunadamente, la evidencia empírica no confirma estas hipótesis<sup>11</sup> Si bien las tasas de interés encontraron un techo --aproximadamente 14 por ciento-- en el mes de mayo, todavía muestran rigidez a la baja, pese a que las expectativas inflacionarias favorecerían una reducción sustancial.

Como parte del objetivo de alinear al sector bancario con las tendencias de los mercados financieros internacionales, donde la banca universal y los *holdings* predominan, la desregulación y el tipo de liberalización financiera han favorecido la configuración de grupos. Así, es probable que en el futuro los nuevos *holdings* tiendan a establecer unidades estratégicas multifuncionales de crédito (*halls* financieros). La competencia será entre *holdings* por nichos específicos de mercado --tarjetas de crédito, créditos hipotecarios, banca electrónica, créditos corporativos y agrícolas, seguros, factoraje, etc.-- y tendrá como centro gravitacional al grupo financiero. Por ley, el grupo financiero debe mantener el 51 por ciento o más del total de las acciones; también administra los fondos pero no puede realizar transacciones en el mercado directamente. [Stoga, 1990.] Actualmente existen 27 grupos financieros que combinan intereses financieros con actividades industriales y comerciales, no obstante las restricciones legales que ordenan la separación de intereses entre las finanzas y el capital productivo. La razón es muy simple: los nuevos banqueros son los principales accionistas de las empresas más importantes de la industria y el comercio. Lo que está en juego, pues, es el restablecimiento de grupos financieros integra-

dos similares a los que existían antes de la estatización bancaria de 1982. Está en juego, con ello, el control de los circuitos monetarios y, por tanto, la oportunidad de controlar el ahorro. Por ejemplo, con una inversión de 1.2 mil millones de pesos, los propietarios de Mercantil y Banpaís (Probrusa y Mexival) controlarán recursos por más de 10 mil millones de pesos.

### III. El sistema bancario mexicano y el TLC de América del Norte

Es ya un lugar común decir que el TLC de América del Norte condiciona los límites dentro de los cuales se desarrollarán las finanzas mexicanas. Lo que, en cambio, acaso amerite alguna reflexión es la integración asimétrica de México con Estados Unidos y Canadá.

De hecho, hay por lo menos tres asimetrías que explican el carácter laberíntico de las negociaciones entre los países miembros del TLC de América del Norte sobre el sector financiero. Primero, la asimetría en dimensión entre los sistemas financieros de Canadá, Estados Unidos y México.

La clasificación de los mil bancos más grandes del mundo realizada por la revista *The Banker* en 1993 incluye 178 bancos estadounidenses, 11 canadienses y sólo seis mexicanos. Puesto de otro modo, el activo total de Citicorp, el banco más grande de Estados Unidos, suma 211.9 mil millones de dólares y su capital rebasa los siete mil millones de dólares. En contraste, Banamex, el banco más grande de México, controla activos por un poco más de 33 mil millones de dólares y su capital apenas rebasa los mil millones de dólares. Más aún, el activo total del sistema bancario mexicano en su conjunto, alrededor de 150 mil millones de dólares, representa menos del 75 por ciento del activo del Citicorp. En el mismo tenor, los dos bancos más importantes de Canadá, el Royal Bank of Canada y el Canadian Imperial Bank of Commerce ostentan los lugares 45 y 50 respectivamente en la lista de *The Banker*; ambos tienen activos equivalentes aproximadamente al 75 por ciento del activo de todo el sistema bancario mexicano. [*The Banker*, 1993.] Nótese también que en 1989 la cartera bancaria como proporción del PIB fue de 53 por ciento en Estados Unidos, 55 por ciento en Canadá y 28,5 por ciento en México. La participación de los bancos en el financiamiento del PIB de estos tres países montó 56, 58,1 y 33 por ciento respectivamente. [*The Banker*, 1993.]

En el caso de los mercados de valores la asimetría no es menos significativa. A fines de 1992 el valor de mercado del mercado de valores de Estados Unidos, el más grande del mundo, fue casi 80 por ciento del PNB y cotizaban en él 7,014 compañías y la razón precio-utilidad fue de 22.70. El mercado de valores de Canadá, en el que en 1992 cotiza-

ban 1,119 compañías, fue el sexto más grande del mundo, su valor de mercado es de 43,2 por ciento del PIB y su razón precio-utilidad fue en ese año de 22.70. Finalmente, la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) ocupó el doceavo lugar, con un valor de mercado de 43.4 por ciento del PIB, una lista de 195 empresas que cotizan y una razón precio-utilidad de 12.28. La capitalización de la BMV fue sólo el 2,9 por ciento de la tasa de capitalización del mercado de valores de Estados Unidos y aproximadamente 50 por ciento de la del canadiense. En otros términos, por cada dólar capitalizado en la BMV se capitalizan 34.2 dólares en el mercado de valores estadounidense y 1.8 dólares en Canadá. Por otra parte, en Estados Unidos operan 1,600 corredores de bolsa y el capital de la casa de bolsa más grande supera los 50 mil millones de dólares. En México, entre tanto, hay menos de 30 corredores de bolsa con un capital total inferior a 1,500 millones de dólares. [International Finance Corp., 1992.]

La siguiente asimetría se refiere a las legislaciones financieras vigentes en los tres países. Mientras que México y Canadá, cada quien a su modo, permiten tanto la integración de diferentes clases de servicios financieros como la operación de los bancos a escala nacional, en Estados Unidos aún prevalece la segmentación del mercado financiero establecida por la Ley Glass-Steagall de 1933. Esta ley separa a las diversas instituciones financieras con base al tipo de activo y pasivo que manejan. Además, la Ley McFadden (1927) prohíbe la apertura de sucursales y la realización de actividades bancarias a nivel nacional.<sup>12</sup>

La tercera y acaso menos debatida asimetría --quizá también la más importante-- es la diferencia en calidad y fortaleza relativa de las tres monedas: peso, dólar estadounidense y dólar canadiense. El carácter hegemónico del dólar, por oposición a la relativa debilidad del dólar canadiense y a la ostensible vulnerabilidad del peso mexicano, podría conducir de hecho a un resultado paradójico: tres economías con una sola moneda. Tal escenario cuestionaría el papel del Banco de México y, en menor medida, el del Banco Central de Canadá en relación a su capacidad de controlar la política monetaria en forma soberana. De igual modo, su capacidad para garantizar la solvencia del sistema de pagos se vería afectada también. [Gutiérrez, 1991b.]

Las "respuestas" a estas tres asimetrías, tal como fueron negociadas en el marco del tratado trilateral, pueden resumirse así: trato nacional, transición gradual hacia la apertura total y salvaguardas. [Gutiérrez, 1992.]

*Trato nacional o "igual oportunidad para competir"* significa que cada país miembro del tratado trilateral concederá a las instituciones financieras de los otros dos socios comerciales trato igual (al que reciben los bancos y otros intermediarios financieros nacionales). Trato nacional implica negación del principio de reciprocidad; las instituciones financieras estadounidenses podrán operar como banca universal a nivel nacional, mientras

que los bancos canadienses y mexicanos estarán sujetos a la regulación de Estados Unidos. En compensación, ese país acordó permitirle a los bancos mexicanos que ya cuentan con una casa de bolsa en suelo estadounidense continuar sus operaciones hasta por cinco años más. Sin embargo, no podrán expandir sus negocios. Para Canadá esto no representa ninguna ventaja adicional, porque Estados Unidos ya le había hecho esta concesión en su Acuerdo de Libre Comercio bilateral de 1988.

Tal parece que tanto México como Canadá confían en que la largamente esperada reforma financiera en Estados Unidos, ocurra pronto. Así, es probable que sólo entonces se impondría en el país del Tío Sam un sistema bancario verdaderamente nacional y universal y el principio de reciprocidad pasaría a regir las relaciones financieras dentro del TLC de América del Norte.

*Liberalización financiera gradual y controlada:* la transición hacia la apertura total del sector financiero mexicano no ocurrirá antes del año 2004, según se estipula en el capítulo XIV de la Parte Quinta del documento del acuerdo. El periodo de transición, que comprende además un plazo de gracia extraordinario de tres años, permitirá a los *holdings* consolidar sus posiciones de mercado y les otorga el tiempo necesario para aumentar su competitividad. Durante el lapso de transición, el límite máximo a la participación de mercado de los inversionistas extranjeros aumentará gradualmente. La proporción del aumento varía según el tipo específico de actividad financiera de que se trate. Para el sector bancario, por ejemplo, la variación va de 8 a 15 por ciento; para las casas de bolsa de 10 a 20 por ciento. Además, se han establecido límites máximos a la participación individual en el mercado, 1.5 por ciento para los bancos y 4 por ciento para las casas de bolsa.

Para las compañías de seguros canadienses y estadounidenses que ya operan en México, hay dos procedimientos. Primero, para los socios de compañías mexicanas el límite máximo aumentará paulatinamente de 30 por ciento en 1994 a 51 por ciento en 1998; posteriormente, en el año 2000 aumentará a 100 por ciento. Segundo, las empresas sucursales o subsidiarias de extranjeras tendrán un límite individual de 1.5 por ciento y una participación total no mayor a 6 por ciento, que en 1999 aumentará a 12 por ciento. Estas restricciones serán eliminadas en el año 2000.

Los bancos no-bancos canadienses y estadounidenses podrán emitir tarjetas de crédito, crédito al consumo y crédito hipotecario en el mercado nacional en las mismas condiciones que los mexicanos. Con la restricción de que durante el periodo de transición su activo agregado no excederá el 3 por ciento de la suma del activo de los bancos y los bancos no-bancos. Canadá, a su vez, concede a los bancos mexicanos el mismo trato que concedió a Estados Unidos en el Tratado de Libre Comercio bilateral acordado en 1988: quedan exentos de la regla 10/25. Esta norma establece dos cosas. Primero, que ninguna empresa o accionista no residente podrá poseer más del 10 por ciento del total de acciones

de una institución financiera canadiense. Segundo, que los inversionistas extranjeros en conjunto no podrán capturar más del 25 por ciento del mercado.

Así, el TLC de América del Norte protege al sector financiero por un periodo muy largo. Se evita con esto que el proceso de liberalización y globalización, quebrante el poder de oligopolio de la banca comercial mexicana. Puede concluirse que, en lo que concierne a las finanzas, el acuerdo trilateral configura esencialmente un modelo de proteccionismo financiero. Mediante la liberalización financiera, la economía mexicana transita actualmente de la "represión financiera" [McKinnon, 1973; Shaw, 1973] al proteccionismo financiero. Existe el riesgo concomitante de que el grado de oligopolio no se reduzca con la rivalidad gradual externa. Pero ello no cancela, por otra parte, los desafíos que la liberalización ha impuesto principalmente a la banca y al mercado de valores. Antes bien, las estrategias para avanzar en la profundización financiera de la economía deben redefinirse. (La evolución de la profundización financiera desde 1975 se muestra en el Cuadro 3). El TLC de América del Norte convierte en imperativo la modernización de la plataforma tecnológica bancaria y bursátil, así como la recalificación de la mano de obra en consonancia con las reglas de la rivalidad financiera global. Si el capital financiero mexicano no se ajustara adecuadamente a las nuevas circunstancias de la competencia implícitas en el tratado, a largo plazo su función en la nueva escena financiera global quedaría confinada a algunas arterias del mercado nacional y al manejo de operaciones menudas para clientes nacionales. Acaso aumentados sus negocios por la compra de pequeños bancos a lo largo de la frontera con Estados Unidos. Los nichos de mercado más rentables (crédito corporativo, transacciones internacionales, ingeniería financiera, etc.) serían capturados por las grandes corporaciones financieras estadounidenses y canadienses.

*No obstante el proteccionismo financiero, el TLC de América del Norte implica una creciente competencia:* por tanto, en los próximos años el sector financiero, especialmente la banca y el mercado de valores, estarán sujetos a un proceso de "destrucción creativa", como decía Schumpeter. Que este proceso involucre más o menos turbulencias, depende en parte de cómo evolucione el patrón de regulación financiera. Por esta razón, México negoció algunas medidas de salvaguarda temporal para la banca y el mercado de valores que contrapesarían el potencial impacto negativo de las asimetrías mencionadas, y así garantizarían la estabilidad de las instituciones financieras se congelaría hasta por cuatro años, después de expirado el plazo de transición, la participación de capital de las empresas financieras subsidiarias, habida cuenta de que esa participación de capital fuera igual al 25 por ciento para los bancos y 30 por ciento para las casas de bolsa al momento de la congelación.

En suma, las salvaguardas indican que el TLC trilateral impone severas restricciones a la autonomía del Banco de México en el manejo de la política monetaria y financiera. Aunque se ha soslayado la cuestión de la integración monetaria en el dicho acuerdo, a

diferencia de la integración europea, lo cierto es que lo que está en disputa es el control de los circuitos monetarios, la estabilidad o vulnerabilidad financiera y las condiciones monetarias del desarrollo económico. Por ello, como parte de la reforma financiera y monetaria, la autonomía del Banco de México tendrá que servir también para crear mecanismos institucionales monetarios y financieros que reduzcan los choques aleatorios que pudieren resultar del TLC del norte.

## Conclusión

La última década ha sido pletórica en mutaciones en el sistema financiero mexicano. Transición macroeconómica y transición financiera caracterizan al periodo comprendido entre 1982 y 1993. Durante estos años, el sistema bancario experimentó crisis, recuperación y expansión; la economía evolucionó de la "represión financiera" a la liberalización oligopólica, con desregulación y apertura gradual. Sin embargo, el tránsito hacia un entorno de estabilidad financiera está aún lejos de haber concluido. El TLC de América del Norte traerá consigo nuevos cambios y desafíos. Puesto que la reforma financiera con su liberalización oligopólica no ha podido generar condiciones *ad hoc* al crecimiento económico, ahora se busca reducir los márgenes de intermediación del crédito acelerando desde 1933 la apertura a la concurrencia de inversionistas extranjeros y aumentando el número de instituciones de crédito que operarán en el mercado nacional a partir de 1994.

Se concluye, por tanto, que la rivalidad ha pasado a ser la clave de la reforma financiera para acrecentar la competitividad del sistema financiero mexicano. De ello depende la modernización bancaria; y que, finalmente, se reduzcan los márgenes de intermediación y las tasas de interés.<sup>13</sup> Si por virtud de la liberalización el oligopolio financiero se tornara más rígido, la estrategia habría fracasado, en cuyo caso habría que comenzar *ab ovo*.



## ANEXO ESTADISTICO Y GRAFICO

CUADRO 1

Principales indicadores monetarios y financieros					
Años	Tasa de Interés	Inflación	Cartera vencida/ Cartera total	Tipo de Cambio	Margen Financiero
1985	74,8	63,7	2,07	371,5	4,53
1986	105,98	105,7	1,16	923	4,77
1987	131,1	159,2	0,51	2198,5	4,86
1988	51,47	51,7	0,89	2257	6,53
1989	40,19	19,7	1,42	2637	4,85
1990	25,84	29,9	2,08	2939	5,96
1991	17,33	18,8	2,36	3096	5,54
1992	15,88	11,9	5,51	3183	6,13
1993	15,74	8,7		3300	

Fuente: Banco de México.

CUADRO 2

Concentración de la banca comercial. Participación porcentual en los activos totales de los cuatro bancos más importantes de cada país				
Años	México	Canadá	E.E.U.U.	Japón
1980	67	41,6	11,8	22,3
1981	66,4	47,2	11,3	24,8
1982	63,4	48,8	10,7	25,7
1983	65,5	46,6	10,1	28,9
1984	58,8	48,7	11,3	31,6
1985	73,6	52,4	9,6	28,5
1986	62,3	48,9	9,5	30,9
1987	75,4	50,1	8,5	24,5
1988	78,6	44,9	8,6	29,7
1989	76,9	42,1	8,6	34

Fuente: BMV "El proceso de globalización financiera en México".

CUADRO 3

México: Profundización financiera		
Año	Sector bancario	Sistema financiero
1975	26,23	26,28
1976	22,5	22,57
1977	22,66	22,76
1978	24,24	24,6
1979	25,07	25,95
1980	25,8	26,95
1981	28,12	29,28
1982	29,28	32,11
1983	27,27	30,3
1984	27,74	31,46
1985	25,05	29,66
1986	28,97	37,24
1987	29,7	40,35
1988	12,56	30,9
1989	18,24	36,12
1990	25,77	40,69
1991	30,25	39,69

CUADRO 4

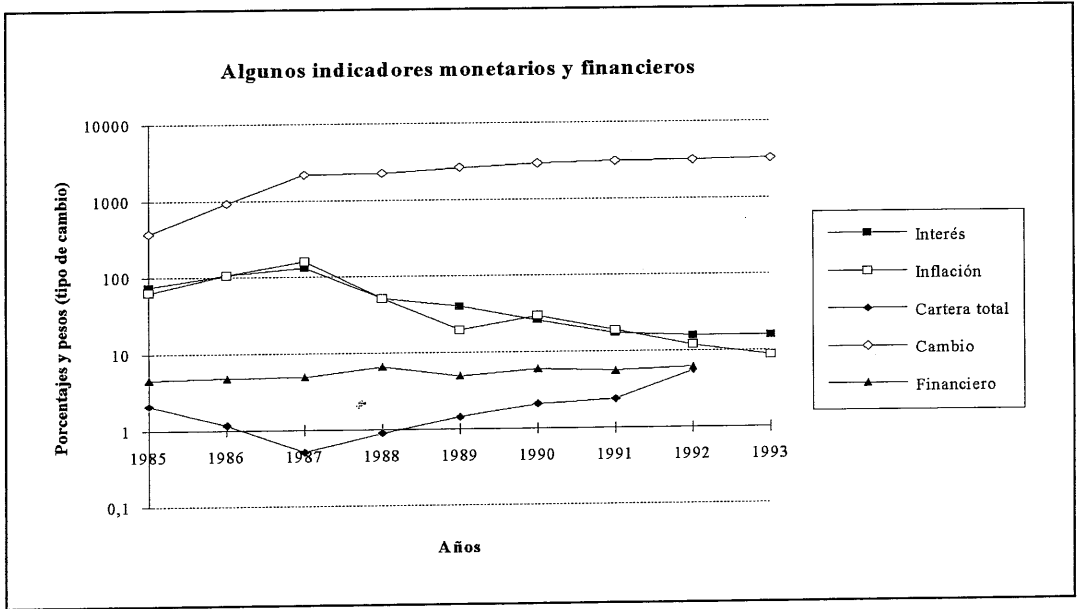
Margen de intermediación, ganancias y costos de operación de la banca comercial (porcentaje de los activos promedios)			
País	Margen(a)		Costo de operación
	Financiero	Bruto	
Francia	2,72	3,18	2,12
Alemania	2,35	2,95	1,85
Japón	1,27	1,58	1,02
España	4,07	4,86	3,26
Reino Unido	3,06	4,92	3,32
E.E.U.U.	3,34	4,76	3,18
Promedio	2,8	3,71	2,46
México	2,75	10,2	8,82

a. Tasa de interés activa menos tasa de interés pasiva.

b. Diferencia entre el costo total de los fondos y el ingreso total generado por las actividades crediticias.

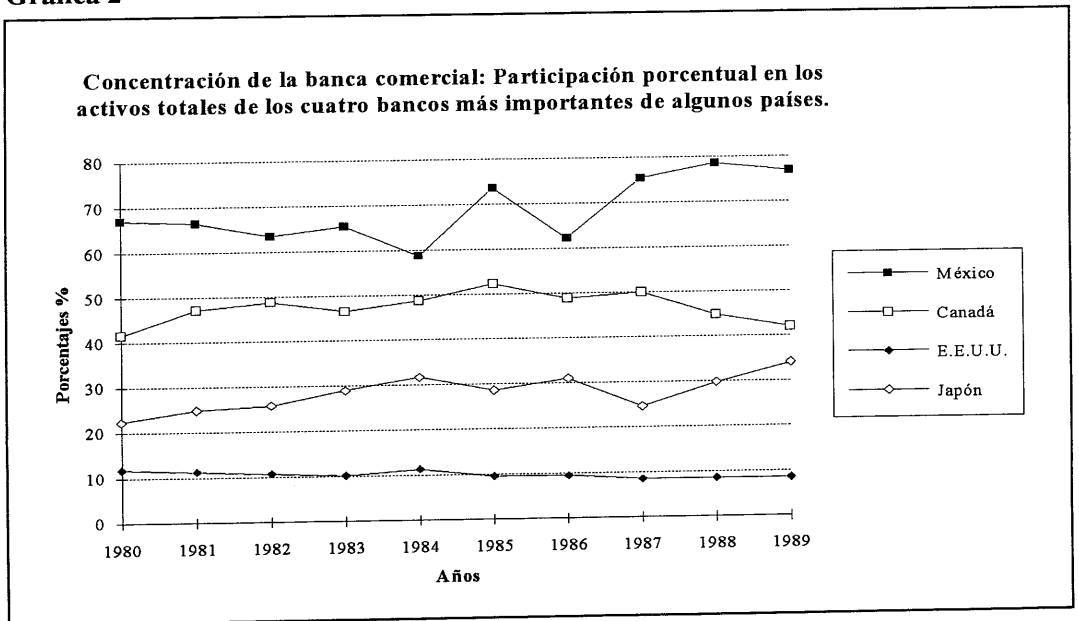
Fuente: Source Marilyn F. Skiles; "Stabilization and financial Sector Reform in México"; Federal Reserve Bank on New York Research Paper 9125, agosto de 1991, tabla 7.

Gráfica 1



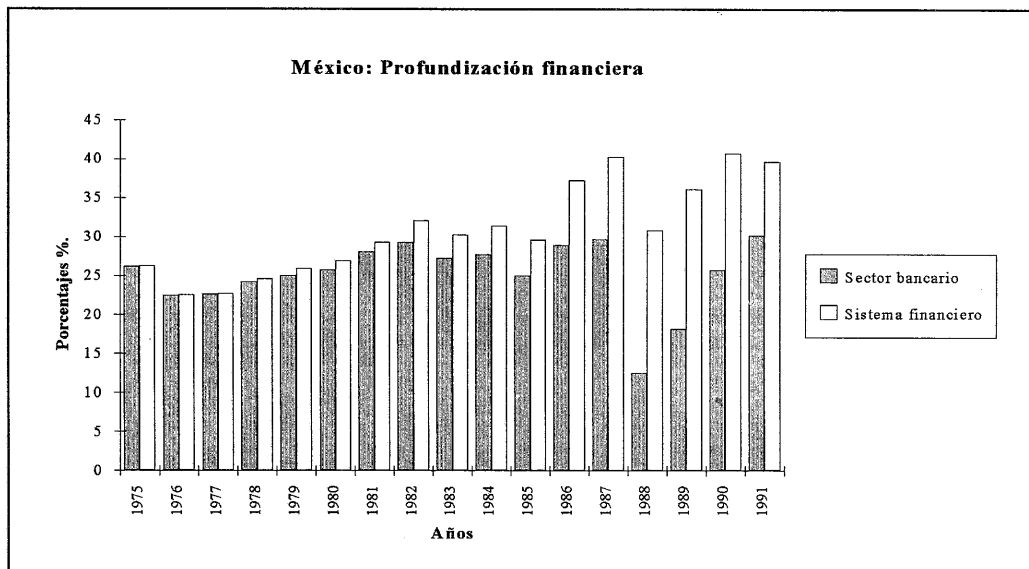
Fuente: Banco de México.

Gráfica 2



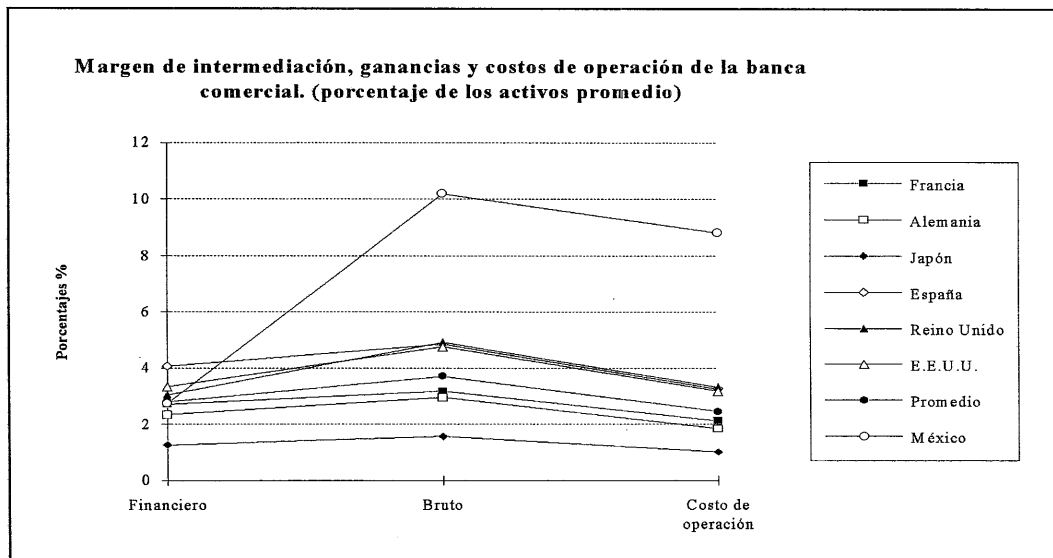
Fuente: BMV: El Proceso de Globalización Financiera en México.

Gráfica 3



Fuente: Banco de México

Gráfica 4



Notas: a: Tasa de interés activa menos tasa de interés pasiva; b: diferencia entre el costo total de los fondos y el ingreso total generado por las actividades crediticias.

Fuente: Cuadro 4.

## Notas.

\*Agradecemos el apoyo de Carlos Huerta Durán en la elaboración de cuadros y gráficas.

1 Una alteración en la oferta monetaria exógena, en esta teoría, no tendría efectos en el sector real de la economía ni en la tasa de interés, la cual depende únicamente de la relación entre productividad y ahorro en el sector real. [Wicksell, 1936].

2 Para un análisis monetarista de la relación entre dinero, equilibrio general y ciclos véanse Poole [1978], Lucas [1987].

3 Sin embargo, "si la oferta monetaria es endógena, ésta no puede ser una causa de los ciclos en la manera en que el monetarismo afirma; y si la demanda de dinero está relacionada con el financiamiento de la inversión, entonces la demanda de dinero descrita por la teoría cuantitativa del dinero probablemente está equivocada". [Jarsulic, 1989, p. 36.].

4 La lógica de esta política es simple: se fijan algunos precios clave, donde salarios, tipo de cambio, servicios públicos y tasas de interés aparecen como "anclas de estabilización". De ello resultan baja inflación y superávit en las finanzas públicas. Por cierto, se supone también que este resultado conduciría a una mayor estabilidad del tipo de cambio, al combinarse con el ajuste de la cuenta corriente y el concomitante incremento en las reservas internacionales implícitos en esta estrategia. No hace falta insistir en que tal hipótesis no encuentra soporte empírico en las estadísticas macroeconómicas recientes, al menos respecto del tipo de cambio, la cuenta corriente y la posición neta de activos con el exterior.

5 El supuesto de este argumento es que la inversión pública provoca el consabido efecto monetarista *crowding out*. Para una crítica de este razonamiento *post hoc ergo propter hoc* véanse Minsky [1986] y Tobin [1987].

6 La liquidación de estos valores, se cambió por Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES) a plazo de diez años en la fecha de su vencimiento. No obstante, en abril de 1992 el Banco de México ordenó la liberación parcial de la tenencia obligatoria de estos BONDES, con el fin de "otorgar a la banca un mayor margen de maniobra para enfrentar las fluctuaciones de liquidez, aumentar la oferta de recursos prestables y promover en lo posible una disminución de los márgenes de intermediación" (Banco de México, 1992, p. 203). Durante 1992 el Banco de México amortizó 62% de la cartera de BONDES a diez años que por este concepto existía a fines de 1991.

7 El IFC y el Banco de Bilbao-Viscaya invirtieron en Probusa, Vestcorp en Grupo México y el Bank of Nova Scotia en Inverlat.

8 La reestructuración de las finanzas públicas, con su transición de déficits fiscales estructurales a superávits reales, obedece también a esta reorganización [Brailovsky *et al.*, 1989, pp. 292-233.].

9 La cuestión de si un sistema de "banca libre" (*free banking*) u otro de banca central (*central banking*) es más eficiente y estable, es un debate que data del siglo XIX. [Véanse Bagehot, 1873; Goodhart, 1988; Friedman, 1962.].

10 Banamex y Bancomer, los dos bancos con más activos, pasivos y sucursales de México concentran aproximadamente el 60 por ciento del mercado.

11 Las tasas de interés han fluctuado con cierta vehemencia entre 1991 y abril de 1994. La tasa de interés nominal del CETE a 28 días fue de 16,54% en 1991, 16,77% en 1992 y de 11,78% en 1993, pero el rendimiento real acumulado fue de 1,92%, 4,33% y 7,39% respectivamente. Por otra parte, los indicadores del costo de los pasivos bancarios, CPP y CPT, subieron en 1992 (22,76% y 19,06% respectivamente) respecto a 1991 (19,95% el CPP y 16,26% el CPT) y se redujeron en 1993 (14,68% el CPP y 12,52% el CPT). La Tasa de Interés Interbancaria Promedio (TIIP), introducida en 1993, descendió de 22,52% en enero a 13,69% en diciembre de ese año. Durante el primer trimestre de 1994 la tasa de interés referencial (CETE a 28 días) y el CPP mostraron una marcada tendencia a la baja. Sin embargo, la inestabilidad financiera y la turbulencia bursátil de marzo y abril volvieron a ubicar el rendimiento nominal del CETE a 28 días en más de 16%, para estacionarse luego en alrededor de 14,5%. [Banco de México, 1992 y 1993.].

12 La Ley McFadden, que en algunos casos aplica estas restricciones incluso a nivel intraestatal, se ha ido desmantelando paulatinamente en la práctica como efecto de la globalización financiera y de la crisis bancaria estadounidense de los ochenta.

13 Los altos rendimientos nominales en el mercado financiero, son necesarios para atraer el ahorro externo que posibilita el equilibrio en la balanza de pagos de una economía abierta con cuenta comercial deficitaria y tipo de cambio fijo [Dornbusch, 1980, parte 4]. Por lo demás, un ajuste del tipo de cambio vía devaluación podría tener efectos recesivos, dado el nivel de endeudamiento externo actual del sector privado. [Véase Krugman y Taylor, 1978.]

## **Bibliografía**

Asociación Mexicana de Bancos [1991], "La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas", Comercio Exterior, Vol. 41, No. 2, Suplemento, febrero de 1991.

Aspe, P. [1993], "El camino mexicano de la transformación económica", Fondo de Cultura Económica, México, 1993.

Bagehot, W. [1873], Lombard Street, ed. John Murray, Londres.

Banco de México [1991], Informe Anual 1990, México, 1991.

Banco de México [1993], Informe Anual 1992, México, 1993.

Banco de México [1994], Informe Anual 1993, México, 1994.

Baring Securities [1992], "Mexican Financial Groups", New York.

Bolsa Mexicana de Valores (BMV) [1992a], "Sectorial del sistema bancario mexicano", Estudios Sectoriales, México, 1992.

Bolsa Mexicana de Valores (BMV) [1992b], "El proceso de globalización financiera en México", México, D. F., 1992.

- Borja Martínez, F. [1991], "El nuevo sistema financiero mexicano", Fondo de Cultura Económica, México, 1991.
- Brailovsky, V., R. Clarke y N. Warman [1989], "La política económica del desperdicio: México en el periodo 1982-1988", Facultad de Economía, UNAM, México, 1989.
- CEPAL [1993], "Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1993", Santiago de Chile, 1993.
- Córdoba, J. [1991], "Diez lecciones de la reforma económica en México", Nexos, No. 158, México, D. F., febrero de 1991.
- Friedman, M. [1962], "Should there be an Independent Monetary Authority?", en Leland B. Yeager, "In Search of a Monetary Constitution", Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Garrido, C. y otros [1991], "Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990", UAM, México, 1991.
- Garrido, C. [1992], "El sistema financiero mexicano en transición", mimeo, México, 1992.
- Goodhart, C. [1988], "The evolution of central bank", The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Gurley, J. G. y Shaw, E. S. [1960], "Money in a Theory of Finance", Brookings Institution, Washington, D.C.
- Gutiérrez, A. [1991a], "The Mexican Financial System: Globalization and the Free Trade Agreement", Working Paper Series: U. S. Mexico Studies, No 9, noviembre de 1991. Bildner Center For Western Hemisphere Studies, The Graduate School and University of the City University of New York.
- Gutiérrez, A. [1991b], "The Financial Power of the United States in the 1980s", International Journal of Political Economy, Vol. 21, No. 2, Estados Unidos.
- Gutiérrez, A. [1992], "El TLC y el sector financiero", Economía Informa, No. 210, Facultad de Economía, UNAM, México, 1992.
- International Finance Corp. [1992], Emerging Stock Markets Factbook, Washington, D. C.
- Krugman, P. y L. Taylor [1978], "Contractionary Effects of Devaluation", Journal of International Economics, No. 8.
- Jarsulic, M. [1989], "Endogenous credit and endogenous business cycles", en Journal of PostKeynesian Economics.
- Lucas, R. [1987], "Studies in Business-Cycle Theory", The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Lustig, N. [1992], "Mexico: The Remaking of an Economy", The Brookings Institution, Washington, D. C.
- McKinnon, R. I. [1973], "Money and Capital in Economic Development", Brookings Institution, Washington, D. C.
- Minsky, H. P. [1986], "Stabilizing an Unstable Economy", Yale University Press, New Haven.

- Natella, S. et al [1992], "The Mexican Banking System II", CS First Boston, Boston, Ma., junio de 1992.
- Poole, W. [1978], "Money and the Economy: A Monetarist View", Addison Wesley, Reading, Ma.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público [1988], "Reestructuración del sistema financiero", Cuadernos de Renovación Nacional, Fondo de Cultura Económica, México, 1988.
- Shaw, E. S. [1973], "Financial Deepening in Economic Development", Oxford University Press, Nueva York, N. Y.
- Skiles, M. E. [1991], "Stabilization and Financial Sector Reform in Mexico", Federal Reserve Bank of New York Research Paper 9125, agosto de 1991.
- Stoga, A. [1990], "La venta de los bancos mexicanos", El Financiero, México, 1990.
- The Banker [1993], "The Top 1000", Financial Times Magazines, Londres, julio de 1993.
- Tobin, J. [1987], "Policies for Prosperity: Essays in a Keynesian mode", The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Wicksell, K. [1936], "Interest and Prices", Augustus Kelley, Nueva York, N. Y.



# LA ACTIVIDAD BANCARIA ESTADUNIDENSE EN TRANSICIÓN

James R Barth  
John S. Jahera, Jr.\*

## Introducción

La actividad bancaria estadounidense ha enfrentado fuertes cambios y turbulencias en la última década. Lo más comentado, conocido y discutido ha sido la quiebra de millares de instituciones bancarias (bancos comerciales, uniones de crédito, instituciones de ahorro y de ahorro y préstamo) con seguros federales y los enormes costos involucrados en tales quiebras.

Sin embargo, también han ocurrido otros cambios importantes. En tanto los activos financieros de todas las instituciones que ofrecen servicios financieros han crecido a lo largo de todo el periodo de la segunda posguerra, las instituciones bancarias han visto reducirse de manera significativa su participación en el fondo total de activos financieros. De manera creciente se observa que los productos y servicios financieros que tradicionalmente ofrecen los bancos, están disponibles en otras partes bajo condiciones preferenciales tanto para las empresas como para los consumidores. Los avances en la tecnología de cómputo y telecomunicaciones han reducido el costo de obtener, procesar y transmitir información, lo que ha contribuido a esta tendencia. En el mismo sentido han actuado las leyes restrictivas y nuevas regulaciones que impiden que los bancos se adapten libremente a un mercado financiero cambiante y cada vez más competitivo.

Los cambios en la tecnología computacional, aunados al desarrollo en la teoría moderna de las finanzas, han significado un aumento inaudito en la capacidad para identificar y medir el riesgo, lo que a su vez permite ponerle un precio. Esto ha contribuido a que

en años recientes se haya desarrollado en el mercado una variedad mucho mayor de productos y servicios financieros, que nos permiten un mejor manejo del riesgo. Los bancos no sólo pueden usar estos nuevos instrumentos para controlar su exposición ante diversos riesgos, sino también para generar ingresos a través de desarrollarlos y venderlos a otros usuarios.

Los cambios recientes en la informática están facilitando de manera generalizada una mayor integración de los mercados de capitales en todo el mundo. En la medida en que sube el ingreso y se acumula riqueza en un número cada vez mayor de países que tienden hacia políticas que promueven el libre mercado, tanto el comercio como las finanzas internacionales habrán de seguir creciendo. Este crecimiento obviamente se verá afectado en la medida en que las naciones mantengan barreras que impidan el libre tránsito de bienes y servicios, y de trabajo y capital por sus fronteras.

El resto de este ensayo discute la transición actual del sistema bancario estadounidense a la luz de tales acontecimientos.

## **I.-Turbulencias para las instituciones bancarias**

Los ochenta fueron los peores años para las instituciones bancarias estadounidenses desde el decenio de los treinta. Como se observa en el Cuadro I, 4,695 instituciones con 666,000 millones de dólares en activos y con seguros federales quebraron entre 1980 y 1992, lo que representa un costo estimado a valor presente de 165,000 millones de dólares. La actividad de ahorro y préstamo fue la más afectada. El fondo federal de seguros para instituciones de ahorro y préstamo reportó insolvencia aguda en la segunda mitad de los ochenta y se le informó a los contribuyentes que se les solicitaría ayuda para corregir el problema.

En agosto de 1989 surgió un nuevo organismo, la Corporación del Fideicomiso de Resoluciones (RTC=Resolution Trust Corporation), encargado de dictaminar todas las quiebras de las instituciones de ahorro y préstamo hasta septiembre de 1993. En la primavera de 1993, el Congreso estadounidense estaba en el proceso de recapitalizar el fondo de seguros para las instituciones de ahorro y préstamo privadas que sobreviven, en vista de la desaparición del RTC. Pese a que tanto en 1991 como en 1992 el fondo de seguros federales para los bancos se declaró insolvente, el grado de insolvencia bajó significativamente de un año a otro, de manera que los funcionarios encargados de regular el sector declararon en mayo de 1993 que ya no sería necesario emplear recursos directos de los contribuyentes para resolver los casos de los bancos comerciales y de ahorro que continúan con problemas. Únicamente el Fondo Federal de Seguros para las uniones de

**CUADRO 1**  
**Quiebra de instituciones de depósitos aseguradas federalmente: Número, Activos y Costos de Resolución**

Año	Bancos Comerciales		Ahorro y Préstamo		Uniones de Crédito	
	Número	Costo (mill. USD)	Número	Costo (mill. USD)	Número	Costo (mill. USD)
1980	10	30	11	166	NA	NA
1981	10	589	28	760	349	NA
1982	42	1271	63	806	327	NA
1983	48	1521	36	275	253	NA
1984	79	2292	22	743	130	20
1985	120	850	31	1026	94	12
1986	145	1732	46	3066	94	29
1987	203	2017	47	3704	88	52
1988	221	5530	205	31790	85	33
1989	207	5998	37	5914	114	74
1990	169	3042	315	108896	189	49
1991	127	7393	232	34506	173	77
1992	122	4700	69	6715	154	107
<b>TOTAL</b>	<b>1503</b>	<b>36965</b>	<b>1142</b>	<b>126773</b>	<b>2050</b>	<b>452</b>
						<b>2836</b>

Fuente: James Barth y R. Dan Braunbaugh Jr. "Depository Institution Failures Costs: The role of moral Hazard and Agency Problems", Conferencia sobre la reconstrucción de la Confianza Pública mediante la Reforma Financiera, Ohio State University, 25 de junio de 1992, con datos actualizados de la Congressional and National Credit Union Administration.

crédito superó la década pasada sin plantear la necesidad de recursos adicionales, no obstante el número importante de quiebras.

Los problemas enfrentados por los bancos durante la pasada década, dieron pie a cinco reformas importantes en la legislación bancaria. Las dos leyes dictadas a principios de esos años aumentaron el campo de acción de las instituciones y eliminaron los topes máximos a las tasas de interés sobre depósitos. Pese a que la desreglamentación tardó demasiado para evitar la devastación de las instituciones de ahorro y préstamo, su efecto fundamental fue el de opacar las diferencias entre los distintos tipos de instituciones bancarias.

Las tres leyes de fines de los ochenta y principios de los noventa, volvieron a imponer restricciones selectivas a la acción de los bancos e impidieron la creación de los bancos "no bancarios", es decir instituciones de servicios financieros que ofrecían depósitos directos o préstamos comerciales e industriales, pero que no ofertaban ambos servicios a la vez. Esta legislación reciente también establecía primas de seguros federales más altas y basadas en el riesgo; elevaba los requisitos de capital y adoptaba una definición más estricta de capital, a la vez que obligaba a las agencias reguladoras a tomar acciones correctivas rápidas hacia las instituciones con problemas. Sin embargo, las similitudes entre los distintos tipos de instituciones bancarias permanecían intactas y la posibilidad de competencia no bancaria no se vio afectada.

## **II.-Pérdida de participación de las instituciones bancarias en el mercado**

Visto como fenómeno de largo plazo, uno de los cambios más importantes ha sido la participación decreciente de las instituciones bancarias en el total de activos financieros de todas las instituciones financieras. Como se observa en el Cuadro 2, en 1950 estas instituciones tenían el 65 por ciento del total de activos en 1950, contra un magro 37 por ciento en 1992. En términos de participación en el mercado, los mayores perdedores han sido los bancos comerciales registrados en Estados Unidos, cuya participación bajó de 51 por ciento a sólo 20 por ciento en el mismo periodo. (La participación de los bancos extranjeros, sin embargo, creció de menos de 1 por ciento a más de 6 por ciento.)

Los fondos de pensiones y de retiro representan hoy una proporción mayor del total de activos financieros estadounidenses que los bancos privados norteamericanos. El envejecimiento de la población de Estados Unidos y la creación de un número aún mayor de planes de pensiones y retiro, seguramente reforzará esta tendencia en el futuro cercano. El mercado de dinero y otras mutualidades también se incluyen entre los grandes ganadores. Estas empresas de servicios financieros han visto crecer su participación en el

**Cuadro 2**  
**Distribución Porcentual de los Activos Financieros Estadounidenses en todas las instituciones de servicios financieros, 1950 - 1992**

	1950	1960	1970	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<b>Instituciones de Depósito(1)</b>																
Bancos Comerciales	51.2	38.2	38.6	36.8	36.3	35.2	34.2	34.0	33.1	31.9	31.2	30.8	30.4	30.0	26.9	26.5
Incorporación en EEUU	50.5	37.5	36.6	31.4	30.6	29.9	29.1	28.9	27.9	25.5	26.5	24.9	23.9	23.8	20.9	20.2
Oficinas Extranjeras	0.4	0.6	0.7	2.5	2.8	2.3	2.0	2.1	2.6	2.3	2.8	3.4	3.6	3.4	3.6	3.6
Filiales Nacionales	0.0	0.0	1.1	2.6	2.6	2.7	2.8	3.0	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.7	2.2	2.5
Bancos en Territorio Estadounidense	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Ahorro y Préstamo	5.8	11.8	12.8	15.2	14.6	14.2	14.9	15.7	14.8	13.9	14.1	14.2	11.6	10.2	7.2	6.1
Bancos de Ahorro	7.6	6.9	5.9	4.3	3.9	3.5	3.3	3.3	3.1	2.9	3.0	3.0	2.7	2.4	1.9	1.8
Uniones de Crédito	0.3	1.1	1.3	1.7	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9
<b>Intermedios Contractuales</b>																
Compañías de Seguros de Vida	21.3	19.4	15.0	11.5	11.4	11.5	11.5	11.1	11.1	11.1	11.3	11.7	11.8	12.3	11.8	11.6
Otras Aseguradoras	4.0	4.4	3.7	4.3	4.2	4.1	4.1	3.9	4.0	4.2	4.4	4.5	4.6	4.7	4.6	4.6
Fondos de Pensiones Privados(2)	2.4	6.4	8.7	11.6	10.9	11.7	12.4	11.5	11.9	11.5	11.4	10.9	11.0	10.4	17.1	17.1
Fondos de Retiro	1.7	3.3	4.5	4.9	5.0	5.3	5.7	5.7	5.7	5.7	5.8	6.3	6.9	6.7	7.0	7.2
<b>Otros</b>																
Compañías Financieras	3.2	4.6	4.8	5.0	5.1	4.8	4.8	4.8	4.9	5.0	5.1	5.1	5.8	7.0	6.2	5.9
Mutualidades	1.1	2.9	3.5	1.5	1.3	1.6	2.0	2.2	3.4	5.1	5.0	5.2	5.0	5.2	5.2	7.7
Casas y Corredoras de Bolsa	1.4	1.1	1.2	1.1	1.4	1.7	1.7	1.9	2.2	2.3	1.6	1.4	2.2	2.4	2.6	3.0
Mutualidades en el Mercado Financiero	0.0	0.0	0.0	1.9	4.2	4.5	3.3	3.7	3.4	3.6	3.6	3.5	4.0	4.5	4.2	4.0
REITs(3)	0.0	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Emisores de Obligaciones de Crédito negociables(4)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4	0.8	1.2	1.4	1.7	2.0	2.1	2.2
<b>Activos Totales(miles de millones)</b>	294	597	1340	4032	4455	4916	5503	6232	7141	8185	8840	9667	10633	11113	12795	13699

(1) Los bancos comerciales incluyen los bancos estadounidenses registrados, las filiales nacionales, corporaciones bajo el Edge Act, agencias y sucursales de bancos extranjeros y bancos de territorio estadounidense. Los bancos extranjeros incluyen corporaciones bajo el Edge Act, y oficinas de bancos extranjeros. Se excluyen los IBFS y se tratan como sucursales en el extranjero. Las instituciones de ahorro y préstamo todas las asociaciones de ahorro y préstamo y bancos federales de ahorro aseguradas por el Saving association Insurance Fund. Los bancos de ahorro incluyen todas las mutualidades y bancos federales de ahorro aseguradas por el Bank Insurance Fund.

(2) Los fondos de pensiones privados incluyen el Federal Employees Retirement Thrift Saving Funds.

(3) REITs son corporaciones de inversión en bienes raíces.

(4) Emisores de obligaciones de crédito negociables son emisores de SCO's (Securitized Credit Obligations).

Fuente: James R. Barth, R. Dan Brumbaugh y Robert..., con datos utilizados de la Board of Governors of the Federal Reserve System.

mercado, de 1 por ciento en 1950 a cerca de 12 por ciento en 1992. Representan actualmente una parte mayor del mercado que las instituciones de ahorro y préstamo, los bancos de ahorro y las uniones de crédito combinadas.

A pesar de que los fondos mutuos del mercado de dinero no están asegurados a escala federal, sus activos se transan en el mercado diariamente y el valor neto resultante ha permitido que cada acción se pague a la par cuando se solicita. La imposibilidad de cobrar cheques a través del Sistema de Reserva Federal ha contribuido, empero, a que se establezcan restricciones en términos del monto y frecuencia con que se pueden girar cheques avalados por las acciones en tales fondos. Si esto se eliminara, los fondos mutuos del mercado de dinero representarían una amenaza competitiva todavía mayor para las instituciones bancarias.

Estos cambios importantes en la participación del mercado de los diferentes tipos de servicios financieros, no hacen sino reflejar que el mercado se ha vuelto cada vez más competitivo. Los bancos comerciales estadounidenses, en particular, se han visto atacados por ambos lados de sus hojas de balance. Los individuos se están tornando cada vez más sofisticados en sus manejos financieros y, por tanto, es cada vez menos factible satisfacerlos como depositantes y pasivos, a la vez que se vuelven inversionistas activos. Mientras los depósitos a plazo y de ahorro representaron el 27 por ciento del total de activos financieros de los individuos en 1980, en 1992 alcanzaron sólo 17 por ciento.

En cambio, en el mercado de dinero los fondos mutuos crecieron de 2 a 9 por ciento en el mismo periodo. La tecnología de información moderna les permite a estos fondos operar a un costo relativamente bajo, comparados con los elaborados sistemas de sucursales de los bancos. Estos ahorros en costo pueden ser traspasados a los consumidores bajo la forma de mayores rendimientos. La existencia de este producto competitivo significa que los depósitos que tienen garantía federal y pueden ser tomados directamente en instituciones locales, ya no representan los depósitos fundamentales tradicionales (es decir, depósitos que son relativamente insensibles a la tasa de interés y por tanto bastante estables).

Al mismo tiempo, muchas compañías grandes y bien establecidas pueden obtener préstamos en condiciones más favorables que las bancarias a través de la emisión de papel comercial. Incluso el crecimiento de los mercados de alto riesgo (*below investment grade markets*) ha significado que muchas compañías medianas o no tan bien establecidas hayan **tenido** acceso a fondos en condiciones más favorables que las bancarias. Por lo mismo, los bancos están perdiendo clientes de manera importante tanto por el lado de sus activos como de sus pasivos, a medida que se desarrolla el mercado financiero.

De manera general las compañías financieras no bancarias que enfrentan una regulación más laxa, están proveyendo una cantidad creciente de préstamos que antes eran exclusivos de los bancos, tanto a través de operaciones directas con las compañías y los clientes, como indirectamente mediante la compra de papel comercial y deuda de alto rendimiento. Incluso los préstamos con tarjetas de crédito que fueron muy importantes para los bancos en los años ochenta, están siendo emitidos por compañías de teléfonos y automotrices, además de otros tipos de competidores no bancarios que se enumeran en el Cuadro 2. El desarrollo de la tecnología multimedios sólo contribuirá a generar una competencia aún mayor para los bancos en los próximos años.

Junto con estos cambios, la posibilidad de negociación secundaria de deudas (securitización) ha afectado el valor de franquicia (*franchise value*) de muchos bancos. La negociación secundaria de préstamos hipotecarios y de otro tipo (incluyendo los automotrices, los pagarés de tarjeta de crédito y aun los de bienes raíces), ha disminuido la brecha entre los rendimientos de estos activos sin renegociar y el costo financiero de operarlos. De esta manera, sólo los proveedores de menor costo entre las instituciones bancarias pueden operar rentablemente en la creación y operación de estos créditos y mantenerlos en cartera. La negociación secundaria libera estas tres actividades, contribuyendo a minar el papel tradicional de los bancos.

Para entender mejor el papel jugado por la negociación secundaria, tomemos en cuenta lo siguiente. En 1970 sólo se negociaba en mercados secundarios el 1 por ciento de los préstamos de vivienda en cartera. En 1992, esta proporción aumentó a 40 por ciento. Adicionalmente, las empresas avaladas por el gobierno, incluyendo a la Corporación Federal de Préstamo Hipotecario para Vivienda (Federal Home Loan Mortgage Corporation) y la Asociación Federal Nacional de Hipotecas, mantenían el 5 por ciento del total de créditos hipotecarios en su cartera el mismo año.

Los bancos no han permanecido pasivos frente a estos cambios. Han movido más activos hacia todo tipo de préstamos en bienes raíces para compensar sus pérdidas en el sector comercial e industrial. En 1992 los préstamos para bienes raíces representaban el 25 por ciento de sus activos totales, contra un 14 por ciento en 1980. Los préstamos industriales y comerciales, en cambio, bajaron de 21 a 13 por ciento en el mismo periodo. Los bancos también se están basando más en el ingreso por comisiones que en el ingreso por intereses. De hecho, los ingresos ajenos al interés de los bancos comerciales crecieron de 0,07 por ciento en 1980 a 1,88 por ciento de los ingresos totales en 1992. Al mismo tiempo, los bancos están reemplazando crecientemente su pérdida de negocios que se registran en los balances, con actividades que no se reflejan en ellos. En otras palabras, los bancos siguen tratando de cumplir su papel de intermediación, pero su ingreso es cada vez más dependiente de las comisiones y menos de los diferenciales de tasas de interés.

El principal obstáculo para la adaptación a los cambiantes mercados financieros sigue estando, sobre todo, en las leyes y regulaciones restrictivas. Los bancos no pueden competir libremente en los mercados de seguros ni de valores, como tampoco establecer sucursales fuera de sus estados ni ser propiedad de compañías no bancarias. Algunos bancos estatales en estados seleccionados y algunas corporaciones bancarias han recibido autorización de la Reserva Federal para participar en seguros y valores, pero persisten múltiples trabas. La mayoría de los estados también ha permitido mayores privilegios en la capacidad de establecer sucursales, básicamente a través de grupos regionales, pero normalmente se mantiene un límite a la participación de un banco en los depósitos totales.

El proceso de adaptación ha sido, por consiguiente, lento e incompleto. Resulta básico entender que los bancos son las compañías de servicios financieros más reguladas en Estados Unidos. No pueden competir en pie de igualdad con instituciones no bancarias que incursionan crecientemente en lo que alguna vez se consideraban actividades bancarias tradicionales. De hecho, el término *banco* define hoy a instituciones financieras que reciben depósitos a la vista, hacen préstamos comerciales e industriales y están aseguradas por la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC). Es sustancialmente esta definición legal la que nos permite distinguir entre instituciones bancarias y no bancarias en el sector financiero, no las funciones que cada una desarrolla. Cada vez resulta más claro que es dicha definición la que hace posible entender la clasificación de las diferentes compañías de servicios financieros que se presenta en el Cuadro 2.

### **III.-La banca estadounidense: estructura de regulación fragmentada y exceso de capacidad**

La estructura de regulación estadounidense para las instituciones bancarias está bastante fragmentada. El Cuadro 3 muestra información sobre el número y activos de diferentes tipos de instituciones y los distintos órganos de regulación. Como se puede observar, a pesar de las turbulencias de la década pasada aún hay un número considerable de instituciones: 27,489 en junio de 1992. Los bancos comerciales, incluyendo filiales estadounidenses y agencias de bancos extranjeros, dominan en términos de activos, representando el 76 por ciento del total. En cuanto a número de instituciones equivalen al 44 por ciento. Dentro de la banca comercial, las 50 instituciones más grandes controlaban en junio de 1992 el 41 por ciento del total de activos y las cien mayores el 51 por ciento. En gran medida producto de la prohibición general existente que impide tener filiales o sucursales entre estados en vigor hasta hace poco, Estados Unidos tiene más bancos per cápita que casi cualquier otro país del mundo.



Cuadro 3

Activos y Número de Bancos e Instituciones de Ahorro al 30 de junio de 1992.

	TOTAL	Bancos Comerciales Estadounidenses			Agencias y Filiales de bancos extranjeros	Bancos de Ahorro Asegurados en el BIF	Instituciones Aseguradas por SAIF				Uniones de Crédito	
		Nacionales	Estatales				Ahorro y Préstamo	Bancos de Ahorro	Incorporación		Federal	Estatal
			Incorporados	No Incorporados					Federal	Estatal		
Total de Activos (Millones de Dólares)	5,433	36.35%	11.26%	15.66%	13.01%	3.74%	3.33%	2.28%	9.83%	2.87%	1.66%	
Número de Instituciones	27,489	13.45%	3.46%	25.57%	2.15%	1.62%	2.05%	2.43%	2.85%	29.28%	17.05%	

Fuente: Federal Financial Institutions Examination Council, Annual Report.

Estas instituciones están registradas, aseguradas y reguladas por una o más de las siguientes agencias: Oficina del Controlador de la Moneda (OCC=Office of the Comptroller of the Currency) para bancos nacionales; la Oficina de Supervisión de Ahorro (OTS=Office of Thrift Supervision) para bancos de ahorro y préstamo, la Administración Nacional de Uniones de Crédito (NCUA=National Credit Union Administration), el FDIC para bancos de ahorro y préstamo, la Reserva Federal para bancos afiliados y consorcios bancarios, así como las autoridades bancarias estatales correspondientes.

Todos estos órganos de supervisión están registrados ante el Estado. Con agencias de regulación diversas para diferentes tipos de instituciones, obviamente hay una falta de uniformidad en la regulación. Por ejemplo, la OTS autorizó recientemente a los bancos de ahorro y préstamo registrados ante la Federación a tener sucursales en todo el país, algo que los bancos comerciales tienen vedado. (Sin embargo, 35 estados han abierto sus fronteras a bancos que operan nacionalmente y 13 estados permiten su operación sobre bases de reciprocidad regional. Véase "Conference of Bank Supervisors" [1992].)

Las instituciones de ahorro y préstamo también pueden ser propiedad de instituciones no bancarias, lo que está prohibido a los bancos. Las uniones de crédito, a diferencia de las demás instituciones financieras, están exentas de impuestos. En algunos estados los bancos registrados estatalmente tienen capacidad para participar en seguros y valores de una manera más amplia que los bancos nacionales. (Específicamente, 43 estados autorizan a los bancos con registro estatal actividades en valores, de los cuales 42 autorizan descuento pleno o correduría y 15 permiten suscribir acciones. Además, seis estados permiten contratar seguros a los bancos estatales y 25 autorizan la venta de servicios de seguros. Véase "Conference of Bank Supervisors" [1992].)

Algunas corporaciones financieras tienen permiso para participar en actividades de valores, pero otras no pueden hacerlo. En forma reciente por ejemplo, el 13 de mayo de 1993, la Reserva Federal autorizó a Chemical suscribir bonos corporativos, incluyendo bonos de alto riesgo. La primera autorización fue otorgada a J. P. Morgan, Citicorp y Bankers Trust, en enero de 1989. La Reserva Federal también autorizó a J. P. Morgan suscribir acciones de capital en septiembre de 1990.

En marzo de 1993, el presidente del Comité del Congreso sobre Bancos, Finanzas y Asuntos Urbanos, Henry González, introdujo cambios legislativos que buscan una reglamentación más uniforme y pareja. Bajo estas reformas, recogidas en el Acta de Consolidación de Regulaciones (Regulation Consolidation Act), se crearía una Comisión Federal Bancaria (FBC). Todas las funciones reguladoras de OCC, OTS, FDIC y de la Reserva Federal serían transferidas a la FBC. La OCC y la OTS desaparecerían, la Reserva Federal se centraría exclusivamente en la política monetaria y el FDIC administraría los fondos de depósito para seguro federales. Sólo NCUA y el fondo de seguros para uniones de

crédito seguirían con sus funciones actuales. De entrar en vigor, un cambio de esta naturaleza en la estructura de regulación facilitaría que se enfatizaran las funciones y no las instituciones al diseñar leyes y reglamentos.

A la luz del dominio en términos de activos de los bancos comerciales entre todas las instituciones financieras estadounidenses y de su papel en la banca internacional, es importante discutir su rol en las últimas cuatro décadas. Esto permitirá entender mejor la situación actual de estos bancos. Durante las tres primeras décadas después de la Segunda Guerra Mundial, tanto la tasa de retorno sobre activos como la tasa de retorno sobre capital accionario de los bancos comerciales, crecieron. Sin embargo, en los años ochenta empezaron a bajar.

A primera vista, estos datos nos indican que los problemas de los bancos son transitorios. Las cifras disponibles de la década de los noventa podrían apoyar esta interpretación. De hecho la tasa de retorno sobre activos en 1992 fue de 96 puntos, la más alta para un solo año después de la Segunda Guerra. La tasa de retorno sobre el capital fue 13,4 por ciento, la más elevada desde 1980. Sin embargo, un análisis más detallado de la información revela algunos problemas estructurales.

Los resultados favorables de 1992 se debieron básicamente a que hubo una curva de rendimientos muy elevada, con tasas de corto plazo casi 450 puntos menores que las tasas de largo plazo. Los bancos estaban pagando relativamente poco por sus depósitos, mientras obtenían grandes rendimientos sobre sus activos. Esta situación difícilmente se prolongará. Inclusive, en los últimos 40 años el diferencial entre las tasas de retorno sobre el capital accionario y los valores del tesoro estadounidense ha disminuido cada década, llegando a hacerse negativo en los años ochenta.

Al mismo tiempo, la razón de pérdidas netas a activos totales ha crecido persistentemente durante la última posguerra. La desviación estándar de los retornos sobre el capital accionario también ha aumentado en el mismo periodo. El hecho de que los retornos hayan bajado mientras el riesgo en la actividad bancaria haya crecido, es consistente con la existencia de exceso de capacidad. Con un sistema fallido de aseguramiento de depósitos y con leyes y reglamentos excesivamente restrictivos, tal situación exacerbó el costo de salirse de la actividad bancaria en los años ochenta. En todo caso resulta claro, a la luz de estos y otros cambios señalados con anterioridad, que el sistema bancario estadounidense está en un proceso de consolidación y reestructuración importantes, buscando mejorar su posición financiera de largo plazo.

#### **IV.-Operaciones bancarias internacionales**

Las operaciones bancarias internacionales han aumentado su importancia con el paso del tiempo. Como muestra el Cuadro 2, las oficinas de bancos extranjeros en Estados Unidos tenían menos de 0,5 por ciento de los activos financieros totales en 1950. Esta proporción creció a más de 6 por ciento en 1992. Más específicamente, como lo muestra el Cuadro 4, al 30 de junio de 1992 había 736 oficinas de bancos extranjeros con activos que ascendían a 899,000 millones de dólares. Comparando esta cifra con la de 1991, los activos aumentaron en 61,000 millones de dólares, o 7,4 por ciento. Los 26 bancos extranjeros más grandes controlaban el 61 por ciento de los activos totales, con tan sólo el 27 por ciento de las oficinas. Indudablemente, los bancos extranjeros se han establecido como un segmento importante de la actividad bancaria estadounidense, llegando a tener una participación mayor que las instituciones de ahorro y préstamo.

A fines de 1992, cerca del 80 por ciento de todas las filiales estadounidenses de bancos extranjeros y el 90 por ciento de sus activos estaban registrados a nivel estatal (Véase "Conference of State Bank Supervisors" [1992]), lo que significa que operan bajo la regulación de los estados respectivos. Los estados que más bancos extranjeros tienen son Nueva York, California, Florida, Illinois y Georgia. Sin embargo, desde 1992 el Acta de Fortalecimiento de la Supervisión de Bancos Extranjeros (FBSEA=Foreign Bank Supervision Enhancement Act) le ha dado a la Reserva Federal mayores poderes de regulación sobre los bancos extranjeros registrados estatalmente. Específicamente bajo esta legislación, la Reserva Federal tiene autorización para revisar cualquier oficina de un banco extranjero en Estados Unidos. Además, cada banco o agencia de un banco extranjero debe ser revisado al menos una vez al año.

Adicionalmente, el FBSEA utiliza los mismos criterios financieros, operativos y ejecutivos para bancos comerciales estadounidenses y extranjeros. Las autoridades federales tienen la potestad de poner término a la operación de los bancos extranjeros si descubren prácticas ilegales, riesgosas o inseguras. Finalmente la entrada a Estados Unidos de un banco extranjero está controlada por nuevos requisitos de supervisión en su propio país, bajo un sistema consolidado y las autoridades tienen acceso a información para fines de supervisión en relación a cualquier banco que quiera hacer negocios en Estados Unidos.

Los bancos estadounidenses también tienen operaciones en el extranjero. A fines de 1991, los bancos comerciales estadounidenses tenían fuera del país 229 oficinas, con 398,000 millones de dólares en activos. Los bancos neoyorquinos tenían 51 oficinas extranjeras, con 292,000 millones de dólares, mientras los californianos tenían 20 oficinas con 45,000 millones de dólares. Los bancos de estos dos estados representaban el 85 por ciento de los activos en oficinas en el extranjero.

Cuadro 4  
Oficinas de bancos extranjeros en Estados Unidos: Número y Activos

	No. Oficinas	junio 30, 1992	Total de Activos (mill USD) junio 30, 1991
Mitsubishi Bank Ltd, Tokio	6	46449	42736
Bank of Tokio	11	44969	50568
Industrial Bank of Japan, Tokio	9	32319	33742
ANB AMRO, Amsterdam, Holanda	20	31452	20731
Samwa Bank Ltd, Tokio	8	31211	34939
Fuji Bank Ltd, Tokio	8	31157	33392
Dai-ichi Kangyo Ltd, Tokio	6	30169	28794
Sumimoto Bank Ltd, Osaka, Japón	7	28946	26869
National Westminster Bank PLC, Londres	7	28001	25859
Banco de Montreal, Canadá	19	22878	20125
Hong Kong & Shangai Banking Corp., Hong Kong	16	20541	19630
Swiss Bank Corp, Basilea, Suiza	6	18511	12302
Sakura Bank Ltd, Tokio	9	18192	19283
Société Generale, París	4	18026	9772
Bank of Nova Scotia, Toronto Canadá	9	17189	16784
Banque National de Paris	8	15005	12177
Credit Lyonnais, París	NA	14869	14191
Long-Term Credit Bank of Japan Ltd, Tokio	4	14399	14183
Canadian Imperial Bank of commerce, Toronto	6	13967	10467
Barclays PLC, Londres	NA	13703	12199
Union Bank of Switzerland, Zurich	4	13662	6916
Tokai Bank, Nagoya, Japón	5	13073	16596
Yasuda Trust and Banking Co. Ltd, Tokio	4	12836	13090
Daiwa Bank Ltd, Osaka, Japón	13	11902	12081
Mitsui Trust and Banking Corp., Tokio	4	11043	10963
Mitsubishi Trust Banking Corp., Tokio	4	10874	12103
Totales de los principales bancos	198	551376	520023
Totales de todos los bancos extranjeros	736	898709	837711
Participación de los principales bancos	26.90%	61.35%	62.08%

Fuente : American Banker.

El Cuadro 5 presenta información más general sobre la importancia de los préstamos y depósitos nacionales en todos los bancos estadounidenses y en los diez mayores. Como se puede observar, los bancos estadounidenses han ido reduciendo la participación de sus préstamos externos en sus activos totales, tanto a empresas comerciales e industriales como a gobiernos. Esta reestructuración refleja los problemas a que se han enfrentado en países subdesarrollados en el primer quinquenio de los ochenta y, de manera más general, las medidas adoptadas por muchos bancos para mejorar su razón de capital a activos en la segunda mitad de la década pasada, que incluyen el proteger activos y/o involucrarse en menos préstamos comerciales e industriales.

Este es, sobre todo, el caso de los bancos más grandes, que no sólo son los que tienen mayores operaciones en el extranjero, (véase el Cuadro 5) sino también los relativamente más débiles en esa época. A medida que ha mejorado la situación financiera de esas instituciones, estas vuelven a mostrar un mayor interés en operaciones en el extranjero, si bien permanecen atentas a la necesidad de asegurar sus operaciones nacionales en vista de la cada vez más feroz competencia que representan los bancos suprarregionales en expansión y las instituciones no bancarias en el mercado estadounidense.

El Cuadro 6 presenta información más detallada sobre las diferentes regiones del mundo a las cuales los bancos estadounidenses han estado haciendo préstamos en los últimos dos años. Como se puede ver allí, el monto de deuda con los bancos estadounidenses de los deudores extranjeros era de cerca de 200,000 millones de dólares en 1992. (Los datos cubren 150 organizaciones bancarias estadounidenses y excluyen 129,000 millones de dólares en monedas locales y otras obligaciones.)

La mayor parte de los préstamos (43%) fueron hechos a países del Grupo de los 10 (G-10) y a Suiza. Los países latinoamericanos y del Caribe ocupan el segundo lugar, con un 20 por ciento. La participación caribeña aumentó de 1991 a 1992, a expensas de la latinoamericana. El cuadro muestra asimismo la posición dominante de la banca múltiple. En términos generales representaron casi dos tercios de la deuda hacia los bancos estadounidenses. En el caso de Canadá y México representaron el 52 y el 78 por ciento respectivamente, de la deuda a bancos múltiples estadounidenses. Estos dos países representan a su vez el 13 por ciento de los préstamos de los bancos estadounidenses. México ha mostrado un aumento en los préstamos recibidos, en tanto Canadá ha bajado. Esto refleja, sin duda, las diferencias en el desempeño económico de los dos países y el creciente optimismo hacia México tras el inicio de las negociaciones del Tratado trilateral de Libre Comercio de América del Norte, el 12 de agosto de 1992.



**CUADRO 6**  
**Deuda extranjera con los bancos estadounidenses**  
**(incluye ajustes por garantías y préstamos indirectos)**

	1991		1992	
	Deuda con todos los bancos (mill US\$)	Porcentaje del total de los 9 bancos más grandes	Deuda con todos los bancos (mill US\$)	Porcentaje del total de los 8 bancos más grandes
Suiza y Grupo de los diez	90313	58	85389	56
Otros países desarrollados	17459	74	16599	73
Europa Oriental	1874	78	1219	85
Países de la OPEP	11932	84	12892	82
Países latinoamericanos y del Caribe no petroleros	33806	79	38465	75
Países asiáticos no petroleros	12688	68	14008	67
Países africanos no petroleros	1238	77	1257	86
Centros bancarios externos	26099	39	26187	46
Organismos regionales e internacionales	1009	67	1041	72
<b>TOTAL</b>	<b>196418</b>	<b>63</b>	<b>197057</b>	<b>63</b>
Observación				
Canadá	9420	65	8975	52
México	16516	78	17277	78

(1) Los nueve bancos mas grandes son: Bank of America, Citybank, Chase Manhattan Bank, Manufacturers Hanover, Morgan Guarantee, Continental Illinois, Bankers Trust y First National Bank of Chicago. Notese que en 1992 sólo hay 8 bancos grandes, reflejando la compra de Manufacturers Hanover por Chemical Bank.

Fuente: Country Exposure Lending Survey, Federal Financial Institutions Examinations Council.



## **V.--Regulación de las operaciones bancarias internacionales**

A medida que la integración internacional de los mercados bancarios avance, surgirá una mayor variedad de productos y servicios financieros en términos más favorables para las empresas y los consumidores. Hay, sin embargo, riesgos en esta transición hacia una mayor integración. La medida en que estos riesgos puedan ser frenados adecuadamente, depende en gran parte de las leyes y reglamentos que rijan las actividades internacionales de los bancos.

En cuanto a las leyes y reglamentos que regulan la operación internacional de la banca, analicemos primero el caso de las operaciones internacionales entre México, Canadá y Estados Unidos. A pesar de su proximidad geográfica, los mercados bancarios de los tres países no están muy integrados. Recientemente se han tomado medidas para facilitar la integración. Canadá y Estados Unidos pusieron en vigor el Acuerdo Bilateral de Libre Comercio (ABLC) en 1988. Este acuerdo permite a los bancos estadounidenses participar en el mercado de valores en pie de igualdad con sus pares canadienses. (No obstante la Reserva Federal, a través de la Regla K, limita el tamaño absoluto y relativo de algunas actividades no bancarias en el exterior, incluyendo la suscripción y distribución de valores.)

Los bancos estadounidenses también están exentos de los límites de participación en el mercado canadiense, los cuales se aplican a los demás bancos extranjeros. El ABLC, incluso, eliminó muchas de las restricciones a la propiedad extranjera de instituciones financieras canadienses para inversionistas estadounidenses. Los bancos canadienses, por su parte, pueden ahora suscribir y negociar valores de su propio gobierno en sus operaciones en Estados Unidos. Los bancos canadienses con privilegios de negociar en varios estados en Estados Unidos antes de que entrase en vigor el Acta de Banca Internacional (IBA) de 1978, están en posibilidad de hacerlo en forma indefinida.

Una vez aprobado, el TLC puede dar un impulso considerable a la integración bancaria en América del Norte. Las razones de índole general se basan en la gran población que tiene México y su potencial para crecer. En 1991 la población mexicana era de 88 millones de habitantes y su PIB de sólo 252,000 millones de dólares. En cambio, la población canadiense era de 27 millones y su PIB de 569,000 millones de dólares; mientras que la población estadounidense era de 252 millones y su PIB de 5.686 mil millones de dólares. Las reformas económicas que se han llevado a cabo recientemente en México y su efecto positivo sobre la economía hasta ahora, inyectan optimismo hacia su crecimiento futuro y su estabilidad. Esto debería llevar a un crecimiento del comercio y las finanzas entre México y Estados Unidos.

El TLC también proveerá estímulos para la integración bancaria por una razón más específica, en la medida en que permitirá a los bancos estadounidenses y canadienses adquirir o establecer bancos, compañías de seguros y casas de bolsa de propiedad extranjera en México a partir del primero de enero de 1994. En la fase inicial, los activos conjuntos de las subsidiarias estadounidenses y canadienses no podrán exceder el 8 por ciento de los activos totales de la actividad bancaria en México. Este tope aumenta gradualmente, hasta su eliminación total poco después del año 2000. La participación individual de los bancos extranjeros no podrá exceder, en la fase inicial, del 1,5 por ciento del capital bancario, pero el límite aumentará a 4 por ciento poco después del año 2000. Estos cambios representan una fuente de oportunidades importante para la entrada de bancos estadounidenses y canadienses, dado que la participación extranjera individual en los bancos se limita hoy a un 10 por ciento del capital pagado de un banco. (Ver: Laderman y Moreno [1992].)

Aun cuando el ABLC y el TLC crean espacios para una mayor integración bancaria, el aspecto más importante en relación a la regulación bancaria internacional, sigue siendo el número y tipo de operaciones que un banco extranjero puede llevar a cabo. La posición actual de Estados Unidos se refleja en el IBA, el cual se promulgó en vista de que muchos bancos extranjeros podían operar en Estados Unidos con ventajas competitivas sobre los bancos estadounidenses. Por primera vez esta legislación introdujo una regulación federal amplia de las operaciones estadounidenses de los bancos extranjeros. Convierte en ley el principio de tratamiento nacional en el ámbito de productos y servicios financieros, lo que se traduce en que los bancos nacionales y extranjeros tendrán las mismas oportunidades de competir.

Para aplicar el principio de tratamiento nacional se eliminaron las ventajas competitivas de los bancos extranjeros. Específicamente, el IBA ya no permite a los bancos extranjeros establecer sucursales de servicio completo y de recepción de depósitos donde las leyes estatales lo permitían y restringió su participación en las actividades no bancarias, incluyendo la suscripción de valores.

Si bien Estados Unidos mantiene el principio de trato nacional, hay algunas excepciones. La más importante es que en algunos estados la banca extranjera no tiene trato nacional. Por otro lado, ocasionalmente se ha otorgado un trato mejor que el nacional. Por ejemplo, debido a que el IBA ratificó los derechos de los bancos extranjeros en sus actividades en Estados Unidos, 17 instituciones pudieron mantener su propiedad sobre sus compañías que operan con valores en Estados Unidos. Mientras el trato nacional en ese país es incondicional, algunos países industrializados han adoptado una política de tratamiento nacional recíproco. Esto quiere decir que un país le dará trato nacional a otro sólo si sus bancos reciben el mismo trato nacional en el otro país.

Curiosamente, uno de los objetivos importantes de Estados Unidos en su negociación del TLC fue el obtener autorización para que sus bancos pudieran operar en México y Canadá. Este objetivo se frustró, en gran medida porque tanto Canadá como México consideran que sus bancos no tendrían una oportunidad competitiva equivalente en la actividad de servicios financieros estadounidenses. (Véase Departamento del Tesoro y Junta de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal, 1992, p .9.)

En consecuencia, el TLC le otorga a cada país el derecho a solicitar que los bancos extranjeros operen a través de una subsidiaria, práctica tanto mexicana como canadiense. (En junio de 1992, las sucursales y agencias de bancos extranjeros representaban más de cuatro quintas partes de los activos totales de esos bancos, mientras que equivalían a dos terceras partes del total de activos de las oficinas de bancos estadounidenses en el extranjero. Esto parece indicar que las subsidiarias no son la forma preferida de participar en mercados extranjeros.)

En Estados Unidos, el FBSEA exige ahora que la actividad de tener depósitos pequeños que requieran seguro de protección, sólo pueda ser llevada a cabo por subsidiarias aseguradas de los bancos extranjeros. Por tanto, los bancos extranjeros no pueden establecer nuevas sucursales aseguradas para llevar a cabo esta actividad. Dado que las 52 sucursales y agencias de bancos extranjeros que estaban aseguradas y continúan teniendo este privilegio sólo controlaban 4.000 millones de dólares de depósitos en junio de 1992, esta restricción no los debe afectar significativamente.

La Segunda Directiva Bancaria de la Comunidad Europea (Second Banking Directive of the European Community), establece un trato nacional amplio para todos los países miembros. A diferencia del TLC, también fija que los países miembros no tendrán posibilidad de otorgar licencias o de supervisar las operaciones cotidianas de las sucursales de bancos de otros países miembros, ni de limitar el número de sucursales que éstos pueden abrir. La directiva adicionalmente establece una lista de actividades permitidas que, una vez autorizadas en el país de origen de un banco, pueden ser ofrecidas en toda la Comunidad. Este grado de armonización rebasa el alcance de cualquier acuerdo actual o futuro para las operaciones bancarias internacionales en el TLC o en el resto del mundo.

El aspecto clave de los problemas de regulación bancaria internacional, es determinar cuál es la estructura legislativa y de regulación que contiene los mejores mecanismos para frenar el riesgo de que una fuerte disrupción en los sistemas de pagos y crédito de un país, afecte al sistema internacional a medida que la globalización avanza. Este es un problema complejo y controvertido. Sin embargo, la evidencia acumulada parece indicar que las instituciones bancarias con deficiencias de capitalización son las más proclives a involucrarse en actividades excesivamente riesgosas, especialmente cuando hay intervención estatal de aseguramiento de depósitos mal valuados o a través de subsidios.

Es, por tanto, básico que los reguladores exijan que las instituciones estén adecuadamente capitalizadas, lo que requiere que el capital y el riesgo estén bien medidos. También impone que los reguladores se muestren dispuestos a tomar medidas correctivas hacia los bancos en problemas. Además, las instituciones financieras que están adecuadamente capitalizadas deberían tener la posibilidad de adaptarse libremente a las cambiantes condiciones del mercado.

Para ello se requiere que las reglas sean parejas a fin de que todos los bancos puedan participar más libremente en seguros y valores, a través de la estructura de organización que les parezca más adecuada. Sólo cuando se les dé la posibilidad de aprovechar todas las oportunidades rentables, podrán los bancos estar adecuadamente capitalizados.

## **Notas**

\*Los autores agradecen el valioso apoyo de R.Scott Jindrich en esta investigación.

## **Bibliografía**

Barth, James, R. Dan Brumbaugh Jr. y Robert E. Lillian, "The Future of American Banks", Columbia University Seminar Series, M. E. Sharpe, Nueva York, 1992.

Barth, James y R. Dan Brumbaugh Jr., "Depository Institution Failures and Failure Costs: The Role of Moral Hazard and Agency Problems", Conference on Rebuilding Public Confidence through Financial Reform, Ohio State University, 25 de junio de 1992.

Barth, James y R. Dan Brumbaugh Jr., "The Changing World of Banks: Setting the Regulatory Agenda", en "The Stability of the Financial System: Reflections on the 60th Anniversary of the Banking Crisis of 1933", Dimitri B. Papadimitrou (compilador), Macmillan Publishing Company, en prensa, 1994.

Departamento del Tesoro y Junta de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal, "Subsidiary Requirement Study", mimeo s. f.

Laderman, Elizabeth y Ramón Moreno, "NAFTA and U. S. Banking", *Federal Reserve Bank of San Francisco Weekly Letter*, 13 de noviembre de 1992.

Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance, "Task Force on the International Competitiveness of U. S. Financial Institutions", U. S. Government Printing Office, Washington D. C., 1991.



# **RELACIONES FINANCIERAS CANADIENSES CON EL RESTO DEL MUNDO. UN RECuento PROGRESIVO\***

**John F. Chant  
Stephen Easton**

## **Introducción**

Canadá siempre ha sido una nación con intensas relaciones internacionales. De manera tradicional, los canadienses se han reconocido como una nación comercial y esta visión es consistente con los hechos<sup>1</sup>. Pero hay más elementos que relacionan a Canadá con la economía mundial. En años recientes el comercio de servicios ha crecido en importancia y desde los primeros colonizadores, al nivel de los mercados de factores, ha habido un sistemático ingreso tanto de trabajo como de capital externos.

En este artículo nos concentraremos en el comportamiento canadiense, en respuesta a la evolución y dirección de los mercados financieros en el ambiente internacional. Pero antes de analizar la escena contemporánea, debemos recordar algo del pasado económico de Canadá. Esto es particularmente interesante en la medida en que, al igual que México, somos vecinos de Estados Unidos y compartimos con ese país muchos intereses comunes en relación con una gran variedad de temas vinculados al comercio y al desarrollo; no obstante que la manera de comportarnos cuando estamos del mismo lado de la mesa de negociaciones, sea sustancialmente distinta.

## Historia

Desde 1867, el año de la Confederación, los canadienses tenían relaciones mercantiles con el resto del mundo. Si primero observamos la interacción general en términos de la cuenta corriente, nos concentramos no tanto en la balanza neta en cuenta corriente como la variable normal para el análisis de acumulación, sino en una variable más adecuada para caracterizar los flujos financieros generados por la cuenta corriente, esto es, el total de los débitos y créditos.

La Tabla 1 ilustra la larga historia de interdependencia financiera de Canadá en relación con el resto del mundo. Como se destaca, el valor potencial de los flujos financieros que surgen de la cuenta corriente normalizada por el nivel del ingreso nacional, ha permanecido casi al mismo nivel o apenas se ha incrementado ligeramente durante el último siglo. Podemos preguntarnos, ¿cuál es el nivel apropiado? Pese a no tener una respuesta desde el punto de vista de la teoría económica, es más que instructivo hacer notar que en términos de indicadores que reflejan las cuentas del ingreso nacional, no obstante su imperfección, los canadienses han mantenido una estrecha relación con el resto de las naciones por un periodo prolongado y que el flujo de recursos no ha variado dramáticamente por un largo tiempo.<sup>2</sup>

**Tabla 1**

Interacción canadiense con el resto del mundo, 1870-1990. Cuenta Corriente. <sup>3</sup>	
Año	Cuenta Corriente como proporción del Producto Interno Bruto
1870-1913	53
1990	58

Si bien es razonable preguntar qué relaciones financieras pueden ser engendradas por la interrelación de la cuenta corriente con la economía mundial, es también apropiado examinar el comportamiento de las cuentas de capital de manera independiente de las cuentas comerciales. La misma clase de comparación que se hizo en la Tabla 1, se desarrolla en la Tabla 2, la cual registra la relación entre las entradas totales en la cuenta de



capital y las salidas (incluyendo dividendos y pagos de intereses), así como el cambio que éstas han tenido en el último siglo.<sup>4</sup>

**Tabla 2**

<b>Interacción canadiense con el resto del mundo.</b>	
Cuenta de Capital + Dividendos + Intereses.	
Año	Valor como proporción del producto interno
1870-1913	11
1990	12

Lo más sorprendente es que ha habido poco cambio en la relación. Canadá parece haber estado tan bien ubicado financieramente como lo está hoy día, al menos en términos de la proporción del ingreso nacional asociada con el flujo de capital financiero.

Esta clase de asociación es más llamativa en la medida en que la localización de las fuentes de ingresos ha variado. A finales del siglo XIX, la fuente era Gran Bretaña. Luego de la Primera Guerra Mundial, Estados Unidos se convirtió en la fuente más importante de recursos y ahora es realmente difícil decir exactamente en dónde se originan los fondos, a pesar de su naturaleza nominal.

### **La asignación de fondos en la economía moderna**

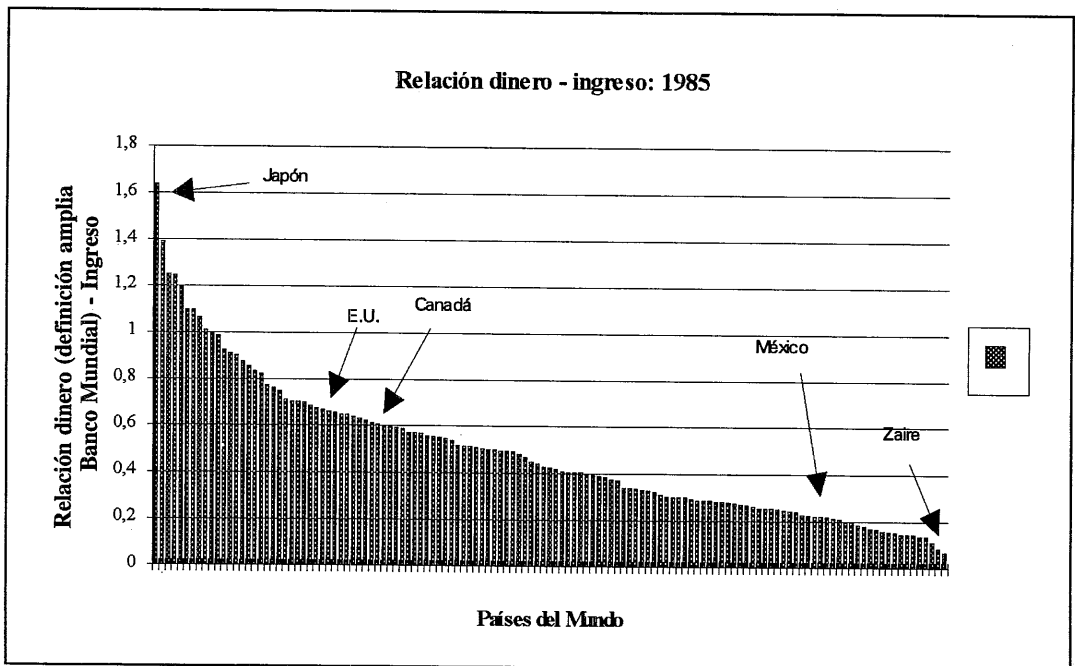
Pero este no es un artículo acerca de la evolución histórica de las relaciones financieras canadienses con el resto del mundo. Nuestro interés es el ambiente financiero actual. Dentro del mismo, existen diferencias sustanciales entre los tres países de América del Norte. Una manera de tratar de caracterizar la profundidad del desarrollo financiero entre naciones, es examinando la proporción del dinero en su definición amplia con el ingreso.

La teoría económica del desarrollo de largo plazo sugiere que la relación entre los activos y el ingreso estará positivamente correlacionada con la riqueza de una nación. Podríamos esperar que el acervo de dinero sería casi proporcional al acervo de riqueza. Es probable que la variedad de activos denominados como dinero difiera entre países. En principio, un país pobre puede usar más efectivo pero tener menos depósitos que una economía más rica.<sup>6</sup> De ahí se deriva que, usando una definición amplia de dinero, pode-

mos captar la intensidad del uso de dinero en una economía.

La capacidad de los mercados financieros para proporcionar activos financieros es una medida, si bien un poco general, del nivel de desarrollo del sistema financiero de una nación. A pesar de que hay muchas observaciones que hacer al argumento, para nuestros propósitos, servirá destacar una dimensión bajo la cual Canadá y Estados Unidos tienen más en común entre ellos, que con México. Para notar esto, la figura 1 presenta la proporción de dinero a ingreso para alrededor de 128 países.<sup>7</sup> En la figura hemos hecho notar las posiciones relativas de Estados Unidos, Canadá y México, así como las de los países con posiciones extremas. La relación de dinero a ingreso para Canadá y Estados Unidos es de alrededor de 0,7, en tanto que la de México es de cerca de 0,3. Desde esta perspectiva, México es un ambiente fértil para expandir la cobertura de los servicios financieros.

Figura 1



Hemos desarrollado el argumento de que la comunidad financiera canadiense es relativamente sofisticada y ha estado conectada con el resto del mundo durante algún tiempo. Sin embargo, es necesario comprobarlo. La función última del sistema financiero es permitir la canalización de los ahorros a usos productivos. En este contexto, es intere-

sante e importante examinar la manera en que los ahorros canadienses son colocados y cómo los mercados financieros mundiales sirven a esta desarrollada pero pequeña nación.

Para describir dicho proceso nos concentramos en las fuentes de ahorro en la economía canadiense y cómo se colocan esos recursos. La base para ello deriva de un análisis de los flujos de cuentas de fondos, que reflejan la asignación de ahorro entre los sectores de la economía local. El objetivo de esta descripción es ver si existen patrones de comportamiento del ahorro que hayan cambiado en años recientes o si el pasado financiero de Canadá ha sido relativamente homogéneo, con poco que distinguir de un periodo histórico a otro.

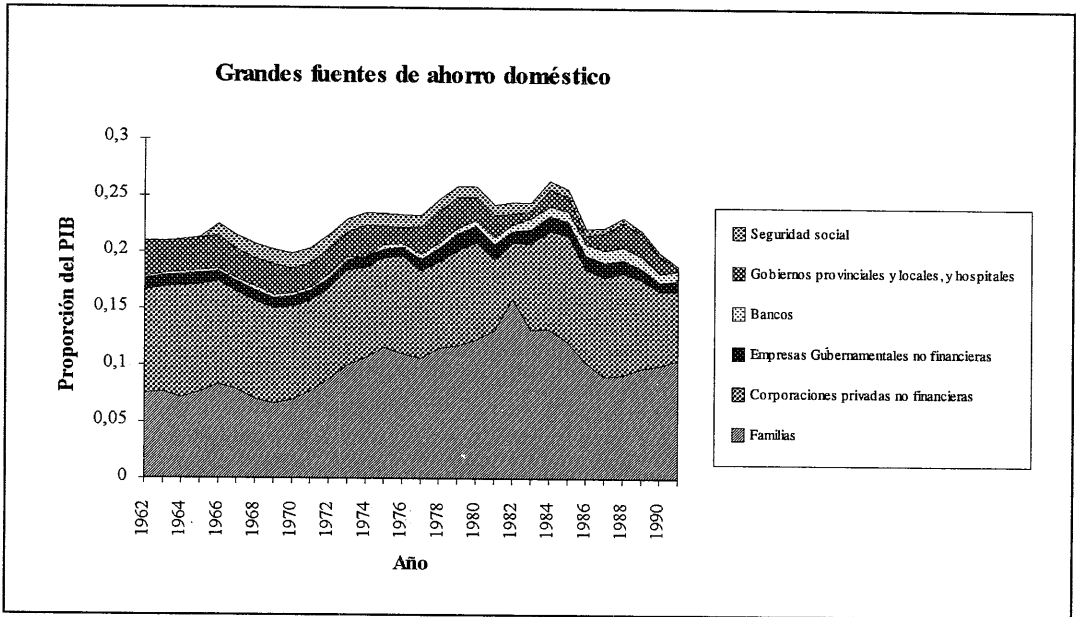
Existe una tendencia a observar los conflictos actuales como los más difíciles y complejos. Esto lleva a la visión de que el análisis de los problemas contemporáneos es demasiado complicado para ser discutido en términos apropiados dentro de otros contextos. Al valorar las conexiones con el pasado, enfatizamos más los comportamientos evolucionarios que subyacen en la economía, que los revolucionarios. Es probable que las herramientas usadas para tratar con esos problemas sean también evolucionarias.

### **La generación del ahorro**

La figura 2 indica las "grandes fuentes de ahorro doméstico"<sup>8</sup> en la economía canadiense desde 1962.<sup>9</sup> En la figura, el eje vertical muestra la relación de los ahorros de los sectores que son los mayores contribuyentes a ese rubro, como proporción del Producto Interno Bruto (PIB), en los últimos 30 años.<sup>10</sup> Como se sabe, el PIB refleja el nivel de actividad económica de una nación. Por tanto, la proporción de los ahorros con el ingreso ofrece una base común para mostrar el comportamiento del ahorro sectorial a lo largo de los años. Los componentes están colocados de manera que la parte superior de la figura, es la suma vertical de las categorías inferiores. Existen muchas otras fuentes de ahorro, pero son pequeñas en relación con las que se describen a continuación, excepto en el caso del gobierno federal cuyas contribuciones serán tratadas en forma separada más adelante.<sup>11</sup>

En la figura, el tamaño de las dos regiones más cercanas al eje horizontal refleja la importancia para el ahorro nacional del sector de las familias, el cual incluye personas y pequeños negocios y la del sector corporativo privado no financiero. Esos grupos han sido la principal fuente de ahorro en la economía canadiense. Les siguen en importancia otros contribuyentes más pequeños al ahorro bruto, incluyendo los fondos de pensión de Canadá y Quebec, la seguridad social --el sector SS, que inició en 1966--, la combinación del sector hospitalario y los gobiernos provinciales y locales: el sector H + P + L-, las empresas gubernamentales no financieras --sector EGNF-- entre otros.

Figura 2

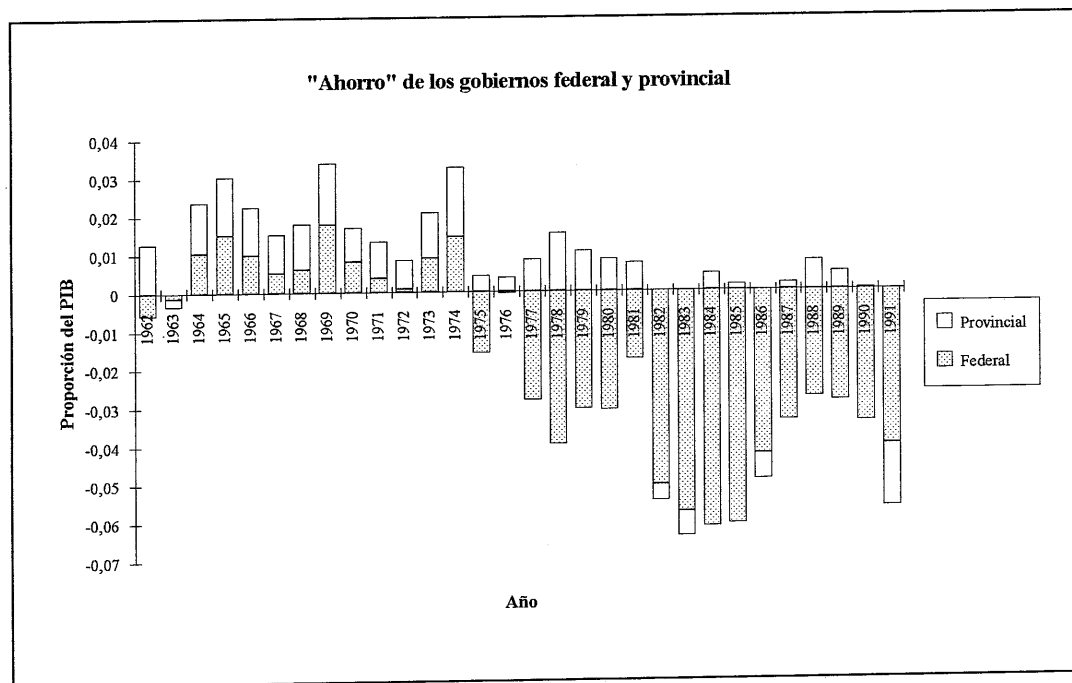


Esos sectores han variado en importancia, pero los principales contribuyentes han sido siempre las familias y el sector corporativo no financiero.<sup>12</sup> Es interesante observar el nivel de los ahorros de las familias F, más el de las corporaciones privadas no financieras, CPNF. Dado que los niveles están acumulados, si dibujáramos una línea desde el 17 por ciento del total de los ahorros de esos sectores en 1962, podríamos observar cómo esa suma se sostiene constante hasta 1991, año en que se mantiene prácticamente invariable. Por tanto, se puede decir que la mayor parte de los ahorros generados por los grandes sectores de la economía canadiense, no han cambiado mucho su comportamiento en los últimos treinta años. Las fuentes de recursos han permanecido relativamente estables, pero no hay duda de que el comportamiento de algunos actores económicos ha variado.<sup>13</sup>

Son notorios por su ausencia en el anterior análisis los mayores gobiernos de Canadá, el provincial y el federal.<sup>14</sup> Como se sabe, Canadá es una federación lo cual significa que las provincias tienen una gran autonomía, mucho mayor que la de los estados en Estados Unidos. La siguiente gráfica, denominada "Ahorro de los gobiernos federal y provincial", describe el cambio sustancial en el comportamiento de los gobiernos canadienses los cuales, de ser ahorradores brutos, se convirtieron en desahorradores brutos en los últimos treinta años. Como en la gráfica anterior, el eje vertical muestra la relación del ahorro con el PIB y también se acumulan los valores. En esta gráfica, las columnas oscuras muestran

el ahorro del gobierno federal de Canadá y las columnas claras, el comportamiento del ahorro de los gobiernos provinciales.

Figura 3



¿Qué se desprende de esa información? En Canadá parece claro que hasta 1976 los gobiernos, tanto separada como conjuntamente, fueron modestos ahorradores. Tanto el gobierno federal, FED como el agregado de los gobiernos provinciales, PROV contribuyeron a un superávit. Después de 1976, los gobiernos canadienses han alterado gradual pero fundamentalmente su comportamiento. Como lo indican las barras debajo del eje horizontal, a fines de los años setenta el gobierno federal se convirtió en un activo desahorrador, con mucha más actividad de lo que había tenido como ahorrador en las décadas anteriores. El crecimiento en el tamaño de las barras oscuras refleja la tendencia creciente del gobierno a desahorrar. Es interesante notar que los gobiernos provinciales<sup>15</sup> se han convertido también gradualmente en desahorradores.

Los años más recientes --1992 no se presenta en la gráfica--, han conocido la expansión enorme de los desahorros de los gobiernos provinciales. El nivel del desahorro gubernamental ha estado aproximándose al de principios de la década de los ochenta. A diferencia de los años previos, las provincias han sido el origen del más radical cambio en

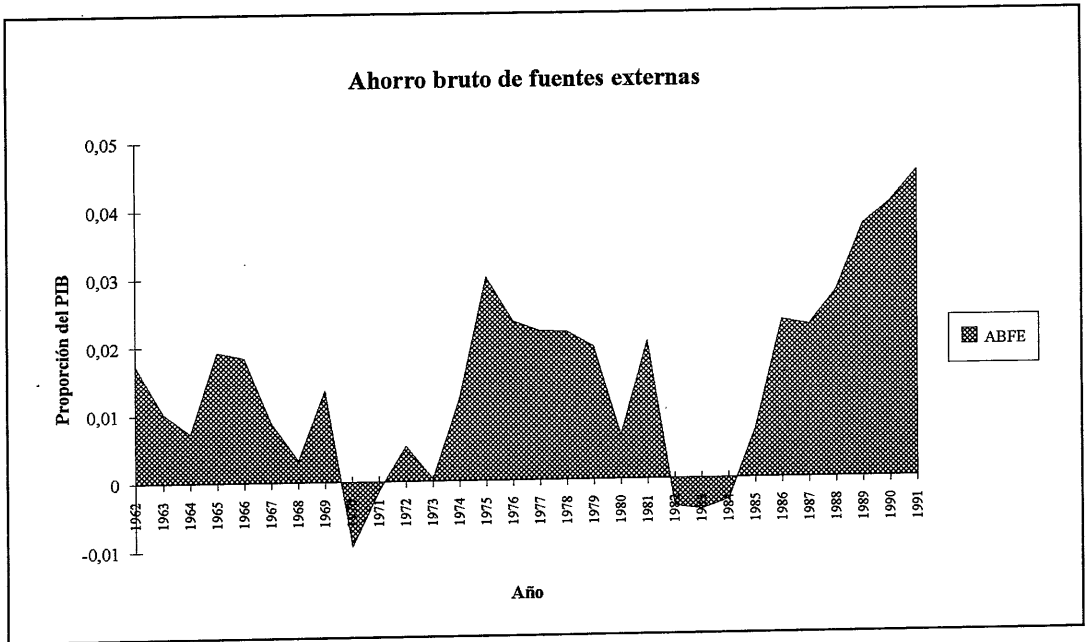
la dirección de esa tendencia, en tanto que el gobierno federal ha reducido muy poco su demanda por recursos. Ese patrón de comportamiento ha sido más pronunciado en los últimos dos años, incluyendo 1992, cuando Ontario, una provincia que realiza aproximadamente el 40 por ciento de la actividad económica canadiense, registró déficit. Por lo mismo, el mayor impacto del gobierno en los mercados financieros es el de haber provocado una disminución de casi un tercio de los ahorros que se hacen en toda la economía.

Entonces, ¿dónde se han originado los fondos? Como se recordará, hemos descrito las principales fuentes de fondos: el sector de las familias y el sector corporativo no privado, mismos que han tendido a ser proveedores estables de ahorro. Si las fuentes tradicionales han experimentado una creciente demanda, al tiempo que los gobiernos revierten su papel en relación al ahorro; entonces, si los mercados financieros están funcionando correctamente y las instituciones canadienses son estables y productivas, el mercado internacional debe ser una fuente para cubrir la brecha.

### **La provisión de fondos del resto del mundo**

Pese a la observación de que normalmente Canadá ha estado involucrado en los asuntos internacionales, sería posible que las instituciones financieras de ese país fueran incapaces de estar cerca de los mercados mundiales en los momentos apropiados. Sin embargo, en ausencia de una teoría específica de los procesos de financiamiento y endeudamiento en los mercados financieros mundiales, es razonable explorar la posibilidad de la existencia de fuentes externas de fondos al mercado canadiense. La gráfica "Ahorro bruto de fuentes externas",<sup>16</sup> identifica el comportamiento de las fuentes externas de financiamiento de Canadá durante las últimas tres décadas.

Figura 4

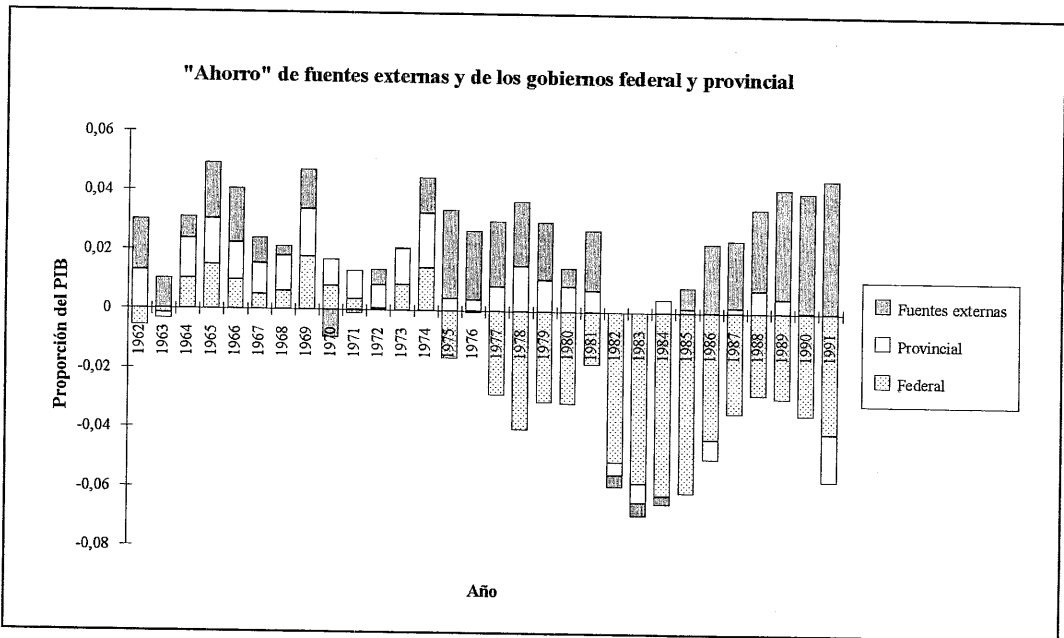


Existen dos importantes mensajes en la gráfica que muestra la oferta de ahorros proveniente de fuentes externas en relación al PIB durante 1962 y 1992. La primera observación es que, en promedio, los canadienses han tendido siempre a ser recipientes netos de fondos del exterior<sup>17</sup>. El segundo es que parece haber un incremento en el financiamiento neto del exterior como porcentaje del PIB. No obstante de ser apenas de un 4 por ciento, las áreas sombreadas son una consideración adicional pues representan la integralidad de los flujos: sumando verticalmente las áreas sombreadas se obtiene el nivel de endeudamiento internacional.

Es verdad que si no hubiéramos querido endeudarnos, no lo habríamos hecho; pero también debemos llamar la atención sobre las implicaciones de un continuo y aparentemente creciente uso de los mercados financieros externos como proporción del PIB. No hay que insistir en que si nos endeudamos y el PIB crece a una tasa más alta que la tasa de interés como consecuencia de ese flujo de fondos externos, entonces existe un sencillo caos económico a favor del cual argumentar en relación a esos ingresos. Si, a pesar de ello, el ingreso nacional no se incrementa de esa manera, entonces existe un buen número de riesgos acechando en el más largo plazo.<sup>18</sup>

¿Cuáles son las razones por las cuales los canadienses participan en los mercados internacionales? Una posible explicación puede expresarse en términos de los niveles de ahorro bruto y gasto públicos. Como ya hemos observado, los gobiernos han pasado a ser desahorradores netos en tanto que el nivel del ahorro de las familias y las corporaciones privadas no financieras, ha permanecido casi inalterado. ¿Significa esto que los mercados internacionales proporcionan los fondos adicionales? La gráfica titulada "Ahorro de fuentes externas y de los gobiernos federal y provincial", ayuda a explorar la respuesta a este dilema.

Figura 5



Como anteriormente se ha hecho, todas las magnitudes se expresan como proporciones del PIB. Las columnas equivalen a la suma vertical de las fuentes gubernamentales federal y provinciales y externas de ahorro. Las áreas más oscuras representan el endeudamiento externo. Observando la parte correspondiente a los años sesenta, es claro que Canadá dependió de los mercados internacionales a lo largo del periodo. En el caso de los años setenta, vemos que los mercados extranjeros proporcionaron ahorros a Canadá en magnitudes sin precedente. La caída de los primeros años de la década de los ochenta, se contrasta con el auge de mediados y finales de esa década.

Es justo hacer notar que los fondos entran sólo con el consentimiento de las dos partes --el deudor y el acreedor--, pero no parece haber una asociación rígida entre el nivel



de los déficit federales y el nivel de las entradas de ahorro desde el exterior sobre una base anual. Las ocasiones, a principios de los años ochenta, en que los déficit estaban en su peor nivel en relación al PIB, correspondieron a una etapa de desahorro externo --si bien marginal-- de Canadá. De manera similar, cuando Canadá creció relativamente rápido durante la primera mitad de los ochenta, las fuentes externas crecieron más. Esto parece ser una evidencia en favor de un fenómeno tanto de oferta como de demanda, actuando a lo largo de diferentes periodos. Cuando los tiempos son difíciles, el exceso de oferta de los ahorros externos se reduce y cuando el ingreso se expande, el exceso de demanda por ahorro externo se incrementa también. El comportamiento del gobierno está igualmente presente. A largo plazo y si tenemos los promedios de los ahorros gubernamentales como nuestros indicadores y vemos en particular a fines de los años ochenta, los periodos de mayores desahorros gubernamentales lo son también de mayor uso de los mercados internacionales.

### Los peligros del endeudamiento externo

En el seminario sobre finanzas internacionales realizado en la ciudad de México,<sup>19</sup> se expresaron preocupaciones acerca de si la deuda que se contrae con extranjeros representa una pérdida de soberanía. Vamos a tratar ese tema con franqueza. En primer lugar, no hay duda de que una deuda de cualquier tipo significa un cierto grado de pérdida de soberanía, tanto para el deudor como para el acreedor. En cualquier momento en que hay un contrato (como bonos o acciones) que genera obligaciones futuras, existe una pérdida de libertad. En este caso, la pérdida es en términos de consumo o inversión domésticos futuros. A lo largo del tiempo de vigencia de ese título, la tasa de interés que se paga por la obligación ya no es la propiedad del emisor, sino del prestatario. El deudor incurrió en esa obligación con la emisión voluntaria del título. ¿Puede decirse que este es un estado deseable de cosas?

Consideremos la alternativa:<sup>20</sup> la autarquía. No nos endeudamos ni tampoco prestamos internacionalmente. Imaginemos qué podría significar esto si los mercados internacionales desearan hacer a usted un préstamo con una tasa de interés un punto más baja que la que pudiera obtener de prestamistas locales (un supuesto más bien modesto dadas las sumas involucradas). Supongamos por simplicidad que este préstamo es una perpetuidad de un millón de dólares. La cantidad de dinero disponible para otros usos como el consumo, seguridad social, mejor infraestructura o inversión en cada año es de 10,000 dólares. Sobre una deuda de 100,000 millones de dólares (alrededor del total de la deuda externa mexicana en 1988) la cantidad que nos da un punto porcentual es de mil millones de dólares anuales. Eso es mucho dinero considerando que las exportaciones mexicanas totalizan 20,000 millones de dólares anuales.

Por supuesto, el prestamista también ha perdido "soberanía" en la medida en que el deudor tiene el dinero del acreedor. Las acciones de este último están condicionadas por la

cantidad del préstamo. Ya no está disponible el día de hoy para consumir o hacer inversiones en otros lugares. En este sentido, existe una pérdida "simétrica" para ambas partes. Entonces, ¿por qué existen por doquier deudores y acreedores si vemos que hay esas pérdidas? Claramente, la respuesta es que la ganancia presente para el deudor supera las pérdidas asociadas con los futuros pagos de intereses. Del mismo modo, es claro que para el prestamista la ganancia de los pagos de interés es mayor que lo que está "perdiendo" hoy.

¿Las cosas serían diferentes si el préstamo y el endeudamiento fueran entre residentes de un país, más que entre residentes y extranjeros? En estos tiempos, pensamos que no. El mundo es un gran mercado internacional. Esto significa que el dinero a ser prestado entra en un punto en el sistema y es tomado en préstamo por otro. Prácticamente para todos los propósitos, el prestamista de última instancia --el proveedor de fondos al sistema bancario mundial-- es anónimo. Si el banco A no hace un préstamo, el banco B lo hará. Las fuentes de los préstamos provienen de todo el mundo y sólo alguna parte de los activos depositados pertenecen a residentes locales en un día específico. Los prestamistas en el país sede ofrecen dinero a los mercados financieros mundiales, de la misma manera como otros en el mercado local toman prestado de los mercados financieros mundiales. El valor de los mercados mundiales es que obtienen un rendimiento más alto para el prestamista local y un menor costo para el deudor local. Además, eso significa que la tasa de rendimiento real sobre los activos financieros se determina en los mercados internacionales, no en el mercado doméstico.

Lo anterior significa que las autoridades locales no pueden afectar la tasa mundial de rendimiento. Lo que sí pueden alterar es la cantidad de dinero que entra en su mercado. Esto es, pueden variar el rendimiento nominal recibido por los prestamistas.<sup>21</sup> Por ejemplo, supongamos que las autoridades domésticas imponen un impuesto sobre las ganancias del capital. Esto elevará los rendimientos nominales sobre los activos. El rendimiento real permanecerá inalterable. Dado que el rendimiento real se determina en los mercados mundiales, la cantidad de préstamos declinará hasta que el rendimiento sobre el país que fija el impuesto sea no menor que el rendimiento real más el impuesto.

Entonces ¿el gobierno local pierde soberanía? "Sí", si pensamos en la tasa real de rendimiento sobre el capital, la cual es determinada internacional, no nacionalmente. Pero la respuesta es "no" si reconocemos que los impuestos pueden ser cobrados y la cantidad de capital que ingresa se puede aún determinar localmente.

Por tanto, cualquier interacción con los mercados internacionales implica un compromiso. Este puede ser interpretado como una pérdida en la habilidad de hacer enteramente lo que uno desea (recuérdese, sin embargo, que a un mayor costo financiero), pero

en compensación uno recibe el dinero de otros que, por su parte, asumen también un compromiso. A pesar de que la autarquía financiera garantizará que la tasa de rendimiento sea fijada localmente, el costo es sustancial. Pocas naciones han optado en algún momento y de manera voluntaria por la autarquía. El endeudamiento y los préstamos son la norma. En el caso canadiense existe una gran cantidad de préstamos y endeudamientos. Otros países tales como Estados Unidos y México han compartido esas oportunidades.

## **Conclusiones**

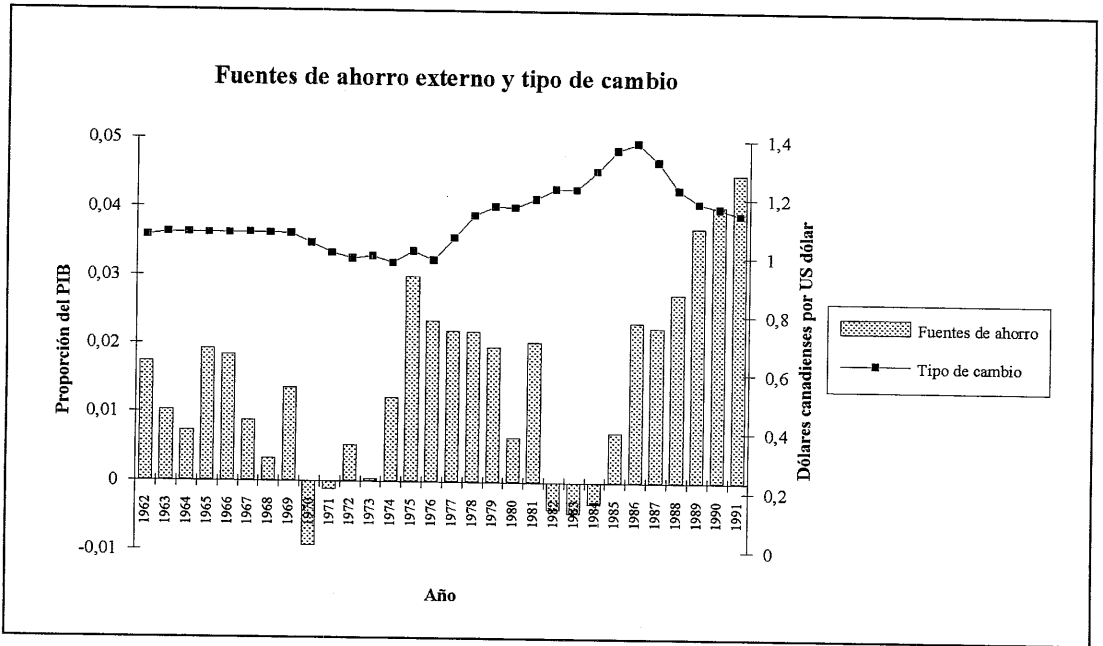
Los canadienses utilizan los mercados financieros mediante mecanismos que son consistentes con un sistema financiero bien desarrollado. Si tal uso es bueno o malo, es una pregunta completamente diferente. Puede ser que el acceso a bajo costo a los mercados internacionales haya estimulado ciertos excesos.

Alternativamente, podemos caracterizar el patrón de endeudamiento externo como una buena oportunidad para consumir, mientras que otros deciden ahorrar. Cualquiera que sea la interpretación, existen pocas razones para creer que los canadienses tienen dificultades en su relación con los mercados financieros mundiales.

## **Apéndice**

En la figura no 6, el tipo de cambio y el nivel de las fuentes externas de ahorro se grafican contra el tiempo. Existe poca relación obvia entre el tipo de cambio entre las monedas de Estados Unidos y Canadá, lo cual es cierto tanto en los niveles como en los tipos de cambio. En la figura, la proporción del ahorro procedente de fuentes externas y el PIB es graficada en el eje del lado izquierdo, en tanto que el tipo de cambio --medido como el número de dólares canadienses por dólar estadounidense-- se expresa en el eje del lado derecho. Las columnas representan la proporción del nivel de ahorro procedente de fuentes externas y las líneas indican la tasa de cambio a lo largo del periodo.

Figura 6



## Notas

\*Traducido por Jorge Bobadilla Martínez.

1 Por ejemplo, véase Innis [1965].

2 Puesto que no tenemos un modelo formal de la operación de la cuenta corriente en esta ponencia, dudamos en caracterizar el comportamiento observado como capaz de describir un equilibrio. A pesar de ello, en una base más útil para nuestros propósitos, un periodo tan largo de comportamiento persistente seguramente tendría que hacerse consistente con cualquier modelo que hubiéramos seleccionado.

3 Los datos provienen de Urquhart, "Canadian Historical Statistics 1870-1926", no publicado y de Bank of Canada Review, cualquier edición reciente.

4 Hay un ligero doble conteo en las tablas 1 y 2 dado que los pagos de intereses y dividendos están incluidos en la cuenta corriente, pero desde nuestra perspectiva de revisión de los elementos que dan lugar a los flujos financieros, es perfectamente razonable hacer notar también su relación con los flujos de capital.

5 Las fuentes son las mismas que en la tabla previa.

6 Por supuesto, los países verdaderamente pobres usan muy poco efectivo en relación a su nivel de ingreso y aún ese ingreso se calcula defectuosamente, puesto que reside en los sectores no monetarizados de la economía. Por lo anterior, esa clase de medidas del desarrollo financiero probablemente sea un indicador errático entre países relativamente similares, pero servirá comparativamente bien para describir países que son sustancialmente distintos.

7 Los datos provienen de las tablas del Banco Mundial "Socio-economic Time Series" que están disponibles en discos para computadora.

8 Esas y todas las series siguientes que están indicadas por números D o B, se obtuvieron de la base de datos Cansim proporcionada por Statistics Canada. Las series verdaderas son: D1500038, D150074, D150131, D1150455, D151526 y D151731.

9 Consideramos ahorro "bruto" más que "neto" puesto que este último está ajustado por la depreciación de formas que no necesariamente tienen que ver con la verdadera depreciación económica que está teniendo lugar. Desde la perspectiva de la colocación de fondos y del sistema financiero, los flujos brutos son, en cualquier caso, probablemente más interesantes.

10 En todos los casos, las series del PIB son las denominadas D20000.

11 El comportamiento del gobierno provincial será retirado de los totales de los sectores provincial, local y de hospitales. No es claro cuál es el agregado apropiado, puesto que los gobiernos locales canadienses son parcialmente apéndices de los gobiernos provinciales. Los gobiernos locales tienen, sin embargo, alguna autonomía y hemos elegido reflejar esta incertidumbre presentando ambos agregados.

12 Vale la pena aclarar que no estamos desagregando meticulosamente los ahorros. Existen alrededor de veinte subdesagregados potenciales. En esta gráfica hemos preferido hacer notar los más grandes contribuyentes al ahorro bruto positivo durante los últimos treinta años. Al separar a las fuentes entre posi-

tivas y negativas, pensamos que se puede proporcionar una mejor visión de los cambios que han tenido lugar en la economía canadiense a lo largo de este periodo.

13 Debemos hacer notar en este punto, que los problemas relativos con el ahorro en la economía son más complicados que las relaciones simples que se muestran en la gráfica. Durante los años ochenta, Canadá vivió un periodo de rápida inflación y relativamente baja deflación. Creemos que la contabilidad financiera en las cuentas oficiales no caracteriza esta experiencia de manera adecuada. Algún ahorro tiene lugar simplemente como resultado de las variaciones en la tasa de inflación que erosiona los valores de los activos y aun el ahorro de este tipo es medido exactamente como si reflejara un incremento en los activos. Por ejemplo, no creemos que el muy distinto "pico" en el ahorro del año 1982 del sector de las familias, sea real. Nuestra sospecha es que el ahorro de las familias es probable que sea mucho más estable como una fracción del ingreso, del que se refleja en la gráfica. Afortunadamente, esto no es vital para el análisis que se hace en el texto, el cual se basa en tendencias generales.

14 Son las series D151464 y las series D151582.

15 Describimos el comportamiento de los gobiernos provinciales desagregados en relación a la combinación de los sectores provincial, más hospitales, más gobiernos locales que generalmente muestran ahorros pequeños pero positivos.

16 Se trata de las series D151799.

17 Si siguiéramos puntualmente las gráficas, veríamos el punto en una manera muy diferente. Pese a que Canadá fue un receptor neto de ahorros externos, los canadienses invirtieron grandes sumas en el exterior y también los extranjeros invirtieron cantidades importantes en Canadá. Las fuentes de ahorros externos netos son útiles para mostrar la oferta final al mercado canadiense, pero si fuéramos a rastrear el punto básico de la interrelación canadiense con el resto del mundo, encontraríamos a los canadienses activamente involucrados en los mercados en una escala varias veces mayor al tamaño de las cifras netas. El término neto en este contexto se define en contraposición a los flujos brutos, no flujos netos contra brutos en el sentido de depreciación (o de pagos por concepto de consumo de capital).

18 Para algunos puntos de vista, por el contrario, existe poca relación entre el endeudamiento y el tipo de cambio en el largo plazo. Una compra hoy es un reembolso mañana. En la medida en que hay una variación en el tipo de cambio, hay una variación de una ocasión o un conjunto de ellas. Si la compra de un activo con valor de un dólar hoy hace que el tipo de cambio se deprecie hoy en cierta proporción, y si no hay compras o ventas adicionales, entonces mañana el tipo de cambio regresará a su nivel previo a la compra original. De manera alternativa, si consideramos el reembolso requerido o los pagos de intereses sobre el activo que por simplicidad tratamos como perpetuity, entonces la compra de divisas en el futuro causará que el tipo de cambio se deprecie ligeramente desde su nivel inicial. La gráfica en el apéndice muestra el tipo de cambio y las fuentes canadienses de ahorro externo, a fin de indicar la falta de relación.

19 Hemos tenido la oportunidad de revisar nuestra ponencia luego de la reunión del 27 y 28 de mayo para incluir alguna respuesta a las observaciones que se hicieron en esos días.

20 Por supuesto, estamos excluyendo una transferencia pura: los regalos. Naturalmente, a todos nos gustaría que los prestamistas nos den su dinero, pero difícilmente sería un caso que valiera la pena considerar.

21 En este contexto no estamos distinguiendo nominal de real en el sentido de un efecto inflacionario. Esto se aclara un poco más adelante.

22 Para ver este punto de otra manera, imaginemos una curva de demanda por fondos con pendiente negativa y una oferta de ellos perfectamente elástica (horizontal). Si definimos en el eje vertical al producto marginal de los fondos, cualquier impuesto abriría una brecha entre el costo de oferta de los fondos y el producto marginal. Por tanto, el costo real de los fondos,  $r$  debe igualar el producto marginal,  $m$  menos la tasa del impuesto,  $t$ :  $r = m - t$ .





# EL COMERCIO Y LA BANCA EN UN CONTEXTO CANADIENSE Y GLOBAL

**Gordon F. Boreham**

## **Introducción**

Nuestro trabajo se refiere al cambiante mundo de la banca y las finanzas. Desearía expresar que el mundo de los servicios financieros no está "cambiando", sino que ha cambiado ya --en su comportamiento y en sus estructuras-- y seguramente este cambio es irreversible.

Las características más sobresalientes del "bravío nuevo mundo" pos-desregulatorio de la banca y las finanzas, son:

- a) la creciente homogeneización de todas las instituciones financieras de depósitos y de los servicios que ellas proporcionan;
- b) un alto grado de competencia agresiva entre las instituciones de depósito, tanto entre compañías de depósito, como entre compañías no financieras y que no son de depósito;
- c) la internacionalización de los negocios bancarios al por mayor;
- d) la aparición de grupos financieros con propósitos y productos múltiples con enormes recursos de capital; y
- e) la muy alardeada globalización de los mercados financieros.

Lo que se puede inferir de las anteriores observaciones, es que los sistemas bancario y financiero se están moviendo hacia un nuevo nivel de sofisticación. Esta tendencia se halla en línea con la evolución anterior. En esencia, en la mayoría de los países industriales, la tendencia creciente de las instituciones financieras a apartarse de sus papeles especializados y estructuras y organizaciones tradicionales, y tomar ventaja de las sinergias surgidas de una superposición de las funciones financieras no es algo nuevo, a pesar de que los recientes cambios en el mundo financiero han sido particularmente notables.

Puesto que el proceso de integración financiera está muy avanzado en el Grupo de los Diez (G-10) países más industrializados, con excepción de Estados Unidos que todavía conserva un alto grado de segmentación de sus servicios financieros, es discutible que el siguiente paso lógico en la evolución en marcha de los sistemas financieros en cada país avanzado, sea la eliminación de las barreras entre la banca y el comercio.

Antes de discutir este tema es conveniente recordar que la integración de la banca y el comercio puede ocurrir, ya sea a través de la propiedad comercial o bien mediante la propiedad de los bancos y el control de las firmas comerciales.

No necesito decir que las relaciones entre banca y comercio no son simples de delinear y que la complejidad que esto involucra no disminuye cuando se cree que la pregunta ha sido contestada --al menos por ahora-- en los países del G-10, en varias formas.

Aun más, es un lugar común económico el que existan significativos vínculos entre el comercio y la banca en Alemania, Francia, Bélgica, Italia y Suiza donde se practica la llamada banca universal.

Las mismas condiciones vemos en Japón donde los grupos industriales conocidos como *keiretsu* (compañías afiliadas) y las relaciones de tenencias de acciones cruzadas y directores compartidos, permiten a los bancos tener una gran influencia sobre las firmas manufactureras y de comercio al detalle.

Para sentar las bases de la parte medular de la discusión en este contexto, esto es, si actualmente los bancos satisfacen las necesidades de la industria y el comercio, es muy útil aunque sea de manera superficial, bosquejar la reciente evolución de la regulación de los servicios financieros en Canadá.

## I. La regulación de los servicios financieros en Canadá

En Canadá el cometido de la ley bancaria hasta principios de los años ochenta, fue:

1. Asegurar el control del sector financiero para los canadienses;
2. reforzar la separación de la banca y el comercio; y
3. conservar la tradicional especialización de las instituciones financieras.

Con respecto a la separación de los servicios financieros, el enfoque de Canadá en cuanto a la regulación financiera fue denominado generalmente como "el concepto de cuatro pilares". Esta noción abarca: a) los bancos establecidos; b) los consorcios de las compañías; c) las compañías de seguros; y d) los banqueros inversionistas y los corredores de bolsa. Cada grupo disponía de su propio núcleo teórico que apoyaba su función.

Cabe señalar que este enfoque ignora muchas cosas, incluyendo el crecimiento importante de las uniones de crédito y las *caisses populaires*.

El primer paso en la transición de un cartel regulatorio (o fortalecido por el gobierno) hacia un ambiente regulatorio menos estricto, fue dado en junio de 1987 cuando el gobierno federal y el de las provincias enmendaron las leyes bancarias y de títulos crediticios para permitir a los bancos la compra y creación de subsidiarias crediticias de propiedad total.

La segunda fase en la reestructuración del sistema financiero ocurrió en el verano de 1987, cuando fue creado un nuevo puesto de superintendente de las instituciones financieras que combinaba los trabajos de inspector general de los bancos y el de superintendente de títulos.

La tercera fase fue emprendida en diciembre de 1991, cuando el paquete de reformas financieras del gobierno federal que contenía cuatro iniciativas de ley, recibió la aprobación real. Esta reforma legislativa, hecha efectiva a partir de junio de 1992, removió algunas de las barreras que existían entre los cuatro pilares del sector financiero. Por ejemplo, ahora bancos y compañías de seguros están autorizados a poseer consorcios y compañías de crédito; además se permite a los consorcios, a las compañías de crédito y a los bancos detentar compañías de seguros.

Con estos cambios, la estructura financiera canadiense se aproximaba al tipo de sistema bancario universal del continente europeo, desde el punto de vista de la forma de propiedad y control.

Además del problema de las relaciones de tenencia cruzada entre instituciones financieras está el tema, si bien vinculado conceptualmente distinto, de los bancos de propiedad ampliada versus los bancos de propiedad concentrada. Para orientarnos, es necesario hacer notar que la revisión de 1967 de la Ley Bancaria Canadiense vetó a cualquier accionista residente o no residente poseer más del 10 por ciento de las acciones de un banco y a los accionistas extranjeros les prohibió poseer más del 25 por ciento en total de esas mismas acciones.

Una implicación de la llamada "regla del 10 por ciento", es que efectivamente impide la formación de conglomerados en el sector bancario canadiense.

Para incrementar la competencia en la industria bancaria, la revisión de la Ley Bancaria de 1980 dividió a los bancos en dos categorías: Clase I y Clase II.

Los bancos pertenecientes a la Clase I son aquellos en los cuales los accionistas no pueden mantener más del 10 por ciento de las acciones con derecho a voto. Al contrario, los bancos de la Clase II sí permiten a los accionistas mantener más del 10 por ciento de las acciones con voto. Dicho de otra manera, los bancos de la primera clase son de propiedad ampliada y los de la segunda de propiedad concentrada.

Estos últimos, la mayoría de los cuales son de propiedad extranjera, tienen las mismas atribuciones que los de la categoría I, con algunas limitaciones en cuanto a aperturas de sucursales y tamaño de los activos. Debemos añadir que estas limitaciones generales no se aplican a los bancos de la categoría II propiedad de canadienses y que fueron anuladas para el caso de los bancos de categoría II propiedad de estadounidenses, como resultado del Tratado de Libre Comercio entre Canadá y Estados Unidos, que entró en vigor el primero de enero de 1989. Los inversionistas estadounidenses también están exentos del límite del 25 por ciento de propiedad extranjera agregada.

Otro punto importante es que además del límite del tamaño de los bancos individuales, la ley bancaria establece un techo al tamaño agregado de todas las subsidiarias de bancos extranjeros no estadounidenses. Actualmente, el techo legislativo para bancos no estadounidenses es 12 por ciento del total de los activos domésticos del sistema bancario en su conjunto. Como se podría esperar, los bancos extranjeros no estadounidenses están llevando a cabo cabildeos para elevar e, incluso, eliminar el mencionado techo estatutario.

Las reglas de propiedad para bancos de Clase I no fueron modificadas en la revisión de 1992 de la ley bancaria, porque el gobierno federal consideró que el límite del 10 por ciento era la garantía más efectiva contra potenciales negocios intrafirma y conflictos de intereses.

La regla del 10 por ciento también asegura que el control del sistema bancario permanece predominantemente en manos de canadienses.

Para completar este panorama cronológico de la reforma de servicios financieros en Canadá, hay que mencionar que la ley bancaria prohíbe explícitamente que los bancos se involucren en el comercio. Específicamente, la parte V, sección 174, subsección 2 dice que un banco no negociará con bienes, artículos comerciales, ni mercancías directa o indirectamente (a menos que tales activos sean adquiridos a través de una hipoteca de un título crediticio), excepto cuando sea autorizado por o bajo esta ley y de acuerdo con sus términos y condiciones, tal como se encuentra prescrito por las regulaciones.

Más aún, la sección 193, subsección A(2) sostiene que con la excepción que ella misma provee, un banco no podrá poseer acciones en una corporación canadiense en un número que, bajo los derechos de votos asociados a esas acciones propiedad del banco, permitirían al banco poseer más del 10 por ciento de los votos totales que podrían, bajo los derechos de voto asociados a todas las acciones emitidas y pendientes de la corporación, ser emitidos por los tenedores de las acciones.

Sin embargo, no habría que olvidar que un banco establecido puede poseer el total o cualquier número de acciones emitidas y pendientes en (véase subsección A(5):

- a) Una corporación de servicio bancario;
- b) la corporación financiera de exportación de Canadá;
- c) una corporación de crédito hipotecario;
- d) una corporación de capital de aventura;
- e) una firma de títulos crediticios (casa de bolsa y de servicios financieros);
- f) un banco de inversión hipotecaria o una compañía de inversión hipotecaria;
- g) una corporación de factoraje o arrendadora;
- h) una compañía *trust*; y

g) una compañía de seguros.

Además, debe enfatizarse que la ley bancaria de 1992 otorga a los bancos amplias y nuevas capacidades para expandirse hacia los servicios de información, incluyendo los derechos para comprar o establecer subsidiarias que les permitan explotar sus vastos sistemas de información electrónica. Adicionalmente, se permite ahora a los bancos ofrecer asesoría de inversión y administración de portafolios "en casa", más que a través de sus subsidiarias de títulos. Incluso, los servicios de planificación financiera también les han sido reconocidos como parte de los negocios de la banca.

En suma, las revisiones de 1992 a la ley bancaria, adosadas a los cambios significativos a la legislación federal que gobierna a otros tipos de instituciones financieras, han dado lugar a una expansión del poder de los bancos tanto dentro como fuera del sector financiero.

## **II. Algunos efectos regulatorios**

Hemos hecho esta excursión en la historia de la regulación de los servicios financieros en Canadá, a fin de sugerir que la presencia o falta de equidad en las habilidades de los bancos puede tener un efecto significativo en la estructura de la intermediación financiera.

En Canadá, como en todas partes, ha habido una tendencia pronunciada hacia el financiamiento con base en títulos comerciables (frecuentemente llamado titularización primaria). Actualmente, muchos prestamistas encuentran más barato emitir papel comercial que solicitar créditos a los bancos, particularmente si su crédito es suficientemente bueno como para pedir tasas iguales o inferiores a las que los principales bancos pueden prestarles en el mercado de dinero. El incremento de los títulos ha reducido el espacio en que los bancos establecidos pueden actuar como intermediarios financieros puros.

Evidencia de lo anterior, es la disminución drástica de la participación de los créditos comerciales e industriales en relación al total de créditos bancarios. Por ejemplo, en 1950 los créditos comerciales e industriales significaron el 52,6 por ciento del total de los créditos bancarios; a mediados de 1990, representaron el 26,4 por ciento. En lugar de los créditos comerciales e industriales, los bancos establecidos han incrementado sustancialmente sus tenencias de créditos de bienes raíces, al consumo y de divisas.

Un factor responsable del papel declinante de los bancos en las finanzas industriales, ha sido el rápido crecimiento en el mercado de papel comercial --un mercado en el cual las firmas venden obligaciones de corto plazo a los inversionistas. El mercado de papel comercial en Canadá creció de 11.9 mil millones de dólares a 29.7 mil millones en 1986 y 1991.

De este análisis debe inferirse que la desventaja de poderes comerciales limitados, probablemente afectará la habilidad de los bancos para realizar la intermediación efectiva del crédito, particularmente para el caso de firmas riesgosas.

Además del fenómeno de la titularización, que forzó a los bancos a reestructurar sus portafolios y aumentar sus llamadas "cualidades bancarias de inversión" (es decir, suscripción, la compra de nuevas emisiones completas de títulos, asesoría sobre fusiones y adquisiciones), en los ochenta la industria bancaria canadiense atestiguó el desarrollo de otra clase de problema competitivo. Los conglomerados financieros no bancarios, que crecieron rápidamente en tamaño y número, empezaron a ofrecer una amplia gama de préstamos, instrumentos de depósito (incluyendo cuentas de transacciones), funciones fiduciarias, actividades bancarias de mercado e inversión y servicios de seguros a corporaciones y clientes familiares por igual.

Uno de los propósitos primarios para la formación de compañías *holding* financiadas --además de la razón obvia que los consumidores parecen valorar, como es la conveniencia de las compras al mayoreo--, es la fe en la sinergia: la noción de que, al combinar negocios, 2+2 podría ser igual a 5. El concepto de supermercados financieros también depende de la "simbiosis": la creencia de que las organizaciones de compañías *holding* pueden fusionar y administrar exitosamente una amplia gama de servicios financieros diferentes, incluyendo los que se hallan muy distantes del crédito convencional, el ahorro y las cuentas de pago.

Como un indicio de que los conglomerados financieros no bancarios están presentes, de entre las treinta instituciones financieras más importantes en Canadá, siete son compañías financieras.

Esta discusión podría plantearse en términos más concretos con unos cuantos ejemplos. La Power Financial Corporation, la rama de servicios financieros de la prestigiosa Power Corporation of Canada, consiste en un 86,4 por ciento de intereses involucrados en Great West Lifeco Inc., que a su vez ostenta 99,4 por ciento de las acciones comunes de Great West Life Assurance Company, la compañía de seguros de vida y salud más grande de Canadá; 67,4 por ciento de Investors Group, el distribuidor más grande de fondos mutuales de Canadá; 50 por ciento de Parjointeco N. V., que a su vez mantiene el 63,7 por ciento de Pargesa Holdings S. A., 46 por ciento de Groupe Bruxelles Lambert S. A. y

27,9 por ciento de Parfinance S. A. En conjunto, estas compañías europeas afiliadas mantienen posiciones significativas en varios servicios financieros importantes, comunicaciones, compañías industriales y de energía ubicadas en Europa.

Otro ejemplo extraordinario de conglomeración es el grupo Desjardins, que incluye activos de Caisses Populaires, 14 federaciones miembros y La Caisse Centrale Desjardins en Quebec. En 1991 se clasificó primer lugar entre las instituciones financieras de Canadá en términos de su membresía (unos 4.5 millones de miembros) y puntos de servicio (cerca de 1,350 Caisses Populaires locales en Quebec, Manitoba y Ontario), quinta en términos de su ingreso neto y sexta en términos de sus activos.

Nada ejemplifica mejor la actual tendencia hacia la conglomeración que CT Financial, la séptima institución financiera más grande de Canadá, según el tamaño de sus activos en 1992. Esta compañía de servicios financieros fue creada en 1986 cuando Imasco Ltd. de Montreal --un conglomerado de alimentos, tabaco y comercio al menudeo-- adquirió 98 por ciento del segundo *trust* más grande de Canadá, la Canada Trustco Mortgage Co. of London, Ontario. Este caso suministra un buen ejemplo de una firma comercial canadiense importante (entre los diez principales conglomerados de Canadá en 1992, Imasco se clasificó número uno por sus activos y número cuatro por sus ingresos) que controla a una institución financiera canadiense relevante.

No hay duda que, desde principios de los ochenta, los *holdings* financieros se han convertido en competidores formidables de los grandes bancos y las compañías *trust*. Esto sugiere que la teoría de los conglomerados funciona en los noventa.

### III. La situación de Quebec

Actualmente Canadá tiene dos sistemas financieros, uno incorporado y supervisado por el gobierno federal y otro por los gobiernos de las diez provincias. Como ya se mencionó, la legislación federal ha mostrado históricamente una clara preferencia por la propiedad ampliada de instituciones financieras, así como por restringir los vínculos de propiedad entre firmas financieras y no financieras.

En el curso de los años ochenta, el enfoque de Quebec en torno de la regulación financiera se basó en la premisa de que cualquier acción es admisible a menos que pueda demostrarse que sea contraria al interés público. El mérito constante de este enfoque es que se encontraba a tono con lo que estaba ocurriendo en el mundo financiero real.



Reflejando este enfoque sobre reformas regulatorias, en un esfuerzo por promover la formación de conglomerados financieros, "redes" (es decir, arreglos en los cuales una institución financiera acuerda ofrecer o comerciar los servicios de otra institución a sus clientes) y generalmente la segmentación del sector financiero, se introdujo una nueva legislación sobre compañías de seguros (1984), compañías de crédito y conglomerados y cooperativas financieras (1988), y sobre intermediarios financieros (1989). Las autoridades de Quebec también respaldaron explícitamente relaciones de tenencias de acciones cruzadas entre firmas financieras y comerciales, argumentando que las firmas comerciales podían ser una fuente importante de capital adicional para las instituciones financieras domésticas.

Consideradas en conjunto, estas reformas fueron diseñadas para fomentar el surgimiento de grupos controlados por francófonos como Desjardin y Laurentian, así como las Caisse de Depot et Placement du Quebec, Bell Canada Enterprises e Imasco como instrumentos del desarrollo económico y social en la provincia de Quebec.

Para la mayoría de los ciudadanos de Quebec, el desarrollo de conglomerados fuertes parecía muy correcto dada la frontera que significa la economía global actual.

#### **IV. Algunas observaciones generales**

Independientemente de la propia posición en el debate banca-comercio, hay un creciente reconocimiento de que esta es la era de la desregulación, homogeneización, conglomeración, concentración y globalización. La tradicional segmentación industrial por función ha sido barrida en todos los países del Grupo de los Diez, excepto en Estados Unidos.

No obstante, la antigua cautela anglo-estadunidense-canadiense acerca de la mezcla entre actividades comerciales y bancarias, aún permanece en pie. Esta cautela esta asociada con la preocupación histórica acerca de:

- Competencia desleal y concentración inadecuada del poder económico;
- prácticas desleales tales como comercio y negocios intrafirma;
- el problema del riesgo moral (el riesgo moral surge cuando el conocimiento no simétrico conduce a conductas sociales no económicas);

- riesgos de contagio indebido --o los peligros de que los problemas en una parte del conglomerado financiero no puedan, en términos de mercado, ser contenidos y aislados del resto de la empresa; y

- una extensión no deseada de la red de seguridad hacia las actividades no bancarias (esto involucra tópicos tales como el acceso al crédito del banco central y el sistema de pagos, seguros de depósito y supervisión oficial).

No es necesario aceptar el sentido cabal de estos argumentos para apreciar la lógica que encierran. Sin embargo, no se puede obviar el hecho de que en Alemania y Japón la introducción de poderes bancarios equitativos está asociada con su rápido desarrollo subsecuente. Por el contrario, la ausencia de vínculos significativos industria-banca en Estados Unidos, frecuentemente se alude como una de las razones principales de "la declinación relativa de la economía británica desde los años setenta del siglo pasado".

Según la perspectiva de quienes conciben a los conglomerados como una forma estable y eficiente de organización económica, como un modelo de futuro, la integración entre la banca y la industria debiera fomentarse porque:

- Suministraría una fuente necesaria de capital fresco al sistema bancario o a los bancos individuales;

- fortalecería, supuestamente a través de las sinergias, crecientes innovaciones y eficiencias que reducirían los costos de capital, particularmente para firmas riesgosas (es decir, firmas con baja capitalización, ganancias pequeñas o proyectos novedosos);

- daría lugar a la corresponsabilidad de los bancos en la administración corporativa para asegurar que el desempeño industrial insatisfactorio no persista;

- permitiría que las decisiones de préstamo se basaran en un conocimiento sólido de los riesgos implícitos en cada industria en que los bancos tienen una alta participación;

- minimizaría la posibilidad de compras o adquisiciones corporativas hostiles (alternativamente, aseguraría la continuidad de la administración de los negocios). A propósito de esto, a menudo se menciona el récord de estabilidad económica de posguerra de Alemania y Japón;

- suministraría información esencial para la colocación no abrupta de bonos y activos industriales fijos; y

- porque es la mejor forma de salvaguardar los intereses de los pequeños inversionistas.

En la medida en que las generalizaciones proceden, quienes proponen la fusión de banca y comercio reclaman que es la forma ideal para los países que desean desarrollar un sistema de colocación de crédito más eficiente, más efectivo en términos de costos y más sólido.

Una vez más, no es necesario estar de acuerdo con los detalles de estos argumentos para conceder que, dependiendo de la filosofía económica de cada quien sobre la libertad individual y la libertad de mercado, plantean un ejemplo razonable en cuanto a la combinación de banca e industria.

## **Conclusiones**

Actualmente, varios países se encuentran en una especie de parteaguas en términos de la estructura de sus sistemas financieros. Pero, dado que vivimos en un mundo contemporáneo de finanzas de alta velocidad y complejidad, cada vez resulta más claro que un esquema de banca institucional convencional es inadecuado para responder a las crecientes demandas por servicios financieros sofisticados. En otras palabras, la dinámica económica (es decir, las fuerzas controladoras) se ha desviado decididamente desde los bancos comerciales con poderes limitados, tanto dentro como fuera del sector financiero, hacia conglomerados multinacionales inmensos que ofrecen una amplia gama de productos financieros y no financieros.

Así, pareciera desprenderse de ello que las barreras y regulaciones domésticas que impiden la formación de tales conglomerados, resultarían en la pérdida de ventajas comparativas nacionales en la competencia innovadora con firmas multindustrias extranjeras. Sea como fuere, no es ni posible ni inteligente deshacer los cambios estructurales que han tenido lugar en años recientes.

El tema conclusivo es el siguiente: puesto que ninguna institución financiera puede permitirse permanecer estancada en la esperanza de que el pasado se repetirá en el futuro y debido a que la industria de servicios financieros es un negocio intensivo en calificación, se reconoce ampliamente que la clave del éxito en el nuevo mundo de la banca y las finanzas será la administración bien informada que se concentra en la implementación de cambios y que no se limita a reaccionar pasivamente ante ellos. Dicho de otro modo, en el futuro no será la dimensión de los activos sino la adaptabilidad ante los cambios, la que determinará a los ganadores y perdedores en la industria de servicios financieros.

## Bibliografía

Boreham, Gordon F. y R. G. Bodkin, "Money, Banking and Finance: The Canadian Context", Fourth Edition, Holt Rinehart y Winston of Canada, Londres, 1992, capítulos 7 y 13.

Boreham, Gordon F., "The Changing Landscape of the Financial Services Industry in Canada: Some Implications for Managers", *The Service Industries Journal*, Londres, abril de 1989, pp. 191-204.

Boreham, Gordon F., "The Rise of Non-Bank Financial Conglomerates: A Major Trend in the Unfolding Financial Services Sector of the Canadian Economy", *The Service Industries Journal*, Londres, octubre de 1989, pp. 90-105.

Boreham, Gordon F., "Three Years After Canada's Little Bang", *Canadian Banker*, septiembre-octubre de 1990, pp. 6-15.

Capie, Forest y Michael Collins, "Have the Banks Failed British Industry", ensayo de la serie Hobart, Institute of Economic Affairs, 1992.

Coleman, William D., "Financial Services Reform in Canada: The Evolution of Policy Dissension", *Canada Public Policy*, junio de 1992, pp. 139-152.

Corrigan, E. Gerald, "The Banking-Commerce Controversy Revisited", Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, primavera de 1991, pp. 1-13.

Cumming, C. M. y L. M. Sweet, "Financial Structure of the G-10 Countries", Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, invierno de 1987-88, pp. 14-25.

Hirsch, Alain, "The Regulation of Financial Conglomerates and Contagion Risk", *Financial Strategies and Public Policies: Banking, Insurance and Industry* (editado por Zuhar Mikdashy), St. Martins Press, Nueva York, 1993, pp. 80-89.

Pozdena, Randall, "Why Banks Need Commerce Powers", Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Review*, verano de 1991, pp. 18-30.

Smith, Eric O., "Equity stakes: are U.K. banks following the German pattern?", Banco Mundial, Londres, junio de 1991, pp. 28-30.

Sutton, Brent y Guy Glorieux, "The Future of Financial Services: Industry and Regulator Perspectives", The Conference Board of Canada, Reporte 89-92, agosto de 1992, pp. 21.

# REGULACIÓN EN MERCADOS FINANCIEROS INTEGRADOS: UNA PERSPECTIVA CANADIENSE

Savita Verma.  
Robin B. Schwill

## I. Introducción

En este trabajo ofrecemos un panorama general de las regulaciones que gobiernan las transacciones financieras en Canadá y de sus contrapartes en los acuerdos de regulación bilaterales y multilaterales (a las que también nos referiremos como multi-jurisdiccionales o multinacionales) de los cuales Canadá es signatario. Estos convenios incluyen el Acuerdo Bilateral de Libre Comercio (ABLC), el Sistema Multi-Jurisdiccional de Información (MJDS=Multi-Jurisdictional Disclosure System), el Tratado trilateral de Libre Comercio de América del Norte (TLC), el Acuerdo de Basilea, propuestas de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO=International Organization of Securities Commissions) y la Ronda Uruguay del GATT sobre Servicios (GATS).

Este enfoque general resulta necesario a la luz de la creciente integración de los mercados financieros internacionales. La reglamentación en una jurisdicción dada gobierna o limita las transacciones financieras frente a los activos, preferencias o creencias de los participantes en ese mercado financiero, así como la economía política específica de esa jurisdicción.<sup>1</sup> Los acuerdos multi-jurisdiccionales, por su parte, buscan facilitar la integración financiera entre diferentes espacios, diseñando un conjunto de reglas uniformes que tengan validez en todos los espacios que participan. El conjunto de reglas uniformes facilitan las transacciones entre países, creando un marco de referencia común a los participantes de diferentes jurisdicciones. La efectividad de estas reglas uniformes depende,

sin embargo, del grado en que logren armonizar dos o más conjuntos de reglas específicas aplicables en cada región, que pueden tener objetivos y metas diferentes e incluso contradictorios.

El análisis parte de la perspectiva de los agentes canadienses que participan en los mercados financieros. Estudiamos los rasgos más importantes de la regulación canadiense e investigamos hasta qué punto se reflejan en los acuerdos de los que Canadá es signatario. Reconocemos varias jurisdicciones, incluso al interior de Canadá --una federal y diez provinciales-- con diferencias importantes entre sí. Por esta razón nos centramos en la regulación federal y en aquellas supervisadas por la Comisión de Valores de Ontario (OSC=Ontario Securities Commission), indicando en qué aspectos difieren de la regulación existente en otras provincias cuando sea el caso. La elección de Ontario como representativa de las jurisdicciones provinciales se debe a que en el pasado ha tenido un papel de vanguardia, al establecer las tendencias de las reformas a la regulación.

El informe se organiza de la siguiente manera. Primero se identifican diferentes tipos de transacciones financieras, los agentes que participan en ellas y la regulación federal y provincial que las rige. Las regulaciones que limitan la participación de algunos agentes en determinados tipos de transacciones, serán destacadas en el análisis. Luego se identifican y analizan varios acuerdos multi-jurisdiccionales que afectan la regulación financiera y en los cuales participa Canadá. Concluido este análisis se investiga el grado en que estos acuerdos respetan o modifican la regulación canadiense, enfatizando los aspectos en que hay mayores áreas de conflicto real o potencial, así como los renglones en los que, para todo fin práctico, la regulación es idéntica. Se discute el escenario que surge del análisis y sus implicaciones para los participantes canadienses en estos mercados. El informe finaliza con un resumen y algunos comentarios y conclusiones.

## **I. Regulación de la industria de servicios financieros en Canadá**

Analizamos la regulación de los servicios financieros en Canadá viendo primero las normas que regulan a los participantes, es decir, las instituciones financieras y luego aquellas que regulan las transacciones en el mercado de instrumentos financieros. Antes de iniciar la discusión de estos aspectos, es necesario entender el marco general en el que operan dichas regulaciones. Fruto de una división constitucional de jurisdicciones entre las provincias y del gobierno federal, dos ambientes de regulación diferentes coexisten a menudo en Canadá. El gobierno federal es sólo uno de los factores que definen la regulación canadiense de los servicios financieros. Esto es importante en términos de los acuerdos internacionales de regulación financiera en los que participa Canadá, ya que los compromisos asumidos por el gobierno federal no necesariamente son aplicables en las provincias.

## La dicotomía regulatoria federal-provincial

La Constitución canadiense le otorga jurisdicción al gobierno federal en materia de "actividad bancaria, incorporación de bancos y emisión de papel moneda" y sobre las "instituciones de ahorros". Así, el gobierno federal tiene una jurisdicción constitucional explícita sobre los bancos. Sin embargo, de manera indirecta, el gobierno federal ha obtenido poder de regulación sobre otras actividades financieras a través de su capacidad para regular instituciones financieras incorporadas a nivel federal. Las provincias, por su parte, tienen capacidad para regular toda institución financiera no bancaria.

Esta autoridad emana de su jurisdicción en materia de "derechos civiles y de propiedad en la provincia" y de la forma en que se ha interpretado la Constitución, en favor de las provincias. Incluso, se ha otorgado jurisdicción específica a las provincias en materia de la "incorporación de compañías con objetivos provinciales" y, por tanto, ejercen un control regulatorio sobre cualquier institución financiera incorporada a la provincia.

La dicotomía federal-provincial ha tenido dos resultados desafortunados: el predominio de agentes reguladores y una incongruencia nacional en materia de regulaciones. El ente principal del gobierno federal encargado de la regulación de actividades financieras, es la Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras (OSFI). Otra dependencia del gobierno federal que influye de manera importante, es la Corporación Canadiense Aseguradora de Depósitos (CDIC) que garantiza los depósitos en varias instituciones financieras --fundamentalmente bancos comerciales--, si bien enfrenta algunas limitaciones. Operan además el Comité Supervisor de Instituciones Financieras (FISC) y el Senior Advisory Committee (SAC), dependencias federales que coordinan al Departamento de Finanzas, al Banco de Canadá y a la OSFI y la CDIC. A escala provincial sólo opera el Ministerio de Instituciones Financieras (MFI) que tiene a su cargo a un Superintendente Provincial de Seguros. Existen dos agencias que operan tanto a escala federal como provincial: el Proceso Interprovincial para Armonizar la Legislación y Regulación Financiera (1988), al que se adhirió el gobierno federal en 1991 y el Consejo Canadiense de Regulación de Aseguradores (CCIR) que reúne periódicamente a los superintendentes de seguros federales y provinciales.

Hacia fines de 1991, el gobierno federal actualizó toda su regulación sobre instituciones financieras con una serie de reformas que entraron en vigor el 1 de julio de 1992. Estas reformas aumentaron las poderes de algunas instituciones financieras, eliminaron restricciones sobre la propiedad, incrementaron la responsabilidad legal de los directores y auditores e instrumentaron medidas para mejorar la regulación de operaciones internas (*self-dealing*) y conflictos de intereses. De esa manera las reformas atacan tres problemas y buscan tres objetivos de parte de los reguladores canadienses: la estabilidad y solvencia del sistema, la protección al consumidor y la competencia y la eficiencia. Asimismo, las

principales áreas que se afectan son el acceso a la información, los conflictos de intereses y los tratos internos.

Sin embargo, persiste cierta incongruencia entre la regulación federal y provincial. En primer lugar la forma en que se ha interpretado la Constitución canadiense en el plano judicial, ha dificultado que el poder federal pueda establecer una regulación financiera uniforme que no atente contra los poderes provinciales. En segundo término, persiste una falta de cooperación entre el gobierno federal y las provincias, dada la fuerza con la que estas han defendido su autoridad. Tercero, en la medida en que han evolucionado los mercados financieros y la inflación se ha vuelto menos estable, algunas instituciones financieras que tradicionalmente operaban en mercados financieros de largo plazo se han volcado sobre los mercados de corto plazo para sobrevivir. Esto ha llevado a que desaparezcan las fronteras que separaban el mercado financiero en segmentos definidos, lo que se ha llamado "el derrumbe de los cuatro pilares"<sup>12</sup>. Finalmente, la tasa de cambio de la actividad de servicios financieros ha superado la de las reformas a la regulación y en este medio cambiante las provincias han reaccionado más rápidamente que el gobierno federal.

## **II.-La regulación de los agentes: regulación de instituciones financieras en Canadá**

A continuación, analizamos las regulaciones que afectan las transacciones financieras basadas en la identidad de las partes vigente al 1 de julio de 1992, manteniendo presente la dicotomía provincial-federal.

### **Bancos comerciales**

Como se señaló anteriormente, los bancos comerciales sólo están regulados federalmente por medio del Acta Bancaria (*Bank Act*). Las dos agencias reguladoras encargadas de vigilar su cumplimiento son la OSFI y el CDIC. Los bancos comerciales eran las únicas instituciones financieras que podían aceptar depósitos y hacer préstamos comerciales, pero como se verá tal capacidad se ha extendido a otras instituciones.

Existen dos tipos de bancos comerciales: Clase I y Clase II (*schedule*), que toman su nombre de la clasificación correspondiente en el Acta Bancaria. Los bancos Clase I deben ser propiedad de nacionales y de propiedad difusa. La llamada Regla 10/25 estipula que nadie podrá ser propietario de más del 10 por ciento de las acciones de un banco Clase I,<sup>3</sup> y que la participación extranjera en un banco Clase I no podrá exceder el 25 por ciento de las acciones.



Los bancos Clase II pueden ser propiedad de extranjeros en su totalidad. Sin embargo, los activos de los bancos Clase II no pueden representar más del 16 por ciento de los activos de los bancos canadienses y requieren autorización del Ministerio de Finanzas para abrir nuevas sucursales.

Los bancos comerciales en general pueden actuar como aseguradores de empresas, pero deben hacerlo a través de una subsidiaria de su propiedad, es decir, a través de una empresa afiliada pero con capital propio. También se les permite actuar como consultoras de negocios pero sin necesidad de crear empresas subsidiarias. Pueden, asimismo, llevar a cabo operaciones con valores y de cartera y, de hecho, todos los bancos Clase I tienen subsidiarias que operan con valores.

A partir de las reformas federales de 1991, los bancos comerciales tienen el derecho de ser propietarios de subsidiarias separadas de depósito o de crédito, o de otras actividades financieras no-bancarias (por ejemplo fondos mutuos, factoraje, arrendamiento financiero). No obstante, se les prohíbe vender estos productos y servicios directamente a través de sus sucursales. Incluso se prohíbe el arrendamiento de espacio en sus sucursales para estos fines. Una excepción la constituyen los seguros relacionados a viajes o crédito, que pueden ser vendidos por las sucursales bancarias siempre que estén avaladas por otros agentes. Finalmente, los bancos no pueden participar en el arrendamiento de vehículos.

### **Compañías de ahorro y préstamo**

Las compañías de ahorro y préstamo están reguladas tanto por agencias federales (el Acta de Compañías de Depósito y Préstamo, *Trust and Loan Companies Act*) como provinciales (por ejemplo, el Acta de Ontario de Depósito y Préstamo de 1987). Las agencias reguladoras a escala federal que supervisan este sector son el CDIC y, en menor medida, la OSFI, en tanto en la esfera provincial lo hace el MFI. Las compañías de depósito siguen siendo las únicas instituciones financieras que pueden actuar de avales o como fiduciarios legales. Un excelente ejemplo es que sólo una compañía de depósito puede ser aval de una emisión de obligaciones.

Hay restricciones a la propiedad tanto a escala federal como provincial. En el plano federal no hay restricciones para los canadienses sobre la participación de compañías de depósito de reciente creación, salvo la aprobación ministerial y lo mismo es válido para la participación extranjera. Para las compañías más antiguas no hay restricciones a la participación de canadienses, salvo la cláusula de que "los grandes no pueden comprar a los grandes". La regla 10/25 se aplica a la participación extranjera en las compañías de depósito. A escala provincial no hay restricciones a la participación local en compañías de depósito en Canadá y también rige la regla 10/25 para los extranjeros.

En la legislación federal se permite a las compañías de depósito participar en seguros corporativos, pero deben hacerlo a través de una subsidiaria con capital propio. También pueden operar empresas de asesoría de inversiones directamente, sin necesidad de subsidiarias. Las reformas federales de 1991 autorizaron a cualquier compañía de depósitos a ser propietaria de un banco Clase II y permitieron que las compañías de depósito y préstamos sean propietarias exclusivas de algunas compañías financieras no-bancarias y aseguradoras como subsidiarias. El límite de 7 por ciento de los activos de la compañía que se podía dedicar a préstamos comerciales fue eliminado, otorgándoles así la posibilidad de prestar a la par que los bancos.

Las compañías de depósito y de préstamos no pueden ser agentes de seguros de vida o de otro tipo directamente y dentro de cinco años operará un límite de 65 por ciento a la participación de cualquier accionista en compañías de depósito, con activos superiores a los 750 millones de dólares canadienses.

Debe considerarse que a pesar de que las reformas federales aumentaron considerablemente la posibilidad de las compañías de depósitos de hacer préstamos comerciales, la legislación provincial, particularmente en Ontario, los restringe de manera importante. Incluso, Ontario ha adaptado un enfoque de "igualdad ante la ley" en su legislación que significa que cualquier compañía de depósito o préstamo incorporada federalmente o en otra provincia que opere en Ontario, debe acatar las reglas de Ontario. Así, independientemente de cualquier legislación federal, la legislación de Ontario prevalece en dicha provincia.

### **Compañías de seguros**

Las compañías de seguros también enfrentan regulaciones federales y provinciales. El registro y la licencia de los agentes de seguros son, empero, de tutela provincial exclusivamente. Las agencias encargadas de aplicar las regulaciones son la OSFI en lo federal y el MFI y el Superintendente de Seguros en lo provincial.

Los aseguradores canadienses han creado su propia agencia reguladora, bajo el nombre de CompCorp. CompCorp es a las aseguradoras lo que el CDIC a los bancos comerciales, es decir, una agencia de autorregulación diseñada para garantizar el pago de pólizas si una aseguradora falla. Existen dos tipos básicos de aseguradoras: de vida y salud, y de propiedad y accidentes. Las compañías de seguros son las únicas instituciones financieras que pueden vender seguros directamente al público a través de agentes o de su red de sucursales. Las reglas de propiedad son las mismas que se aplican a las compañías de depósito antes descritas.

La legislación federal autoriza a las compañías de seguros a operar directamente en el mercado de asesoramiento de inversiones, sin necesidad de subsidiarias. Las reformas federales de 1991 permitieron que cualquier compañía de seguros de propiedad difusa sea dueña de un banco Clase II, a la vez de ser dueñas exclusivas de compañías financieras no-bancarias y de compañías de depósito como subsidiarias. Además, pueden hacer préstamos comerciales hasta por un 5 por ciento de sus activos sin necesidad de aprobación de la OSFI.

La legislación federal les impide aceptar depósitos e impone restricciones a la compra de servicios de reaseguro de reaseguradoras extranjeras (salvo aseguradoras o reaseguradoras de vida), limitando el monto del reaseguro a un 25 por ciento del riesgo que asume el asegurador canadiense.

Ontario aplica la "igualdad ante la ley" y a nivel provincial su legislación limita las actividades de los agentes y la red de sucursales. También es interesante hacer notar que en Quebec las Caisses Populaires Desjardins pueden vender seguros en sus sucursales, en contravención de la legislación federal.

### **Uniones de crédito y cooperativas financieras (*Financial cooperatives*)**

Las agencias reguladoras que supervisan este tipo de instituciones, son fundamentalmente el CDIC a escala federal y los MFI en las provincias. El CDIC participa en la medida en que las uniones de crédito quieren tener una garantía sobre los depósitos de los clientes y esto sólo es posible a través del CDIC, ya que no hay organismos de esta naturaleza en la provincia.

Las uniones de crédito y las cooperativas financieras difieren de otras instituciones financieras que hemos analizado en el sentido de que no operan para el público en general, sino para sus socios; si bien actúan de manera similar a los bancos comerciales, aceptando depósitos y otorgando créditos. La Federación les permite participar como aval de créditos corporativos, pero deben hacerlo a través de una filial con capital propio. Pueden también ser dueñas de empresas que dan servicios financieros no bancarios como subsidiarias de propiedad exclusiva. Sin embargo, la mayor parte de su regulación se hace a escala provincial.

## **Empresas financieras no bancarias**

Estas instituciones financieras incluyen arrendadoras financieras (*leasing*), empresas de factoraje y empresas que están involucradas en créditos de corporaciones, tales como American Express, General Motors Acceptance Corporation (GMAC), Ford Credit, Sears Credit, Canadian Tire Acceptance Corporation (CTAC), la T. Eaton Acceptance Company Limited, etcétera. Su operación está bajo jurisdicción federal o provincial, dependiendo de si están reconocidas federal o provincialmente.

No hay una legislación específica para regular este tipo de instituciones, aunque es interesante señalar que American Express es dueña de un banco Clase II. Hay preocupación y discusiones en torno a este hecho, ya que abre la puerta para que empresas industriales y comerciales tales como General Motors, puedan hacerse dueñas de bancos de Clase II, adquiriendo el carácter de institución bancaria y burlando la postura federal de mantener a las empresas financieras y bancarias, diferenciadas y separadas. Quebec es la única provincia en la cual se contraviene la postura federal, ya que la legislación provincial permite que existan vínculos entre empresas comerciales e instituciones bancarias.

## **Compañías de inversión, inversionistas institucionales y bancos de inversión**

Este tipo de empresas financieras incluyen los fondos de pensiones, empresas de capital de riesgo, mutualidades y casas de bolsa y empresas que operan en el mercado de valores. Estas compañías están bajo supervisión provincial eminentemente debido a que sus transacciones se refieren a los mercados de valores, que están bajo la regulación exclusiva de cada provincia.

Las agencias reguladoras son las comisiones provinciales de valores (por ejemplo, la OSC). Las diferentes bolsas de valores tales como la Bolsa de Valores de Toronto (TSE=Toronto Stock Exchange) tienen regulaciones adicionales para las empresas en bolsa y, en esa medida, actúan como agentes cuasi reguladores. Adicionalmente, hay dos agencias autorreguladoras en el mercado de valores: la Asociación de Corredores de Inversiones (IDA=Investment Dealers Association) y el Instituto Canadiense de Valores (CSI=Canadian Securities Institute). El CSI es responsable de llevar a cabo los cursos y exámenes requeridos para ser corredor de bolsa registrado, de acuerdo con las Actas Provinciales de Valores. La IDA supervisa la conducta de los mercados, de las casas de bolsa y de los corredores.

### III.-Regulando los mercados: regulaciones de valores en Canadá

Como se ha hecho notar, la regulación de las acciones y de los mercados de valores es materia exclusiva de las provincias. No hay regulaciones federales, pese a que desde 1979 existe un proyecto de ley nacional para los mercados de valores. <sup>4</sup> También, como dijimos, cada provincia tiene una Comisión de Valores y un Acta de Valores propias. Todas las comisiones de valores provinciales se reúnen para adoptar "políticas nacionales", bajo los auspicios de los Administradores Canadienses de Seguros (CSA=Canadian Securities Administrators). Las políticas nacionales bosquejan reglas que se aplican uniformemente en las provincias. Adicionalmente, cada bolsa de valores tiene su propio cuerpo directivo y reglas específicas para las empresas y los corredores de bolsa. Las tres bolsas más grandes son la de Toronto (TSE), la de Montreal (ME) y la de Vancouver (VSE).

A continuación nos centraremos en el Acta de Valores de Ontario (OSA), la Comisión de Valores de Ontario (OSC) y la regulación de la Bolsa de Toronto, que afectan las actividades más sobresalientes, tales como la bursatilización (*going public*), los requerimientos de información continua, las fusiones y las compras entre socios (*insider trading*).

#### Bursatilización (*Going public*)

El Acta de Valores de Ontario (OSA) establece que toda transacción en valores que implique una circulación pública, debe ir acompañada de un folleto; es decir, un documento completo describiendo la situación del emisor. Los inversionistas pueden usar ese documento para tomar una decisión de inversión con información adecuada.

El proceso de conseguir capital a través de una emisión al público (bursatilización), conlleva una serie de pasos. Primero, se prepara un folleto preliminar que se somete a la OSC, la cual emite un acuse de recibo. Si el folleto es considerado insuficiente, la OSC le envía al emisor una "carta de insuficiencias" y todas éstas deben ser corregidas ante la OSC antes de que la Comisión permita que la compañía venda sus valores al público.

Una vez que se emite un acuse de recibo, hay un periodo de espera de al menos diez días hábiles. En ese lapso el emisor puede solicitar intenciones de compra para sus valores, pero no puede entrar en acuerdos de subasta o compra. El periodo de espera se establece para que la OSC tenga tiempo de revisar el folleto preliminar y para permitir al emisor anunciar la oferta.

Una vez que termina el periodo de espera y el emisor ha cumplido con los requisitos de la OSC, se prepara un folleto definitivo. La última fase es la del periodo de "estabilización" (*cooling off*). Una vez que el emisor ha vendido acciones, el comprador tiene dos días hábiles completos tras haber recibido el folleto final, para rescindir el contrato y exigir la devolución de su dinero. Una vez que el periodo de estabilización ha concluido, la transacción se torna definitiva. Cuando todas las transacciones se han cerrado en esta forma, la compañía se vuelve pública. Para estar en la lista del TSE una empresa debe tener un mínimo de 300 accionistas y, asimismo, cumplir otros requisitos en cuanto a volumen de activos y ventas.

Se elimina la obligación de la emisión de un folleto si se considera que se trata de una colocación privada, o cuando los compradores son inversionistas institucionales. Sin embargo, los valores adquiridos tras una exención de emisión de folletos no son negociables en tanto no se cumpla con una serie de requisitos.

### **Requerimientos de información continua (*Continuos disclosure obligations*)**

Una empresa con acciones públicamente negociables se convierte en una emisora de informes continuos. Debe informar sobre su situación financiera cuatrimestral y anualmente a sus accionistas, y registrar toda la documentación ante la OSC. A la vez, cualquier cambio sustantivo en sus negocios debe hacerse público mediante un boletín de prensa y registrado ante la OSC. A diferencia de las compañías estadounidenses que deben reportar los sueldos individuales de sus ejecutivos, un emisor canadiense sólo debe informar de los sueldos conjuntos de sus cinco ejecutivos más importantes.

Los directores y ejecutivos de las compañías, así como cualquier tenedor del 10 por ciento o más de las acciones emitidas por una compañía, deben registrar un informe mensual de operaciones entre socios (*insider trading*), declarando cualquier cambio en su tenencia de acciones de la compañía ocurrido en el mes. Otro elemento clave dentro de las obligaciones de información continua lo constituye el llamado "sistema de aviso temprano" (*early warning system*), según el cual tan pronto como alguien posea el 10 por ciento de las acciones de una compañía se le considera un socio interno (*insider trader*). Tras rebasar el 10 por ciento, toda adquisición que represente la compra de más de un 5 por ciento de las acciones debe ser informada. Cabe señalar que tanto bajo el Acta de Compañías Comerciales de Ontario (OBCA) como bajo el Acta Canadiense de Compañías Comerciales (CBCA), la adquisición de un 10 por ciento o más de acciones de cualquier tipo de una empresa representa una oferta de compra (*take-over bid*).

### Negociaciones internas (*Insider trading*)

Para la OSA cualquier individuo que mantenga una "relación especial" con un emisor informante, no puede comprar ni vender acciones de esa compañía si tiene información sustantiva que no ha sido publicada. Adicionalmente, nadie que mantenga una "relación especial" con un emisor ni el emisor mismo, pueden dar información sobre cambios sustantivos a otras personas, a menos que esta información sea parte del curso normal de los negocios. Se debe resaltar que, a diferencia de la regulación estadounidense, no hay una regla de "plazo mínimo de obligación" (*short-swing rule*) ni en Ontario ni en otra provincia. La "regla de corto plazo" establece que los directores y ejecutivos de las empresas, así como los tenedores de más del 5 por ciento de las acciones, tienen obligaciones ante el emisor por cualquier ganancia realizada dentro de los seis meses siguientes a una venta.

### Oferta de compra (*Takeover bids*)

Las ofertas de compra, como se indicó anteriormente, están reguladas por el OSA, el OBCA y el CBCA. Bajo el OSA, se considera una oferta de compra la adquisición de más del 20 por ciento de las acciones de un solo tipo por un emisor. El porcentaje correspondiente es el 10 por ciento en el caso del OBCA y el CBCA.

Una vez que se inicia una oferta de compra, el oferente debe emitir una circular a todos los tenedores del tipo de acciones de que se trate. La oferta debe mantenerse al menos durante 21 días, en los cuales los tenedores pueden ofrecer sus acciones. El oferente no puede comprar las acciones ofrecidas sino hasta que expiren los 21 días. Las acciones deben ser tomadas sobre la base de un prorrateo y los accionistas que ofrecen sus acciones, pueden retirarlas del mercado o revocar su oferta a lo largo del periodo de 21 días. El comprador puede adquirir hasta un 5 por ciento de las acciones del tipo solicitado durante la operación.

Los directores de la compañía objeto de la operación, deben responder a la oferta de compra en los diez días siguientes a su anuncio y deben hacer una recomendación sobre la conveniencia de la oferta de compra o manifestar su indiferencia. Las razones que fundamentan la recomendación que se haga, deben anunciarse no menos de siete días antes de que expire la oferta de compra. A pesar de que la oferta de compra puede imponer condiciones en cualquier aspecto que disponga el comprador, no puede depender de que se consigan fondos para financiar la oferta. Las acciones ofrecidas como consecuencia de la oferta de compra deben ser tomadas, a más tardar, diez días después de que expire la oferta y pagadas, a lo sumo, tres días después de ser tomadas.

Las reglas de integración para operaciones previas y posteriores a la oferta de compra, son importantes. Si el comprador ha adquirido acciones con miras a la oferta en

los 90 días anteriores a su anuncio, debe proponer condiciones de compra idénticas a todos los accionistas afectados por la oferta de compra; ofreciendo, asimismo, un precio de compra al menos igual al más alto pagado en los 90 días anteriores. También, el comprador debe proponer adquirir con la oferta de compra un número de acciones al menos igual al porcentaje más alto de las acciones que fueron compradas a un accionista en el mismo periodo. Estas regulaciones atinentes al periodo previo a la oferta, logran prevenir una oferta de compra en dos etapas, como suele ocurrir en Estados Unidos. Asimismo, estas reglas impiden el *greenmail*, es decir, una transacción mediante la cual la dirección de una compañía puede recomprar acciones a un rival bajo una oferta y a un precio que no se ofrece a los demás accionistas.

La regla de integración post-oferta establece que el comprador no podrá adquirir acciones del tipo solicitado en condiciones diferentes a las ofrecidas a todos los accionistas afectados, sino hasta que hayan transcurrido 20 días hábiles desde que expira la oferta de compra. Estas reglas no se aplican a compras hechas en un mercado público (es decir, la TSE o la ME) de no mediar una solicitud de venta.

Si la compra de la compañía se efectúa con el conocimiento de que se pretende hacerla privada, el comprador debe notificar esta intención en la circular de oferta de compra. Una operación de oferta de compra requiere, además, que se haga una tasación independiente de las acciones y que un resumen de esta tasación se incluya en la circular, junto con el de cualquier otra tasación independiente que se haya hecho en los últimos 24 meses. Adicionalmente, se requiere el consenso de la mayoría del voto minoritario para determinar si el precio ofrecido es justo. Si la oferta se hace en efectivo por un precio mayor que la mediana de cualquier tasación, se requiere sólo el 50 por ciento más uno de los votos. En caso contrario se requiere una mayoría de dos tercios. Sin embargo, la aprobación mayoritaria de los accionistas minoritarios no es necesaria si se ofrece más del 90 por ciento de las acciones.

Es importante señalar que los derechos estatutarios de propiedad exclusiva (*squeeze-out*) existen también en situaciones en que se busca la compra del 90 por ciento o más de las acciones. Los accionistas que tienen el 10 por ciento o menos de las acciones y que están en desacuerdo con la oferta de compra, pueden ser obligados a vender en las condiciones originales de la oferta, sin apelación. Aun cuando los accionistas que disienten de la oferta de compra están obligados a vender, pueden apelar a una corte para que determine un valor "justo" si el precio ofrecido en la oferta de compra les parece excesivamente bajo.

Algunos acuerdos privados están exentos de las reglas de oferta de compra. Un acuerdo de este tipo sería la compra de acciones a no más de cinco accionistas, por un precio no mayor que el 115 por ciento del precio promedio de las acciones.



#### IV. Regulación de mercados financieros integrados: los sistemas regulatorios multilaterales

La tendencia a la integración de los mercados financieros ha sido simultánea a la tendencia internacional de liberalizar el comercio de bienes y servicios, las innovaciones en la tecnología de la información y la desreglamentación de los mercados financieros nacionales. El acceso a mercados internacionales de mayor tamaño ha representado mayor liquidez, menores gastos de transacción, un mayor acervo de capital disponible y una mayor variedad de instrumentos financieros tanto para quienes ofrecen como para quienes demandan capital.

La interdependencia resultante de la integración de los mercados financieros de diferentes jurisdicciones, es claramente un arma de doble filo. Reduce y puede llegar a eliminar las oportunidades de arbitraje tanto para oferentes como para demandantes de capital, bajando los costos para su contraparte. Sin embargo, esta interdependencia conlleva como aspecto negativo el efecto multiplicador de los problemas que tienen lugar en un mercado sobre los de otras jurisdicciones. La carencia de un sistema de regulación uniforme en los diferentes mercados sólo puede exacerbar este efecto negativo.

Por otra parte, la existencia de algunas reglas uniformes mínimas comunes que afecten a los participantes en todas las jurisdicciones, puede garantizar que las transacciones se lleven a cabo de manera ordenada, manteniendo un acceso pleno e igualitario a los mercados. Cuando menos, tales reglas pueden contribuir a que la información importante esté disponible a tiempo para todos los participantes. Adicionalmente, la regulación puede evitar conductas y transacciones que minen la eficiencia que se deriva de la integración de los mercados.

Hay varios enfoques diferentes para llegar a reglas aplicables en todas las jurisdicciones en una región bien definida. Como sugiere Roppel [1991],<sup>5</sup> la regulación de las transacciones internacionales puede determinarse a escala legislativa, administrativa o a través de la autorregulación. La armonización legislativa requiere que se dicten leyes idénticas o muy similares en todas las jurisdicciones afectadas. El modelo de regulación de mercados financieros de la Comunidad Europea ejemplifica este enfoque. Requiere, sin embargo, de la movilización de voluntades políticas y de recursos materiales a un grado tal que la torna impracticable y no factible para la mayoría de los demás países y jurisdicciones que buscan armonizar las reglas a través de fronteras.

Los otros dos enfoques --la armonización administrativa o la autorregulación--, buscan facilitar las transacciones financieras de extranjeros a través de la modificación o adaptación de las regulaciones de cada jurisdicción. Como se verá después, los acuerdos

multilaterales existentes y de los cuales Canadá es signatario, caen dentro de la armonización a escala administrativa. Bajo tales acuerdos, el grado de armonización de regulaciones ha sido alcanzado ya sea a través del reconocimiento mutuo de las prácticas de las jurisdicciones participantes, o bien mediante una compleja exención de requisitos cuando las transacciones provienen de jurisdicciones ajenas.<sup>6</sup>

En esta sección analizamos los acuerdos multilaterales de los cuales Canadá es signatario, en lo que se refiere a transacciones financieras y de valores. Se resaltan aquellos aspectos en los que se mantiene el espíritu de la regulación canadiense.

También se señalan los puntos en los cuales hay una discrepancia considerable. Discutimos primero el Acuerdo de Libre Comercio, el Tratado trilateral de Libre Comercio de América del Norte y los acuerdos del GATT en materia de servicios; es decir, aquellos pactos cuyo ámbito rebasa el marco de los mercados financieros e incluyen otros aspectos, tales como la liberalización comercial y de servicios. A continuación analizamos los acuerdos de Basilea, que rigen la actividad bancaria. Finalmente consideramos el Sistema Multi-Jurisdiccional de Información y las diferentes propuestas de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, que se centran en los mercados bursátiles.

## V. Regulación de servicios financieros internacionales

### El Acuerdo Bilateral de Libre Comercio (ABLC)

El ABLC entró en vigor el primero de enero de 1989. La cobertura plena de los servicios financieros se establece en dos capítulos. El capítulo 14 ("Servicios"), rige a la actividad de seguros mientras el capítulo 17 ("Servicios Financieros"), se aplica a todas las demás instituciones financieras y de servicios, exceptuando seguros y fianzas. Dado que el capítulo 17 es el de más amplia cobertura se analiza en primer término, contrastándolo con el capítulo 14.

El primer aspecto importante es que ningún reglamento del capítulo dominará sobre reglamentos o medidas provinciales, estatales o de los gobiernos locales. Dado que las instituciones financieras tanto estadounidenses como canadienses se regulan a nivel provincial/estatal y federal, cualquier iniciativa federal puede ser neutralizada por medidas provinciales/estatales.

El artículo 1702 señala los compromisos estadounidenses. El primero es el de conceder autorización a bancos nacionales y extranjeros en Estados Unidos, así como a consorcios que sean dueños de bancos (*Bank Holding Companies*) y sus afiliados a operar en

la compra, distribución y aval de obligaciones de deuda municipales, provinciales y federales canadienses. Segundo, se "apadrina" a los bancos canadienses existentes para que puedan establecer y mantener sus operaciones fuera de su estado de origen. Así, los bancos canadienses cuyas redes interestatales fueron establecidas antes del Acta de Bancos Internacionales de Estados Unidos de 1978, están autorizados a mantener sus sucursales indefinidamente, en lugar de tener que someterlas a una revisión continua. Tercero, las enmiendas al Acta Glass-Steagall (que impide que los bancos sean propietarios de casas de bolsa) y la legislación restante asociada otorgará a los bancos canadienses el mismo tratamiento que a las instituciones financieras estadounidenses. Cuarto, Estados Unidos acuerda seguir otorgando a las instituciones financieras canadienses los derechos y privilegios que tienen en el mercado estadounidense, sujeto a aspectos naturales de regulación y prudencia.

Los compromisos canadienses se encuentran en el artículo 1703. El primero de ellos consiste en exigir a los estadounidenses residentes en Estados Unidos las restricciones al 25 por ciento de propiedad extranjera, aplicables a las instituciones financieras canadienses. La legislación que limitaba a 25 por ciento la participación extranjera en las instituciones financieras bajo control canadiense han sido enmendadas, de manera que los estadounidenses residentes en Estados Unidos ya no son considerados extranjeros para los fines de calcular la participación extranjera. Sin embargo, tal enmienda no se ha hecho en ninguna legislación provincial. Además, Canadá acuerda eximir individual y colectivamente a las filiales de bancos de propiedad estadounidense operando en Canadá, de las limitaciones sobre activos nacionales aplicables a las instituciones financieras extranjeras en Canadá. Asimismo, se exime a las filiales de solicitar aprobación al Ministerio de Finanzas antes de abrir sucursales en Canadá y a autorizar a las filiales a transferir préstamos a su matriz bajo normas prudenciales.

Ambos compromisos implican que un banco Clase II estadounidense que esté operando en Canadá, tiene los mismos derechos y reglas de propiedad que los bancos Clase I canadienses.

A pesar de que Canadá mantiene un proceso de revisión previo a la entrada de las instituciones, el mismo se efectúa bajo el compromiso de que no se use para fines contrarios a los objetivos del capítulo 17. De hecho, el ABLC plantea la anomalía de que los residentes en Estados Unidos son excluidos del límite de 25 por ciento de propiedad extranjera y de la restricción de un máximo de 16 por ciento de participación en el mercado. Por ende, si una persona estadounidense quisiera participar (*charter*) en un banco Clase I, tendría que garantizar que ningún accionista tenga una participación de más de 10 por ciento, regla que se aplica a los bancos Clase I canadienses. Los residentes estadounidenses podrán tener control absoluto sobre un banco Clase II el cual, al no aplicarse las reglas de participación en el mercado, puede competir con los bancos Clase I nacionales. Sin embar-

go, un canadiense no puede ser propietario exclusivo de un banco Clase II, salvo en los diez primeros años de operación, lapso tras el cual debe ser público.

Tenemos, de esta manera, un caso en el cual se le otorgan mayores derechos bajo la legislación del ABLC a los residentes en Estados Unidos que a los canadienses: el segundo no puede ser propietario a perpetuidad de un banco Clase II.

El artículo 1704 es una disposición que se dirige a crear "transparencia", en el sentido de que obliga a cada miembro signatario a que su legislación de instituciones financieras y los cambios a la misma sean públicas y a permitir que sean comentadas por el otro país. La lógica de la transparencia es que todos los miembros del acuerdo conozcan la reglamentación de primera mano y que puedan contribuir a su desarrollo, dados los efectos específicos que pueden tener sobre mercados particulares. El artículo 1704 contiene, asimismo, los mecanismos especializados de resolución de conflictos con respecto a los servicios financieros, ¡que son ni más ni menos que las consultas mutuas!

El artículo 1705 busca restringir la aplicabilidad de las disposiciones del ABLC exclusivamente a Canadá y Estados Unidos, en la medida en que impide que los beneficios del capítulo 17 sean aplicables a una compañía del otro país que es de propiedad de un tercero. Así, a una institución financiera estadounidense controlada por japoneses, se le pueden negar los beneficios del capítulo 17. Como se mencionó antes, las instituciones de seguros están bajo el capítulo 14 y no bajo el 17. Resulta importante, por tanto, resumir las disposiciones del artículo 14 resaltando las similitudes y diferencias.

El artículo 1402 contiene estas disposiciones. Cada país miembro otorgará al otro un tratamiento no menos favorable que el que reciben en circunstancias idénticas sus nacionales. Así, se otorga a las instituciones de seguros un "trato nacional", acorde con el espíritu del capítulo 17. Las partes también acuerdan que el trato que le dé una provincia a un agente del otro país o estado, no pueden ser menos favorable que el más conveniente que le da a sus nacionales. Por tanto, el trato dado a los nacionales a escala provincial o estatal debería ser el mismo que se le da a los extranjeros. Esta disposición difiere del capítulo 17 porque este último no tiene validez en las provincias o estados. De ahí que se esperaría que las diferencias en el trato provincial/estatal a las compañías de seguros, serían menores que las diferencias en el trato a otras instituciones financieras. Adicionalmente, ninguna disposición de "trato nacional" se aplica a las medidas de inconformidad, a pesar de que el artículo 1405 resalta la intención de las partes de eliminar tales medidas de inconformidad a través de negociaciones. El capítulo 17 también difiere en este aspecto, ya que no incluye disposiciones temporales para salvaguardar medidas de inconformidad.

## **El Tratado trilateral de Libre Comercio (TLC)**

El capítulo 14 del TLC contiene el acuerdo al que llegaron Canadá, Estados Unidos y México en relación al comercio de servicios financieros. Adicionalmente, hay reservas y excepciones a las disposiciones del Tratado en el caso de cada uno de los signatarios. Estas reservas y excepciones son mucho más importantes para el acuerdo que las disposiciones mismas.

Las reservas y excepciones canadienses al capítulo 14 figuran en el Anexo VII. Este contiene los parámetros y restricciones de la liberalización de mercados y, por consiguiente, define la naturaleza del intercambio financiero en Canadá bajo el TLC. A continuación enumeramos las disposiciones básicas del capítulo 14 y del Anexo VII.

El capítulo 14 contiene medidas relacionadas con instituciones financieras, inversionistas de países miembros que participan en instituciones financieras de los otros miembros y el comercio transfronterizo de servicios financieros. En el TLC una "medida" se refiere a cualquier ley, reglamento, etcétera, que implica que trasciende el ámbito provincial/estatal o municipal, a diferencia del ABLC pero de la misma forma que el Acuerdo General sobre Comercio de Servicios (GATS). Además, Estados Unidos y Canadá han acordado incorporar el artículo 1702(1)&(2) del ABLC al capítulo 14 del TLC. Recordemos que estas disposiciones permiten que los bancos bajo control canadiense operando en Estados Unidos, suscriban y negocien deuda gubernamental canadiense y aseguran que no se limitarán los derechos de los bancos canadienses operando en Estados Unidos, a la fecha de la firma del acuerdo.

En el artículo 1403, las partes establecen la meta de total libertad de comercio en servicios financieros, lo que permite que cualquier institución financiera se establezca en el territorio de otro país miembro, se extienda geográficamente y no esté sujeta a restricciones de propiedad. Esta disposición debe ser vista como una meta ideal y su aplicabilidad se limita a lo que establezca el Anexo VII. Adicionalmente, tan pronto como Estados Unidos autorice operaciones interestatales, este país y Canadá acuerdan revisar y procurar ampliar el acceso a sus mercados.

El artículo 1404 se refiere al comercio transfronterizo y dispone que no se podrá restringir el comercio internacional de servicios financieros que existe en la región. Adicionalmente, cualquier persona podrá comprar servicios financieros de proveedores de los países miembros. Sin embargo, ningún miembro tiene la obligación de permitir que los proveedores de miembros operen o entablen juicios en su territorio. A más tardar el primero de enero del año 2000, las partes deberán consultarse para una mayor liberalización del comercio de servicios financieros en el área.

El artículo 1408 establece que no se exigirá a las instituciones financieras de otros miembros, que contraten individuos de nacionalidad específica como ejecutivos o directores. Adicionalmente, ningún país signatario puede requerir más que una mayoría simple de nacionales o residentes de otro signatario en el Consejo de Directores de una institución financiera de ese país.

Una disposición exclusiva del TLC es la creación de un Comité de Servicios Financieras (CSF) en el artículo 1412. El CSF estará compuesto por representantes del Departamento de Finanzas de Canadá, de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México y del Departamento del Tesoro de Estados Unidos. El Comité supervisará la puesta en marcha del capítulo 14, analizará asuntos relacionados con servicios financieros y participará en los procedimientos de resolución de conflictos.

Otro atributo único del TLC se refiere a su mecanismo general de resolución de conflictos, contenido en el artículo 1414, que dispone la creación de un panel de resolución de disputas con autoridad para establecer normas remediales. El artículo 1415 contiene disposiciones especializadas para resolver disputas que afecten a inversionistas en instituciones financieras entre los países signatarios. Bajo las reservas y excepciones canadienses, la compra de un asegurador canadiense (que no sea de seguros de vida o un reasegurador) de servicios de reaseguro de un reasegurador extranjero, no puede exceder el límite de 25 por ciento de los riesgos asumidos por el asegurador que compra el reaseguro. Además, Canadá se reserva el derecho a establecer cualquier tipo de medidas relacionadas con el comercio internacional de valores, independientemente de lo que establezcan los artículos 1404 y 1406. Finalmente, no hay restricción a la participación mexicana o estadounidense en instituciones financieras canadienses, salvo las aplicables a los inversionistas canadienses. Las subsidiarias de bancos mexicanos o estadounidenses en Canadá no requieren la aprobación del Ministerio de Finanzas para abrir sucursales en dicho país.

### **El Acuerdo General de Comercio en Servicios: La Ronda Uruguay del GATT**

El Acuerdo General de Comercio en Servicios (GATS) define "medidas de los signatarios" que atañen a los gobiernos centrales, regionales o locales y a las organizaciones autorreguladoras (organismos no-gubernamentales que actúan bajo una delegación de poderes). Estas disposiciones difieren de las del ABLC, referidas a los problemas estatales/provinciales en casos muy específicos. Explícitamente, el capítulo 17 no es aplicable a las provincias o estados. Teniendo en cuenta esta consideración, el GATS tiene cinco disposiciones fundamentales: tratamiento de nación más favorecida; transparencia; trato nacional; libre acceso a mercados y una participación creciente de los países en desarrollo. Adicionalmente tienen una disposición de resolución de controversias similar a la del ABLC, si bien más estructurada.

Ya ha sido resaltada la forma en que el ABLC incorpora las ideas de trato de nación más favorecida y de transparencia en sus reglamentos y los mismos principios son aplicables al GATS. La voluntad de apertura de mercados contempla que cada parte signataria debe darle a las demás un tratamiento no menos favorable que el que existe para los nacionales, sujeta a los términos, limitaciones y condiciones acordadas y especificadas para la clase particular. A la fecha estas clases no han sido definidas en el GATS. El trato no menos favorable es similar a las disposiciones del capítulo 14 del ABLC, aplicables únicamente a las instituciones de seguros. El GATS hizo que estas disposiciones fuesen válidas para la totalidad de las instituciones financieras y de servicios.

El GATS también enumera un conjunto de medidas prohibidas, tales como la limitación del número de proveedores de servicios, del valor total de las operaciones de servicios o la cantidad total de servicios producidos, del número de personas que pueden ser empleadas en un sector de servicios particular o que deben ser empleadas para poder proveerlo. También prohíbe medidas que restringen el acceso de agentes extranjeros o que requieren de tipos específicos de razón jurídica; o bien de inversiones conjuntas para participar en una actividad de servicios, o medidas que limiten la participación extranjera en la propiedad en una actividad. De esta forma nada impide que un país negocie la exclusión de tales medidas en sus normas.

Sin embargo, el objetivo de las disposiciones de acceso a los mercados es bastante amplia y procura eliminar cualquier tipo de barrera a la presencia extranjera en los mercados. La disposición de trato nacional, exige de cada signatario que le otorgue a los demás un tratamiento no menos favorable que el que le brinda al mismo tipo de servicios y a los proveedores de los organismos de origen nacional. Esta disposición es aún más amplia que la de la cláusula de la nación más favorecida. El trato nacional significa que las compañías extranjeras deben recibir el mismo trato que las nacionales. Como hemos visto, una disposición similar está contenida en el ABLC.

La última disposición clave es la de la voluntad de aumentar la participación de los países en desarrollo, mejorando su acceso a los canales de distribución y redes de información, permitiendo un mayor acercamiento a la tecnología y estableciendo puntos de contacto que favorezcan una proximidad creciente. Esta disposición sólo la encontramos en el GATS.

También debe resaltarse que el documento "Understanding on Commitments in Financial Services" (Acuerdo de compromisos en servicios financieros) integra las disposiciones del GATS. Dicho acuerdo tiene una cláusula de inmovilidad, en la medida en que sólo se aplica a medidas no resueltas en el GATS. Contiene varias disposiciones importantes para limitar y reducir los monopolios, trato nacional y de nación más favorecida en relación con la compra y adquisición de servicios financieros por parte de las entidades

públicas y trato nacional en relación al sistema de pagos y obligaciones de un país. El derecho a establecerse y expandirse en territorio extranjero y la eliminación de medidas no-discriminatorias que impiden el acceso a los mercados, son también fundamentales.

Las disposiciones del GATS sobre resolución de conflictos y su aplicación, siguen una serie de pasos. Primero hay una propuesta para compensación hacia la parte que infringe la disposición. Si no se tiene respuesta, el asunto puede someterse a todos los signatarios del GATS como una recomendación. Los signatarios pueden autorizar conjuntamente que se suspenda la aplicación del GATS a un miembro o bien definir un mecanismo de ajuste y compensación mutuamente satisfactorio en el caso de varias infracciones. Sin embargo, parece ser un mecanismo que busca un enfoque de mayor consulta mutua y cooperación que las medidas anti-dumping y anti-proteccionistas del GATT.

Puede observarse, por tanto, que el trato nacional del GATS, sus mecanismos de acceso a mercados y su cláusula sobre la participación de los países en desarrollo, lo distinguen de lo contenido en el ABLC. Incluso el que se obligue a los países miembros a señalar limitaciones a las disposiciones generales del GATS, puede permitir que se observe claramente el compromiso de cada signatario con la liberalización progresiva.

### **La regulación internacional del sector bancario**

La desreglamentación del sector bancario en diferentes países, se ha visto acompañada de intentos de coordinar la regulación de los bancos activos internacionalmente. Un conjunto de reglas comunes está emergiendo como resultado del llamado Acuerdo de Basilea, supervisado por el Banco de Acuerdos Internacionales (BIS=Bank for International Settlements). Bajo el acuerdo de Basilea los bancos de los países miembros deben llenar ciertos requisitos de capital mínimo y acatar señalamientos en cuanto a riesgo. El efecto final de la aplicación de la normatividad del acuerdo debería ser la convergencia de los perfiles de capital y riesgo de los bancos internacionales. A continuación, analizamos los rasgos sobresalientes del tratado y su posible impacto en el sistema bancario canadiense.

### **El Acuerdo de Basilea**

Aunque está registrado como un banco comercial suizo el BIS es, en la práctica, un Banco Central de bancos centrales.<sup>7</sup> Las recomendaciones del Comité de Regulación Bancaria y Prácticas de Supervisión del BIS han sido adoptadas por los miembros y constituyen el Acuerdo de Basilea, cuya meta de aplicación es 1992.

Los requerimientos de capital que se incluyen en el acuerdo, definen componentes mínimos de capital dedicado a diferentes funciones al interior de las bancos activos inter-



nacionalmente. Específicamente se señala que la base de capital debe dividirse en dos niveles. El capital de nivel 1 es el capital accionario pagado y las acciones comunes, así como las reservas probadas. El capital del segundo nivel consiste en las reservas no probadas, las provisiones y las reservas para pérdidas en préstamos, las reservas de revaluación de activos, instrumentos híbridos de capital (por ejemplo acciones preferentes, bonos convertibles) y la deuda a plazo subordinada. El capital de nivel 2 no puede exceder el 50 por ciento del capital total y la deuda a plazo subordinada no debe exceder el 50 por ciento del capital del nivel 1. Además, los activos con riesgo del capital de nivel 2 se descuentan en proporciones que van de un 20 a un 55 por ciento. Así por ejemplo, las reservas no probadas tienen un límite máximo del 2 por ciento de los activos de riesgo y las reservas que incluyen ganancias no realizadas latentes en la cartera de valores, se descuentan al 55 por ciento.

Adicionalmente, las recomendaciones del BIS le asignan diferentes ponderaciones de riesgo a los activos, tanto los representados en el balance del banco como fuera del mismo. La ponderación de riesgo toma en cuenta la variabilidad de los activos individualmente considerados, dependiendo del riesgo asociado a los emisores originales del activo y las obligaciones concurrentes. Entre los elementos del balance no hay descuento por riesgo para la tenencia de efectivo, los préstamos con respaldo en efectivo, los préstamos a bancos centrales, a los gobiernos de la OCDE y sus bancos centrales. Los préstamos al sector privado y a las compañías de negocios tienen una asignación de riesgo del 100 por ciento. Factores de riesgo de entre 10 y 50 por ciento se le asignan a otros tipos de activos de acuerdo con una clasificación preestablecida, si bien en algunos casos son determinados discrecionalmente por el país en el cual el banco está incorporado.

Las razones de riesgo ponderadas basadas en los factores de riesgo arriba descritos, permiten hacer comparaciones internacionales del riesgo asociado a bancos de operación internacional independientemente de su país sede. La base de capital resultante y la convergencia de riesgo entre bancos, elimina la necesidad de una regulación nacional. No se espera que sea difícil para los bancos canadienses Clase I cumplir con los requerimientos de capital y los perfiles de riesgo.

## **VI. Regulación internacional de los mercados de valores**

En esta sección se analizan dos acuerdos: el tripartito Sistema Multi-Jurisdiccional de Información (MJDS) entre la OSC, la Comisión de Valores de Quebec y la Comisión de Bolsas de Valores (SEC) y las propuestas multilaterales diseñadas por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

## El Sistema Multi-Jurisdiccional de Información (MJDS)

El MJDS abarca las jurisdicciones de la Comisión de Valores de Ontario (OSC), la Comisión de Valores Mobiliarios de Quebec y la Comisión de Bolsas de Valores (SEC) de Estados Unidos. Busca facilitar las ofertas de compra y las intenciones de compra en aquellos casos en donde las operaciones incluyen acciones en cualquiera de las tres jurisdicciones. Bajo sus disposiciones, los emisores que desean ofrecer derechos de propiedad en sus acciones, pueden presentar documentos preparados de acuerdo con las normas de la jurisdicción a la que pertenecen en las restantes.

Para el caso de las ofertas de compra, el sistema sólo se puede emplear si el porcentaje de acciones del tipo deseado de la compañía que está en manos de los accionistas de la jurisdicción desde la que se hace la oferta, no excede del 20 por ciento. Para tener acceso a las disposiciones del MJDS, las compañías deben reunir ciertos requisitos de capitalización y pasar pruebas de flotación de sus acciones en el mercado (*public float tests*).

En su versión actual el MJDS se limita a ser un instrumento de reconocimiento mutuo, sin llegar a una armonización real de reglas que gobiernan ofertas de acciones entre diferentes jurisdicciones. Funciona adecuadamente para transmitir información entre jurisdicciones, para la emisión de acciones y consultas similares. Cuando hay fuertes discrepancias en las disposiciones de cada jurisdicción, el MJDS resuelve el problema dando preferencia a la normatividad de la jurisdicción desde la que se hace la operación. Se le ha criticado, empero, por algunos rasgos que complican las transacciones de compra<sup>8</sup> Por ejemplo, el requisito del 20 por ciento arriba mencionado puede dar pie al surgimiento de un escenario en el cual un primer postor tiene derecho al sistema, en tanto un segundo postor de la misma jurisdicción no puede hacer uso del mismo, debido a que en la primera postura se adquirieron acciones que llevan a que la tenencia de acciones en esa jurisdicción rebase el 20 por ciento de las acciones del tipo solicitado.

## Las propuestas de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

Los actuales 63 miembros de la IOSCO se han planteado los siguientes objetivos para la organización: 1) La cooperación entre los miembros para lograr una reglamentación mejor, tanto nacional como internacional, para tener mercados justos y eficientes; 2) el intercambio de información entre los miembros para mejorar sus respectivos mercados; 3) el establecimiento de normas y estándares para las operaciones internacionales de valores, y 4) la aplicación de estas normas y estándares.

En la primera fase se han seleccionado los siguientes aspectos para establecer y aplicar normas: sistemas de información periódica, información que se adjunta a los docu-

mentos de oferta de compra y mínimos de adecuación de capital para las empresas bursátiles.

Un estudio de IOSCO de 1989 analiza los requisitos de información periódica vigentes en 14 países miembros y en la Comunidad Europea<sup>9</sup>. Según éste, hay una gran similitud en las categorías generales de información requeridas en los países miembros. Tales categorías incluyen una descripción de sus actividades, su segmento industrial y sus subsidiarias, la legislación vigente, el marco fiscal y cambiario y un análisis de las condiciones financieras y resultado de operación, así como los directores y ejecutivos. Las exigencias específicas de información en relación con cada una de las categorías, presenta una gran variabilidad entre los miembros de IOSCO. Estados Unidos parece ser el país más exigente en materia de requerimientos de información periódica y de ofertas de compra, pero es laxo en cuanto a información sobre riesgo cambiario.

Los requisitos canadienses de información se asemejan mucho a los estadounidenses. Aun en el caso en que la ley no requiere que se publique cierta información específica, es frecuente que ello ocurra de todas maneras, según la costumbre. Por lo tanto, si IOSCO adoptara las normas estadounidenses de información como base para las reglas internacionales, los emisores canadienses no tendrían problemas para ajustarse a ellas.

En el caso de los requisitos de información que debe acompañar a una oferta internacional, las propuestas de la IOSCO tienden, al menos por ahora, a buscar el reconocimiento mutuo entre países miembros. Así, un emisor de un valor internacional sólo necesita cumplir con las disposiciones de su país sede, siempre y cuando sea un número pequeño de inversionistas el que participe de la oferta. A largo plazo, sin embargo, se espera diseñar normas comunes para los documentos de oferta, así como para los procedimientos necesarios para completarla.<sup>10</sup>

La Directiva para Adecuación de Capital (CAD=Capital Adequacy Directive) de las Casas de Bolsa que propone IOSCO, es muy similar a la del BIS. Con respecto al riesgo por la posición accionaria, CAD requiere un 8 por ciento de capital contra el riesgo general (descontando las posiciones cortas y largas de acciones) y un 4 por ciento de capital contra riesgos específicos<sup>11</sup> (exposición global, sumando posiciones cortas y largas). Las casas de bolsa han planteado que tales porcentajes son excesivos, lo que les impide ser competitivas frente a corredores de bolsa que son sucursales de bancos comerciales. Otro punto central en el debate sobre los requisitos de capital en casas de bolsa, es la definición de lo que constituye el capital. En ninguno de los dos aspectos se ha llegado a una solución.

## **VII. El escenario emergente: algunas observaciones e implicaciones**

Varios aspectos de las regulaciones canadienses y de los esfuerzos multilaterales de armonización, deben ser señalados a la luz de estas reflexiones.

Es, sin duda, alentador el que se haya creado la infraestructura requerida para lograr una armonización real de reglas tanto al interior de Canadá como entre Canadá y cualquier otro país.

No se puede negar, sin embargo, que persisten incompatibilidades en aspectos clave y áreas problemáticas. Al interior de Canadá subsiste un problema de falta de uniformidad entre algunas disposiciones federales y su contraparte provincial, así como entre éstas y su contraparte provincial. Tales diferencias no parecen tender a disminuir en el corto plazo.

Los acuerdos internacionales, por su parte, han surgido como pactos de reconocimiento mutuo. De esta manera, los tratados internacionales rigen a las transacciones financieras internacionales a partir del origen e identidad de los agentes involucrados, más que de la naturaleza de las transacciones y de sus efectos sobre los mercados y los participantes. Básicamente, los acuerdos permiten a quienes intervienen en el mercado internacional seguir las normas de sus países para operar en otros. Algunas disposiciones en los acuerdos tienden a restringir el comercio de servicios financieros, atentando contra sus objetivos básicos. Otras normas dan trato diferente a los agentes de un país, poniéndolos en una situación ventajosa o desventajosa en relación con los demás.

Una auténtica armonización de reglas entre diferentes jurisdicciones, requiere que las disposiciones resultantes propicien un mismo efecto, independientemente del domicilio de los agentes participantes que no es el caso actual.

Consideramos necesario apartarse del enfoque de reconocimiento mutuo, si bien no es tan extremo como el enfoque de corte europeo de armonización legislativa. En el modelo que proponemos se deben establecer normas mínimas o máximas para ciertos parámetros clave, tales como el tamaño, la estructura de propiedad (nacional y extranjera, pública o cerrada, accionistas institucionales o individuales) y el medio geográfico en el cual opera una institución/agente financiero. A partir de estas normas mínimas algunas instituciones y participantes deben ser sujeto de las normas locales, en tanto a otros se les deberá aplicar la legislación armonizada.

Dicha legislación les quitaría restricciones y protección conferida por la legislación local en operaciones internacionales y les permitiría actuar y ser tratadas como entidades trans-jurisdiccionales.

## **Resumen y conclusiones**

En este informe hemos analizado la reglamentación canadiense que rige los servicios y mercados financieros. Además, hemos descrito las disposiciones reglamentarias para servicios y mercados financieros en los acuerdos multilaterales de los que Canadá es signatario. Se han intentado identificar áreas en las cuales la reglamentación canadiense es compatible con los acuerdos multilaterales, así como señalar aquellas en las cuales hay conflicto.

En términos generales, la reglamentación canadiense se ajusta bastante bien al espíritu de los acuerdos que hemos analizado. Los problemas de armonización de la reglamentación canadiense en relación con la de otros países, no son muy diferentes a los observados al estudiar el proceso de armonización de normas federales y provinciales al interior de Canadá. La diferencia fundamental reside en la forma en que las incompatibilidades se resuelven en la práctica. En el caso de la reglamentación provincial y federal en Canadá, han sido las cortes las que han mediado en los conflictos, basándose en la Constitución interna. Debido a que no existen tales cortes ni una Constitución en el caso de los acuerdos internacionales, los signatarios se han ajustado al principio de reconocimiento mutuo cuando la legislación nacional entra en conflicto con la de terceros, e incluso en el caso en que ambas sean contradictorias e incompatibles.

Sostenemos que es poco probable que, a largo plazo, el mutuo reconocimiento pueda resolver estos conflictos e incompatibilidades, por lo que se requiere desarrollar un enfoque diferente que no necesariamente es el de la armonización legislativa. Una posibilidad es la de clasificar a los agentes y transacciones a partir de una serie de parámetros básicos y someterlos a la legislación nacional o internacional según su clasificación, pero no a ambas simultáneamente. Los parámetros básicos clasificarían el ámbito de las transacciones y los agentes a partir de rasgos característicos tales como el tamaño, la estructura de propiedad y el alcance geográfico de sus actividades.

**Notas**

1 Se usa el término jurisdicción en el sentido de región en la cual un régimen jurídico prevalece. N.del T.

2 Los cuatro pilares, claramente diferenciados y separados eran la actividad bancaria, la de depósito, las aseguradoras y los bancos de inversión.

3 Los bancos tampoco podrán tener más de un 10 por ciento de las acciones de una empresa manufacturera.

4 Philip Anisman, "Proposal for a securities market law for Canada", Vol I, II y III, Ministry of Supplies and Services, 1979.

5 Roppel hace esta observación en el contexto de la regulación de las transacciones con acciones. La observación es igualmente aplicable a la armonización de cualquier conjunto de reglas en cualquier par de mercados bajo jurisdicción diferente.

6 Para una discusión de las ventajas y desventajas del reconocimiento mutuo y de la armonización legislativa en el caso europeo en 1992, véase Hopt [1992]. Para una discusión similar en el marco de la MJDS, véase Claxton, Foulkes y Ottenbreit [1989].

7 Los 28 accionistas del BIS incluyen a los bancos centrales de Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Bulgaria, Canadá, la antigua Checoslovaquia, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Gran Bretaña, Grecia, Holanda, Hungría, Irlanda, Islandia, Italia, Japón, Noruega, Polonia, Portugal, Rumania, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Turquía y la antigua Yugoslavia. Además, se designa al Citibank de Nueva York como representante de los votos que se le confirieron originalmente a Estados Unidos. La Reserva Federal de ese país vendió sus acciones al público para evitar que su participación en un banco comercial creara conflictos de intereses. Sin embargo la Reserva Federal participa activamente en el BIS, como miembro de sus comités.

8 Véase Claxton, Foulkes y Ottenbreit [1989]; Bloomenthal [1990]; Hudec y Jenkins [1991]; Roppel [1991].

9 Véase "A comparative analysis of disclosure regimes", IOSCO Publicaciones, septiembre de 1991.

10 Véase "International equity offers," septiembre de 1989 e "International equity offers: Changes in regulations since April 1990", IOSCO Publicaciones, septiembre de 1991.

11 Véase "Capital adequacy standards for securities firms", informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 1989.

## Bibliografía

Bloomenthal, Harold S., [1990], "The Multi-Jurisdictional disclosure system", Securities and Federal Corporate Law Report, noviembre-diciembre de 1990.

Claxton, Edward B., Hilary S. Foulkes y Kenneth G. Ottenbreit [1989], "Multi-Jurisdictional disclosure system: A practitioners view", *International Financial Law Review*, octubre de 1989.

Edwards, Franklin R. y Hugh T. Patrick [1992] (compiladores), "Regulating international financial markets: Issues and policies", Kluwer Academic Publishers, 1992.

Hopt, Rlaus J. [1992], "Legal harmonization on the way to Europe 1992: Banking and capital markets", *Banking and Finance Law Review*, 4 B. F. L. R., 1992.

Hudec, Al y Bill Jenkins [1991], "Canada-U. S. cross-border offerings", *Business and the Law*, julio de 1991.

Johnson, Hazel F., "Financial Institutions and Markets A Global Perspective", McGraw-Hill, Inc., 1993.

Roppel, Mark [1991], "Regulation of international securities transactions: The proposed Canada-U. S.", en "Multi-Jurisdictional disclosure system", *op. cit.*, julio de 1991.

Otras fuentes de información (los cinco primeros textos se pueden obtener de CCH Publications): Canada Business Corporations Act; Ontario Business Corporations Act; Ontario Securities Act; The Canada-U. S. Free Trade Agreement; The North American Free Trade Agreement; The Basle Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices; Publicaciones de la International Organization of Securities Commission.





## **Parte B. Problemas en la regionalización financiera**



# **LOS REGLAMENTOS Y LAS INVERSIONES FRONTERIZAS DESPUÉS DE LA ENTRADA EN VIGOR DEL TLC: UNA PERSPECTIVA CANADIENSE\***

**Denis Chaput**

## **Introducción**

La armonización de los sistemas financieros en América del Norte ocurrirá, principalmente, por la necesidad que tiene Estados Unidos de efectuar reformas sustanciales en su sistema financiero, a fin de responder de manera más agresiva a la competencia bancaria internacional y al significado estratégico que adquirirá el mercado financiero europeo en el futuro. Las estrategias que implementen las instituciones en relación específica con el Tratado de Libre Comercio (TLC) de América del Norte, tendrán un impacto positivo, aunque secundario, sobre la integración financiera de esta zona.

Si bien el TLC representa un paso hacia la liberalización comercial en los servicios financieros, es más bien y de manera evidente, un intento de dirigir el comercio internacional y la inversión en los servicios financieros. El TLC de América del Norte deja sin modificaciones varias barreras reguladoras de la inversión extranjera directa en los tres países. Al dar un reconocimiento formal a las barreras más importantes, dicho acuerdo proporciona un conjunto de argumentos potenciales que probablemente formen parte de las futuras resoluciones de conflictos sobre el comercio y la inversión en servicios financieros. Al igual que antes, las oportunidades para realizar inversiones extranjeras directas serán condicionadas por diferencias importantes de tamaño, estructura y de concentración entre los tres mercados financieros.

No cabe duda de que el alto grado de crecimiento que se pronostica para el sistema bancario mexicano, así como las principales reformas para promover la consolidación del sistema financiero en Estados Unidos, incrementarán las oportunidades en el mercado. No obstante, las presiones creadas por los costos más altos, la necesidad de satisfacer las nuevas normas basadas en el capital y los déficit en la balanza de pagos, continuarán limitando los recursos financieros disponibles a los bancos de América del Norte, para realizar inversiones directas en el extranjero a corto plazo. Por ende y pese a las crecientes oportunidades de mercado, las inversiones intensivas en capital, por ejemplo en servicios bancarios para el consumidor son, en el corto plazo, el conducto menos probable de penetración de mercado por parte de extranjeros, con la posible excepción de los poquísimos bancos canadienses y estadounidenses que estarían en condiciones de expandir sus limitadas operaciones extranjeras para el consumidor en Norteamérica --tales como el Citibank y el Bank of Montreal. Con el respaldo de adelantos tecnológicos y la tendencia hacia el financiamiento directo, el comercio internacional en los servicios financieros corporativos e institucionales en todo el continente, en contraposición con las grandes inversiones directas, será la fuerza motriz de la integración financiera de América del Norte. El presente trabajo propone una breve discusión sobre estas temáticas.

## **I. La integración y los reglamentos gubernamentales duales**

En México, la regulación de los servicios financieros se rige exclusivamente a nivel federal. En Canadá, los bancos se encuentran bajo la jurisdicción federal y las sociedades de valores bajo jurisdicción provincial. No existe una ley nacional de valores. En Estados Unidos, los bancos tienen acceso a un sistema dual-estatal y federal--si bien más del 90 por ciento de los activos de los bancos nacionales está en manos de sociedades tenedoras bancarias, que también se rigen de acuerdo con las leyes federales.

Por otra parte la industria de los valores responde, en gran medida, a las leyes federales. Pese a la autoridad de los gobiernos provinciales sobre la industria de los valores en Canadá, la armonización de los reglamentos que rigen los valores y el régimen cambiario, así como la integración de los mercados de capitales entre Canadá y Estados Unidos, es mucho más amplia que la que existe para la regulación de las instituciones financieras.<sup>1</sup>

En la industria de los seguros, casi todas las compañías dentro de Estados Unidos son reguladas a nivel estatal, mientras que en Canadá las compañías operan principalmente bajo concesiones federales. Por consiguiente, en comparación con la regulación gubernamental de la industria de los valores que existe en estos dos países, se encuentra la disparidad opuesta en la regulación de las compañías aseguradoras. La industria de los seguros,

que en gran medida no fue afectada por el Tratado de Libre Comercio entre Canadá y Estados Unidos, ahora forma parte del capítulo del acuerdo trilateral de América del Norte, que abarca los servicios financieros. Esta industria se sujeta al principio de trato nacional, tal como se aplica en el nuevo tratado.

De acuerdo con lo estipulado en el TLC de América del Norte, el principio del trato nacional se relaciona no sólo con el establecimiento sino también con la adquisición, expansión, operación y venta de inversiones en instituciones financieras.<sup>2</sup> Esta manera de abordar la cuestión del trato nacional es prospectiva y se relaciona con los reglamentos y enmiendas que se implementen en el futuro, con excepción de unas concesiones de desmantelamiento para las adquisiciones de instituciones financieras domésticas por parte de extranjeros, que Canadá aceptó como parte del TLC entre Canadá y Estados Unidos. Por consiguiente ni el tratado entre Canadá y Estados Unidos, ni el acuerdo que incluye a México, requieren que los gobiernos locales eliminen los impedimentos a la integración del mercado financiero doméstico que son causados por sus reglamentos.

Como lo expondré más adelante, las principales prácticas restrictivas a nivel estatal en Estados Unidos se refieren a los límites en la expansión geográfica de los bancos extranjeros mediante el establecimiento de sucursales y la adquisición de bancos. En Canadá, si bien no existe restricción en relación con el establecimiento de nuevas instituciones financieras por extranjeros, algunas provincias restringen las adquisiciones por extranjeros de instituciones financieras propiedad de canadienses que operan de acuerdo con una concesión provincial. Por ejemplo, existe un límite de un 30 por ciento a la adquisición de acciones con derecho de voto por extranjeros, en el caso de las instituciones financieras constituidas en Quebec. México introdujo una regla similar en 1989, la cual seguirá en vigor bajo el TLC de América del Norte, a fin de permitir la participación minoritaria por parte de extranjeros en los bancos comerciales y en las sociedades de valores constituidos en México.

Al contrario de lo que sucedió con el Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos y Canadá, el nuevo Tratado de Libre Comercio de América del Norte limita el poder de los gobiernos estatales y provinciales para introducir *nuevos* reglamentos que no sean acordes con el principio del trato nacional.<sup>3</sup> No obstante, según lo estipulado en el TLC de América del Norte, los gobiernos centrales y locales podrán renovar y enmendar cualquier medida restrictiva existente, siempre que no disminuyan la conformidad de la medida con el tratado de libre comercio.

## II. La integración y las estructuras corporativas de las instituciones financieras

Como lo demuestra la experiencia europea, la armonización de las estructuras y actividades corporativas de las instituciones entre los países promueve la integración de los mercados financieros. Los bancos de Francia, Alemania, Italia, Suiza y los Países Bajos operan bajo estructuras corporativas similares y tienen poderes similares. <sup>4</sup> A diferencia del principio de la reciprocidad de espejo (*mirror reciprocity principle*) que propugna la Comunidad Europea, la manera de abordar el "trato nacional" que contienen los dos tratados de libre comercio (entre Estados Unidos y Canadá, y entre Estados Unidos, Canadá y México), ofrece pocos alicientes para armonizar los marcos reguladores de los países interesados.

Los marcos reguladores que existen en Canadá y México permiten mucha más integración de los servicios financieros, que los que existen en Estados Unidos. En ambos países el problema de la integración se aborda mediante una compañía tenedora financiera, concepto que fue introducido en México en 1990 y en Canadá en 1992. No obstante, ningún banco de propiedad canadiense existente puede ser adquirido por una compañía tenedora, dado que a nadie se le permite tener más del 10 por ciento de las acciones con derecho de voto de un banco propiedad de canadienses. Aquí, la integración se logra a través de las subsidiarias bancarias. En México se permite que el grupo realice colocaciones cruzadas (*cross marketing*) de servicios financieros. En cambio en Canadá, a los bancos no se les permite distribuir productos de seguros a través de su red de sucursales, aunque sean dueños de una compañía aseguradora. Existe un conjunto importante de reglas en Canadá que aborda el problema de los conflictos de intereses y la "venta vinculada" (*tied selling*) de productos financieros.

En Estados Unidos es bien sabido que surgen los límites a la integración de los servicios financieros, principalmente a partir de los reglamentos que prohíben que las compañías tenedoras bancarias sean dueñas de compañías aseguradoras o de casas de valores que garanticen valores corporativos. También existen otras reglas o los llamados "muros contrafuegos" (*firewalls*, es decir, protección contra una difusión de quiebras) más restrictivas que las existentes en Canadá y México, las cuales aíslan a los bancos de su sociedad matriz y de sus filiales dentro de una compañía tenedora bancaria.

En enero de 1991, el presidente estadounidense George Bush envió una propuesta al Congreso para reformar el sistema financiero. Esta propuesta, que fue rechazada por el Congreso de Estados Unidos, recomendaba la plena integración a través de compañías tenedoras de servicios financieros. Una parte principal de tal iniciativa provenía de la industria aseguradora, cuyo sistema tradicional de distribución se hubiera visto altamente afectado por reformas que permitieran la banca a nivel nacional y organizaciones financie-

ras que ofrecieran una gama completa de servicios. No obstante, es probable que el resultado final de las reformas financieras en Estados Unidos produzca estructuras corporativas similares entre las instituciones financieras de la subregión norteamericana, aunque este resultado no se dará en el corto plazo, como lo demuestra el debate que duró más de un año en el Congreso estadounidense sobre el plan que había enviado el presidente Bush.

En Estados Unidos los bancos canadienses pueden comerciar con valores emitidos por el gobierno de Canadá, incluso valores emitidos por gobiernos locales o por compañías estatales canadienses, los cuales fueron eximidos de las prohibiciones de la Ley Glass-Steagall en el Tratado de Libre Comercio entre Canadá y Estados Unidos. En años recientes, a unos cuantos bancos estadounidense, por ejemplo J. P. Morgan, Security Pacific, Citicorp y Chase Manhattan, se les permitió garantizar valores corporativos. También se otorgaron poderes corporativos de valores limitados a algunos bancos extranjeros, por ejemplo al Bank of Montreal y a Barclay's Bank.<sup>5</sup> En el caso de este último, el hecho de que Londres sea uno de los tres mercados de capitales más importantes del mundo, debe haber influido en la decisión que tomó la Junta de la Reserva Federal. Reiteradamente, Estados Unidos ha canjeado prebendas bancarias por privilegios de valores con Gran Bretaña y Japón. Pero después de Maastricht,<sup>6</sup> esta táctica tendrá un valor limitado para Estados Unidos en su esfuerzo por restringir a los bancos universales de la Europa continental, al principio del trato nacional en sus negociaciones sobre el acceso recíproco a mercados. El muro que existe entre los valores bancarios y los corporativos, se desmorona paulatinamente. No obstante, los poderes que se otorgan a los bancos extranjeros y norteamericanos de manera individual, a diferencia de los cambios reguladores formales, conllevan una integración progresiva de los servicios financieros en Estados Unidos, lo cual no garantiza una extensión no discriminatoria del trato nacional a favor de los bancos canadienses y mexicanos.

En tal contexto, el trato nacional en la subregión de América del Norte se traduce en que a los bancos estadounidenses se les conceda poderes mucho mayores en Canadá y México, mientras que los bancos mexicanos y canadienses tendrán acceso al mercado estadounidense, que es mucho más grande, con poderes que continúan siendo más limitados que los que existen en sus mercados domésticos. La ventaja competitiva que potencialmente tenían las estructuras corporativas canadienses y mexicanas frente a las instituciones financieras, se hubiera podido concretizar en el mercado estadounidense sólo bajo el principio de reciprocidad. Bajo tal principio, obviamente, el valor del acceso a Estados Unidos hubiese sido mucho mayor que el valor de un acceso similar para los bancos estadounidenses a Canadá y México.

Desde diciembre de 1991, a raíz de la aprobación de la Ley de 1991 para el Aumento de la Supervisión a los Bancos Extranjeros, la expansión de los bancos extranjeros así como su entrada inicial a Estados Unidos deben ser aprobadas por la Junta de la Reserva Federal. Ahora cada banco extranjero debe demostrar la calidad de la supervisión y

de los reglamentos que existen en su país de origen.<sup>7</sup> Esta regla, que fue introducida principalmente como reacción al escándalo del Banco de Crédito y Comercio Internacional (BCCI), aporta una nueva dimensión al concepto del trato nacional y de la reciprocidad para todos los bancos extranjeros que operan en el mercado estadounidense. El trato nacional entra en vigor sólo si la Junta de la Reserva Federal determina que la calidad de la supervisión y de los reglamentos bancarios en el país de origen, son adecuadas.

Según los términos de esta ley, los bancos extranjeros que ya estaban establecidos en Estados Unidos no adquirieron derechos de exención, pero sí quedan expuestos a los poderes que tiene la Junta de la Reserva Federal para clausurar las operaciones bancarias en Estados Unidos de un banco extranjero, de acuerdo con lo adecuado que resulte el sistema regulador del país de origen. Se antoja un tanto contradictorio que Estados Unidos haya introducido este nuevo requisito para la entrada de los bancos extranjeros, pese al reconocimiento generalizado de que la alta carga reguladora que se impone a las instituciones financieras estadounidenses representa una clara desventaja competitiva y que ha producido uno de los peores historiales --si no el peor-- de quiebras bancarias en el mundo occidental. Este requisito contrasta de manera significativa con los principios de reconocimiento mutuo de los sistemas reguladores y de los reglamentos de los países de origen, que usa la Directiva Bancaria Europea para desarrollar un mercado financiero común en Europa.

Durante las negociaciones de ambos acuerdos de libre comercio, Estados Unidos ejerció fuertes presiones sobre Canadá y México para que permitieran a los bancos estadounidenses establecer sucursales extrafronterizas directamente.<sup>8</sup> Actualmente Estados Unidos requiere que los bancos extranjeros que todavía no estén aceptando depósitos garantizados por la Corporación Federal de Garantías de Depósitos (FDIC) provenientes del público, establezcan una subsidiaria antes de poder tener acceso a éstos. Sobre este tema, hay algún tipo de trato nacional entre Estados Unidos y muchos otros países como Canadá. Por un lado, los depósitos locales de subsidiarias de bancos estadounidenses en Canadá no están oficialmente asegurados por la FDIC, pero sí lo están bajo el sistema canadiense de seguros para los depósitos. Por otro lado, los depósitos que tiene la subsidiaria de un banco canadiense en Estados Unidos pueden ser asegurados por la FDIC. Requerir que los bancos extranjeros establezcan una subsidiaria, es una medida idéntica a los reglamentos canadienses y mexicanos salvo que en Canadá y México se necesita una sola sucursal extranjera para expandirse al resto del país.



### III. La integración geográfica y la banca a nivel nacional

Durante la década de los ochenta, la mayor parte del incremento en activos de bancos extranjeros en Estados Unidos provino de las ventas de préstamos realizadas por bancos estadounidenses. A fines de 1988, los bancos extranjeros representaban el 28 por ciento de las transacciones interbancarias (*wholesale banking*) que se realizaron en Estados Unidos. También representaron el 53 por ciento de las cartas de crédito contingentes expedidas a clientes estadounidenses.<sup>9</sup> Su presencia en las operaciones bancarias para el consumidor, es insignificante. La expansión geográfica de los bancos extranjeros se limita en gran medida a los estados de Nueva York y California. Si bien no hay límite a la expansión geográfica de los bancos estadounidenses y mexicanos en Canadá, hay una desreglamentación progresiva de las operaciones bancarias interestatales en Estados Unidos la cual, por lo general, no es disponible para los bancos extranjeros.

En 1975, el estado de Maine fue el primero en permitir la banca interestatal. En 1993, diez años después de la primera adquisición bancaria interestatal, casi todos los estados permiten algún tipo de banca bajo esa modalidad. La banca interestatal afecta a organizaciones bancarias --y no a los clientes bancarios--, dado que no existe aún una banca extraestatal que ofrezca una gama completa de servicios bancarios para clientes.<sup>10</sup>

A pesar de la creciente desreglamentación de la banca interestatal, existen al respecto importantes convenios regionales de reciprocidad --por ejemplo en Nueva Inglaterra y el sureste-- que excluyen a los bancos de los estados más grandes tales como Nueva York, California o Illinois. Dado que los bancos extranjeros deben escoger un estado para su entrada al mercado estadounidense, en conformidad con los requisitos de la Ley Bancaria Internacional de Estados Unidos (1978) a muchos bancos se les impide, de hecho, expandir sus operaciones a algunos mercados regionales. Todos los bancos propiedad de canadienses, salvo uno, escogieron a Nueva York como su estado de adopción debido a su importancia como centro financiero internacional.

El Acuerdo de Libre Comercio entre Canadá y Estados Unidos, así como la Ley sobre la Banca Internacional de 1978, concedieron la exención por derechos adquiridos a todas las operaciones bancarias interestatales canadienses que hubiesen sido establecidas antes de octubre de 1987. Aun así, esta medida no otorga protección a los bancos canadienses del impacto de la exclusión a bancos extranjeros, estipulada en algunos reglamentos estatales.

El trato nacional prevalece en todo el país para los bancos canadienses y mexicanos y, en alguna medida, para los bancos extranjeros de acuerdo con la Ley Bancaria Internacional de 1978. No obstante, muchos gobiernos estatales prohíben de nuevo la banca interestatal y aplican el principio de reciprocidad en sus reglamentos relativos al

acceso de mercado, por parte de bancos extranjeros. Esto provocó represalias de otros países, entre ellos Japón, que rechazó conceder permiso para que los bancos con sede en Texas establecieran sucursales en Tokio, porque Texas no permitía el establecimiento de sucursales de bancos extranjeros.

Finalmente, debido a varios reglamentos estatales y federales, la expansión de la banca interestatal dentro de Estados Unidos se da mediante adquisiciones por compañías tenedoras bancarias y a través de las filiales, y no mediante el establecimiento de sucursales. El establecimiento de sucursales a nivel nacional tal como es permitido por los reglamentos canadienses, evita la costosa duplicación de personal administrativo y de gastos fijos, a la vez que permite la diversificación geográfica de los activos bancarios.<sup>11</sup> En 1985, el presidente del Chemical Bank calculó que si los bancos estadounidenses, mediante el establecimiento de sucursales a nivel nacional, pudieran alcanzar la misma relación entre sus gastos de operación y sus activos que la lograda por los bancos canadienses, ahorrarían unos 21 mil millones de dólares, monto que es más alto en un 25 por ciento que las utilidades, después de deducir impuestos, de toda la banca estadounidense en 1983.<sup>12</sup>

A diferencia del mercado canadiense, el mercado estadounidense de servicios bancarios para consumidores está y continuará estando fragmentado, por lo menos a nivel regional, durante muchos años más pese a la reducción continua del número de bancos. Además, las empresas financieras no bancarias en Estados Unidos tienen mayor libertad que los bancos para expandirse más allá de las fronteras estatales. Estas empresas están en condiciones de crear una fuerte competencia nacional en los servicios financieros que pueden ser financiados directamente en el mercado de capitales, a través de la conversión de activos financieros en valores o con instrumentos financieros tradicionales. Por ejemplo, la filial financiadora de automóviles de General Motors, que es solventada en gran medida con papeles a corto plazo, opera con una red de más de 35,000 salidas en Estados Unidos, mientras que ningún banco cuenta con una red igualmente extensiva. La competencia proveniente de las instituciones no bancarias, las oportunidades de mercado, el capital bancario limitado, así como los reglamentos poco flexibles, restringirán a los bancos canadienses y mexicanos a una penetración regional del mercado estadounidense en servicios bancarios para consumidores y en financiamiento para empresas pequeñas --en la región de los Grandes Lagos y Nueva Inglaterra para los bancos canadienses; Texas y el sur de California para los bancos mexicanos.<sup>13</sup> Los bancos japoneses, los cuales tienen más de la mitad de los activos de todos los bancos extranjeros en Estados Unidos, también limitan su penetración geográfica en gran medida al estado de California, donde cuentan con una red de más de 400 sucursales.

#### **IV. Oportunidades de mercado iguales y diferencias en el tamaño y la concentración del mercado**

La principal característica del TLC de América del Norte con respecto a los servicios financieros, es que garantiza el derecho de establecer instituciones financieras provenientes de Norteamérica en los tres países. Dicho derecho continúa siendo un complemento importante y, con frecuencia, necesario para el comercio internacional en los servicios financieros. Al igual que en Estados Unidos, en Canadá no existe ninguna restricción basada en el tamaño dado que, bajo el TLC de América del Norte, las instituciones financieras estadounidenses y mexicanas quedan exentas de las medidas que aplica Canadá a los bancos extranjeros. Con el TLC de América del Norte, México adoptó un reglamento similar al que introdujo Canadá en 1989 frente a los bancos extranjeros. Dicho reglamento limita la participación de mercado de los bancos canadienses y estadounidenses en México a topes crecientes del 8 por ciento, 15 por ciento y 25 por ciento durante un periodo de transición de más de diez años. México también ha fijado un límite de tamaño individual a cada participación extranjera en el mercado financiero mexicano. Es muy probable que este límite individual, que podrá aplicarse durante el periodo de transición, resultará más restrictivo que el tope a la participación total de mercado.<sup>14</sup>

De acuerdo con la experiencia de Canadá en relación con la regulación de la participación de mercado de los bancos extranjeros, hubiese resultado más apropiado para México limitar el tamaño de cada institución extranjera exclusivamente mediante la aprobación de capital autorizado. Sin implementar la restricción formal de un límite en el tamaño de cada banco individual, Canadá aprovechó su capacidad de negociación aprobando incrementos en el capital autorizado de los bancos extranjeros de acuerdo, principalmente, con su desempeño en áreas en el mercado canadiense donde más se necesitaba la competencia bancaria. Para ese efecto el monto de los créditos de los bancos extranjeros que se concedían a negocios pequeños y medianos, era por lo general el criterio más importante que usaban las autoridades canadienses.

Durante las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de Estados Unidos y Canadá, los bancos canadienses sostuvieron que los poderes más restrictivos que se habían otorgado a sus actividades bancarias en Estados Unidos no les daban oportunidades iguales de mercado, pese a las diferencias en tamaño, concentración y rentabilidad de mercado entre el mercado estadounidense y el canadiense. Las dos partes declararon de manera explícita estar insatisfechas con la conclusión de las negociaciones, principalmente porque no pudieron llegar a un acuerdo sobre el significado de oportunidades iguales de mercado.

Estados Unidos usó dicho concepto en la Ley de Distribuidores Primarios, para abordar el tema de las participaciones de distribuidores extranjeros en el mercado de valo-

res emitidos por el gobierno estadounidense. Resultó relativamente fácil aplicar este concepto a los mercados de valores de la tesorería de otros países. De acuerdo con lo estipulado en el TLC de América del Norte, las consideraciones relativas al tamaño y la rentabilidad del mercado ahora pueden usarse para decidir si una medida concede oportunidades competitivas iguales. Resulta en extremo difícil definir tal concepto para tres mercados bancarios de tamaño, concentración y fragmentación tan diferentes y donde también son distintos la estructura corporativa y los poderes bancarios. Los activos totales de las instituciones depositarias de Estados Unidos, son unas ocho veces mayores que los activos totales de las instituciones depositarias canadienses y unas treinta veces mayores que los activos totales de los bancos mexicanos. Además, las diferencias en el tamaño de los mercados entre los tres países se incrementarán de manera significativa, cuando se extiendan los poderes de valores corporativos a todos los principales bancos estadounidenses. Las instituciones depositarias de Canadá y Estados Unidos representan entre el 40 y el 50 por ciento de los activos que tienen las instituciones financieras. La concentración es alta en Canadá y México. Seis bancos que poseen una red de más de 7,500 sucursales, tienen el 90 por ciento de los activos bancarios en Canadá. En México, seis bancos con una red de 3,000 sucursales tienen más del 75 por ciento de los activos bancarios. Aun así, el mercado bancario está mucho menos desarrollado en México, donde el número de sucursales bancarias per cápita es unas nueve veces inferior al de Canadá y Estados Unidos.

Si se estiman las oportunidades iguales de mercado en términos de dólares, parece ser que los bancos canadienses, luego de una presencia de casi cien años en Estados Unidos, llevan una clara ventaja. Sus activos estadounidenses son unas cinco veces mayores que los activos de los bancos estadounidenses en Canadá. Con pocas excepciones históricas, los bancos extranjeros pudieron entrar al mercado canadiense sólo después de 1980. Empero debido a la diferencia en el tamaño de los mercados, los bancos estadounidense tienen una participación de mercado más alta --alrededor del 3 por ciento-- que los bancos canadienses en Estados Unidos --menos del 2 por ciento. Según lo estipulado en el TLC de América del Norte, el acceso al mercado será evaluado nuevamente y analizado cuando Estados Unidos introduzca medidas que permitan la banca a nivel nacional.<sup>15</sup>

En tal ámbito ¿de qué manera, por ejemplo, se aplicarán los requisitos de la Ley de la Reinversión Comunitaria de Estados Unidos a los bancos extranjeros? ¿Crea esta ley una desventaja para los bancos extranjeros a los que se otorgó el trato nacional?<sup>16</sup> Si es así, ¿es esta desventaja para con los bancos canadienses y mexicanos acorde con las oportunidades iguales de mercado, debido al tamaño mayor del mercado estadounidense? Siguiendo una tradición netamente estadounidense, tal vez sea preferible dejar esta y otras preguntas similares a los abogados quienes, en consulta con los economistas, estarán felices de pasar un buen tiempo dándoles respuesta.

## **V. Intercambios extrafronterizos en servicios financieros y oportunidades de acceso al mercado, mediante inversiones extranjeras directas**

La tecnología es uno de los factores más importantes que determinaron el incremento espectacular de flujos de capitales extrafronterizos en los años ochenta. De 1980 a 1990, el volumen de valores comercializados por extranjeros subió del 9 por ciento al 93 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB) en Estados Unidos; del 7 por ciento al 119 por ciento del PIB en Japón; y del 8 por ciento al 58 por ciento del PIB en Alemania. Los créditos bancarios internacionales pendientes, aumentaron del 4 por ciento del PIB total de los 24 países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en 1980, al 44 por ciento en 1991.

La banca electrónica, la gestión de fondos mutuos de inversión y de pensiones, la custodia de los valores y la manutención de documentos relativos a carteras de inversiones, representan algunos ejemplos de los servicios que se pueden proporcionar de manera extrafronteriza con inversiones extranjeras directas limitadas. Éstos incluyen no sólo los servicios financieros, sino también una amplia gama de servicios técnicos y de gestión para instituciones financieras. Los avances tecnológicos incrementarán la capacidad de los grandes bancos de servicios para consumidores, de las organizaciones de fondos mutuos de inversión y de los gerentes de bancos de inversiones para expandir sus operaciones electrónicamente a lo largo del continente.

En los servicios bancarios, el mercado estadounidense es atendido por aproximadamente 80,000 cajeros automáticos distribuidos entre cien redes. En Canadá, existen siete redes principales que son propiedad separada de los seis bancos más importantes y de una unión de crédito. Las siete redes están conectadas unas a otras en un solo sistema en todo el país. El acceso a las redes extranjeras de cajeros automáticos se está volviendo un asunto importante del comercio internacional. En 1990 el Groupement des Cartes Bancaires, de Francia, rehusó dar acceso a American Express a la red de cajeros automáticos de la Société Générale en Francia, a pesar de un acuerdo para hacer una empresa conjunta entre las dos compañías. American Express, que es un exponente muy activo del libre comercio en los servicios financieros, tiene ahora la plena condición jurídica de un banco en Canadá, si bien todavía no cuenta con el acceso a nivel nacional a la red de cajeros automáticos de los bancos canadienses. Asimismo, si el banco de American Express de Canadá establece una subsidiaria bancaria en México, no está claro que se le permita el acceso a la red mexicana de cajeros automáticos.

Además, los corredores de valores registrados en Canadá, por ejemplo Salomon Brothers, pueden operar en gran medida desde el exterior para comerciar los valores que

están exentos de las leyes y los reglamentos sobre los valores en Canadá, la mayoría de los cuales son valores y papeles comerciales emitidos por el gobierno de ese país.

La tecnología dará cada vez más apoyo a los intercambios extrafronterizos en servicios financieros. Para un número creciente de servicios financieros, el derecho de establecimiento para las instituciones financieras extranjeras asumirá una importancia significativamente diferente; esta importancia no se reconoce de manera adecuada en el TLC de América del Norte.<sup>17</sup> El mercado de eurodólares surgió como una escapatoria de la regulación gubernamental. De manera correspondiente, podría aparecer un mercado para los servicios financieros electrónicos extrafronterizos, fuera del ámbito del "comercio internacional dirigido" en los servicios financieros.

## Notas

\*Traducción a cargo de Alan Hynds y Rosario May Pech

1 La armonización se está logrando principalmente mediante el acercamiento a las prácticas estadounidenses en esta área. No obstante para evitar los requisitos costosos de información que impone la Comisión de Intercambio de Valores (SEC), un número creciente de compañías extranjeras no registran sus acciones con la SEC y las mandan comprar y vender en el mercado extrabursátil de Estados Unidos. Ver: Edwards, F. R. [1993].

2 TLC, Artículo 1407.1.

3 NAFTA, Artículo 1407.8.

4 Para más detalles, véase Cumming, M. Christine y Lawrence M. Sweet [1987-88].

5 En virtud de órdenes de exención, de acuerdo con la Sección 20 de la Ley Glass-Steagal.

6 Ver: Mengle [1990], p. 13. Obviamente el principio de trato nacional resulta muy ventajoso para los estadounidenses dado que, de acuerdo con el mismo, a ellos se les otorgan los poderes extensivos que tienen los bancos en Europa y a los bancos europeos se les otorgan los poderes limitados que tienen los bancos norteamericanos en Estados Unidos.

7 Ver: Gruson, Michael [1992].

8 Ver: Jordan, Cally [1993], p. 48.

9 Baer [1990], pp. 23-24.

10 Ver: Mengle [1990].

11 Se encuentra una valiosa discusión de este tema en Mengle [1990], pp. 7-10.

12 Shipley, V. Walter, "Loosen the Reins on Commercial Banking", *Business Week*, 1 de abril de 1985. Mengle [1990] calcula que la --poco probable-- duplicación en Estados Unidos de la estructura de mercado bancario canadiense produciría 56 bancos con una red nacional de sucursales.

13 National Bank of Canada absorbió 10 sucursales, además de préstamos corporativos con un valor de unos 550 millones de dólares del Bank of New England, en 1990. Esta transacción fue posible porque el Bank of New England, debido a problemas de liquidez, se vio obligado, de conformidad con los reglamentos estatales, a vender una parte significativa de sus activos.

14 Bajo el TLC de América del Norte las inversiones extranjeras agregadas totales quedan limitadas al 30 por ciento del capital de acciones comunes y para las empresas mexicanas de valores, las inversiones extranjeras individuales se limitan al 10 por ciento del capital. El Canadian Bank of Nova Scotia compró el 5 por ciento del Grupo Financiero Inverlat, de México, en 90 millones de dólares canadienses, en agosto de 1992. Inverlat es propietario de Comermex, el cuarto banco mexicano más grande, con 346 sucursales.

sales y activos que ascendían a 26.7 mil millones de pesos en septiembre de 1992. El 66,5 por ciento del capital de Comermex fue privatizado por el precio de 2.7 millones de pesos en febrero de 1992. Ver: Euromoney [1993].

15 TLC, Artículo 1404.4. Este análisis sólo puede llevar a cambios en el formato legal de las inversiones extrafronterizas en servicios financieros. Más precisamente, permitirá que Estados Unidos reanude su petición de tener mayor acceso mediante el establecimiento extrafronterizo de sucursales. Ver: Jordan, Cally [1993], p. 48.

16 La actuación por parte de un banco que satisfaga las necesidades de la comunidad, sobre todo las de vivienda, es uno de los factores que las autoridades estadounidenses toman en consideración para dar la aprobación de un banco que solicita permiso para fusionarse o expandirse geográficamente.

17 TLC, Artículo 1405.2, con la importante reserva de México, que no permite que personas que no sean residentes de ese país proporcionen intercambios extrafronterizos en los servicios financieros denominados en pesos mexicanos, a residentes.

## Bibliografía

Arndt, H. W., "Comparative Advantages in Trade in Financial Services", Banco Nazionale del Lavoro, *Quarterly Review*, 41, No. 164, marzo de 1988.

Baer, Herbert L., "Foreign Competition in U. S. Banking Markets, Economic Perspectives", Federal Reserve Bank of Chicago, mayo-junio de 1990, pp. 22-29.

Chaput, Denis, "L'accord de libre-échange entre le Canada et les États-Unis sur les services financiers: Analyse et perspective", en "La mondialisation des marchés bancaires et financiers", editado por Mikdashi, Zuhayr, Editorial Económica, Ginebra, 1990, capítulo 1, pp. 7-32.

Conseil Économique du Canada, "Le nouvel espace financier: les marchés canadiens et la mondialisation", Centre d'édition du Gouvernement du Canada, 1989.

Croham, Douglas, "Reciprocity and the Unification of the European Banking Market", Occasional Papers 27, Group of Thirty, 1989.

Cumming, M. Christine y Lawrence M. Sweet, "Financial Structure of the G-10 Countries: How Does the United States Compare", *Quarterly Review*, Federal Reserve Board of New York, invierno de 1987-88, pp. 14-25.

Edwards, Franklin R., "Listing of Foreign Securities on U. S. Exchanges", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4, invierno de 1993, pp. 28-36.

Euromoney, "Mexico: A Guide to the New Financial Landscape", *Euromoney Supplement*, enero de 1993.



Gruson, Michaël, "Are Foreign Banks Still Welcome in the United States?", *The Bankers Magazine*, septiembre-octubre de 1992, pp. 16-20.

Herring, J. Richard y Santomero, Anthony M., "The Corporate Structure of Financial Conglomerates", *Journal of Financial Services Research*, Vol. 4, No. 4, diciembre de 1990, pp. 471-492.

Jordan, Cally, "Financial Services under NAFTA: The View from Canada", *The Review of Banking & Financial Services*, Vol. 9, No. 6, 24 de marzo de 1993, pp. 45-55.

Kapstein, Ethon B., "Supervising International Banks: Origins and Implications of the Basle Accord", *Essays in International Finance*, No. 185, Princeton University, diciembre de 1991, p. 38.

Engle, David L., "The Case of Interstate Branch Banking", *Economic Review*, Federal Reserve of Richmond, 7 de noviembre de 1976, noviembre-diciembre de 1990.

U. S. Treasury Department, "Modernizing the Financial System", febrero de 1991.

Walter, Ingo, "Global Competition in Financial Services", American Enterprise Institute, Ballinger Publication, 1988.

Welsh, Gary M., "Europe 1992, Implications for U. S. Commercial Bankers", *The Journal of Commercial Bank Lending*, enero de 1990, pp. 4-10.

Zimmerman, Gary C., "The Growing Presence of Japanese Banks in California", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, verano de 1989.



# CALIDAD DE ACTIVOS DE LA BANCA COMERCIAL DEL BLOQUE DE AMÉRICA DEL NORTE \*

Alicia Girón G.

*"En cuanto a las pérdidas en Provisiones, todo lo que dejamos insinuado [...] resultaba un total de pérdidas procedentes de varios ramos y partidas [...] en que se regulaba el desfalco del Banco; pero para la reintegración de ella [...] se interpuso la graciosa oferta de S. M. de indemnizar en lo posible al Banco de las pérdidas causadas en Provisiones por la injuria de los tiempos."*

Adam Smith, "La Riqueza de Las Naciones"  
Libro IV , Sección III

## Introducción

La calificación de los activos de los grandes bancos transnacionales en Estados Unidos y Canadá, así como de los recién creados grupos financieros mexicanos, ha cobrado en los últimos años una importancia significativa. Por ello, nos proponemos medir la calidad de la cartera de los grandes bancos de los tres países de América del Norte, utilizando las razones financieras de calidad.

Entre los antecedentes más recientes que han incidido en una mejor regulación y castigos a las carteras de los bancos, figura la situación creada desde mediados de 1982, cuando la mayor parte de la cartera de los principales bancos estadounidenses y canadienses se encontraba en manos de los grandes deudores latinoamericanos como México, Argentina y Brasil.

A partir de entonces empresas especializadas en análisis de bancos tales como Standar & Poor's, Moody's, Keefe BankWatch, entre otras, dan cada vez más importancia a la calidad de la cartera y con frecuencia asignan un riesgo mayor a la cartera de un gran número de bancos, a la vez que el precio de las acciones de los bancos en general ha disminuido a niveles sin precedentes. El inicio de los noventa se caracterizó [...] *por la reestructuración de los mercados de capital en un entorno amplio de liberalización, intensa competencia y una creciente vigilancia para evitar una crisis estructural cuyo efecto de riesgo grave dañe u ocasione un debilitamiento de las instituciones financieras*<sup>1</sup> a nivel internacional. Por otro lado, la importancia de los mercados de valores en el financiamiento a escala mundial, ha venido a desplazar el papel que tuvo la banca comercial durante los setenta dejando a esta en un segundo lugar.

¿Cómo definimos a los grandes bancos para lograr el objetivo de nuestra investigación? En Estados Unidos son los diez primeros bancos cuyos activos varían entre cincuenta mil millones de dólares y más de doscientos mil millones de dólares. En Canadá son los seis primeros bancos cuyos activos varían entre treinta mil millones y más de ciento diez mil millones de dólares. En el caso de México, los bancos elegidos para llevar a cabo el estudio son los que sobrepasan un monto de activos de más de ocho mil millones de dólares, teniendo el primero cerca de 38 mil millones de dólares. Estos bancos se caracterizan por su cobertura nacional y pertenecen a los seis primeros de los dieciocho grupos financieros recién formados. En el presente análisis no se estudian los bancos multirregionales y regionales.

Uno de los rasgos más importantes de los bancos estudiados en la muestra, es el grado de concentración y centralización de los activos y de la cartera total en el conjunto del sistema financiero nacional. En el caso de los bancos de Estados Unidos y Canadá, destaca su carácter transnacional por lo que la influencia en el desarrollo económico a través del financiamiento de la cartera a los países subdesarrollados, tiene una importancia decisiva en el desenvolvimiento de las políticas económicas nacionales.

Si bien este fenómeno se plasmó en los setenta con la transnacionalización de la deuda externa de países como México, Brasil y Argentina, las alternativas de solución al problema de la crisis de la deuda externa de los ochenta estuvieron condicionadas al sostén de la estabilidad del sistema financiero internacional, particularmente en Estados Unidos. Por ejemplo, [...] *en 1980, el 58 por ciento de los beneficios de los ocho principales bancos estadounidenses procedía de sus operaciones en el extranjero. En 1982 las operaciones nacionales del Citibank representaron el 27,4 por ciento del ingreso total del banco antes de impuestos, mientras que sus operaciones internacionales representaron el 72,6 por ciento.*<sup>2</sup> La exposición de los bancos estadounidenses en los tres grandes deudores latinoamericanos fue de 78,061 millones de dólares para 1986. Sin embargo, para finales de 1991 había tenido una reducción de cerca de 50,457 millones de dólares; es decir, se había reducido en un 64,6 por ciento. Por un lado, la banca había disminuido sus créditos a

los países de alto riesgo y los países habían transformado estructuralmente sus políticas nacionales.

En el caso de México, la exposición de los bancos estadounidenses había disminuido en el mismo periodo un 35 por ciento. Por ello, la política económica nacional hizo las reformas necesarias para reorientar sus objetivos en torno del pago del servicio de la deuda externa en los ochenta. México sería el modelo de la relación estrecha entre la cartera de la banca transnacional y la política económica nacional. La renegociación de la deuda externa mexicana en el marco del Plan Brady, fue el antecedente del inicio de las pláticas de un acuerdo comercial de integración económica.<sup>3</sup> El cambio estructural de la economía que se inicia desde mediados de los ochenta hasta el presente, se caracteriza por un proceso de liberalización y privatización. Entre las medidas más sobresalientes, destacan las reformas iniciadas a partir de 1988 que incluyen la privatización de las empresas financieras y, posteriormente, las modificaciones de mayo de 1993 dirigidas a lograr la eventual integración del sistema financiero nacional con sus pares de Canadá y Estados Unidos.

## **I. Panorama de los activos y la cartera total**

Para 1992, es importante recalcar que el total de activos de los diez primeros bancos de Estados Unidos sumaba 1.088,646 millones de dólares, Canadá tenía 470,063 millones y México 118,583 millones de dólares.<sup>4</sup> (Veáse Gráfica 1.) Es decir, el total de activos de los bancos más importantes del área sumaba 1.677,302 millones de dólares. Esta cantidad sobrepasa con creces la deuda externa de los países en desarrollo y equivale a una tercera parte del Producto Nacional Bruto (PNB) de América del Norte.

Por otro lado, los activos de la región tuvieron un aumento de 10,25 por ciento en relación a 1990, contrario al crecimiento de los créditos totales. En el caso de Estados Unidos el repunte alcanzado en 1990 tiende a decrecer hasta 1992. Para Canadá hay un ligero incremento, mientras que México registra un crecimiento sostenido equivalente a 44,971 millones de dólares entre 1989 y 1992. Esto tiene relación con la recesión económica en Estados Unidos y, en menor medida, en Canadá y con las expectativas macroeconómicas que ha generado en México la firma del Tratado de Libre Comercio (TLC) trilateral de América de Norte, así como el crecimiento de la economía vía la entrada masiva del mercado internacional de capitales.

Gráfica No. 1

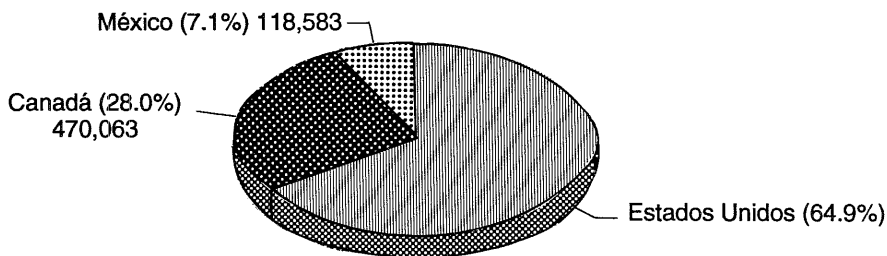
**Activos totales - Banca Comercial**

América del Norte

Activos Totales: 1.677,719

(millones de dólares)

1992



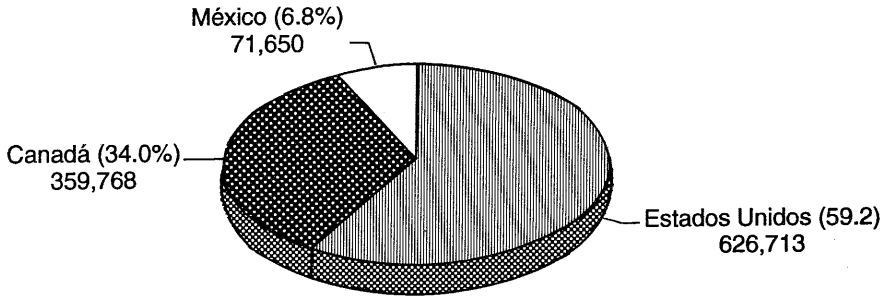
Fuente: *Elaboración Propia con datos del IBCA, international Bank and Credit Analysis y de la comisión Bancaria, Boletín de Banca Múltiple 1982-1992.*

Por otro lado, la cartera total era de 71,650 millones de dólares para México; para Estados Unidos 629,713 millones de dólares y para Canadá de 359,768. El total de los créditos de los tres países sumaba 1.058,131 millones de dólares; es decir, una cifra correspondiente al 63,08 por ciento de los activos. (Veáse Gráfica 2.) Ahora bien, si se analiza únicamente la cartera total en relación con los activos, tendríamos los siguientes datos. Para México la cartera total representaba el 60,42 por ciento. En Estados Unidos, ésta equivalía al 57,56 por ciento; en cambio, para Canadá la proporción era de 76,53 por ciento. Llama la atención la disparidad entre Canadá y Estados Unidos, lo cual hace suponer que los activos fijos pueden estar cumpliendo un papel importante en la banca estadounidense.

Gráfica No. 2

**Banca Comercial de América del Norte****Créditos Totales: 1.058,131**

(millones de dólares)

**1992**

Fuente: Desarrollada por la autora en datos del IBCA y de la Comisión Nacional Bancaria, Boletín de Banca Múltiple 1982-1992.

Si bien no es nuestro objetivo presentar la participación de la cartera total en relación con los activos totales, sí pretendemos señalar la calidad de los activos analizando las razones financieras que nos muestran la tendencia en los tres países, desde 1989. Surgen varias preguntas: ¿Los activos fijos de los bancos estadounidenses y mexicanos son mayores a los bancos canadienses? ¿Por qué los bancos canadienses destinan únicamente un 25 por ciento a sus activos fijos?

Ahora bien, ¿por qué estudiar la calidad de los activos? Porque tan solo en Estados Unidos, de los cuarenta y cuatro bancos más importantes, apenas uno, Bank of America, ha mejorado su clasificación de riesgo en los últimos meses. Otros como Citicorp, Chase Manhattan y Chemical Bank presentan un mayor grado de riesgo comparado con muchos de sus clientes corporativos.

En el caso de la banca comercial mexicana, los datos del último Informe del Banco de México indicaban que [...] *la relación entre la cartera vencida (amortizaciones de capital e intereses vencidos) y la cartera total (vigente, vencida y redescontada) de la banca comercial, ha mostrado deterioro en los últimos años. De un nivel de 1,7 por ciento a finales de diciembre de 1988, dicho coeficiente creció a 5,3 por ciento al cierre*

del mismo mes de 1992.<sup>5</sup>

Es importante mencionar que la cartera vencida en relación con la cartera total durante los últimos tres años para el caso de Canadá, aumentó de 0,70 por ciento a 3,82 por ciento. Es decir, 3,12 puntos porcentuales. En Estados Unidos, este mismo indicador pasó de 4,06 por ciento a 4,78 en 1991 y descendió ligeramente a 4,26 por ciento en 1992. En México, pasó de 1,91 por ciento a 6,80 por ciento según el Boletín Estadístico de la Comisión de Valores; esto es, subió 4,89 puntos porcentuales. (Veáse Cuadro 1.)

Para evaluar apropiadamente el significado de este fenómeno, resulta importante ubicarlo dentro del contexto del cambio estructural por el que han atravesado las empresas bancarias, en el marco de la crisis financiera y del proceso de desregulación registrados particularmente durante los ochenta.<sup>6</sup>

Dividiremos nuestra investigación en cuatro partes: el comportamiento de los grupos financieros en México; la banca comercial en Estados Unidos y Canadá y, por último, las comparaciones de las razones de la calidad de los activos entre los tres países.

## II. Comportamiento de los grupos financieros mexicanos

En junio de 1993, Salomon Brothers hacía hincapié en el franco deterioro de los activos de la banca mexicana y anticipaba *un mayor debilitamiento de la calidad de los activos y más préstamos incobrables, a medida que la desaceleración de la economía mexicana persistiese*.<sup>7</sup> Efectivamente, el crecimiento sostenido registrado en el país de 1989 a 1991 había comenzado a decrecer. Por un lado, pese a la ratificación del Tratado de Libre Comercio a fines de diciembre de 1992, la no resolución de las negociaciones de los Acuerdos Paralelos para mediados de 1993 ensombrecía las expectativas planteadas a inicios de los noventa. El final de un sexenio cuya política económica había girado en torno a la apertura, la liberalización, la privatización y la integración comercial junto a dos grandes socios cuya problemática económica era más compleja que la mexicana, no daba muestras de una salida sostenida de crecimiento económico que pusiera término a la recesión y disminuyera el desempleo en Estados Unidos y Canadá.

Indudablemente que estos factores incidían en los recién constituidos grupos financieros, cuyo paso de empresas financieras del sector público a grupos privados, no garantizaba una eficiencia en su administración y una mayor calidad en los servicios financieros ofrecidos a sus clientes. Las tasas activas eran elevadas<sup>8</sup> y los servicios financieros se habían encarecido enormemente. Esto ocasionaba un crédito caro e impedía un



**Cuadro No.1**  
**Calidad de Activos de la Banca Comercial de Norteamérica**  
**1989 - 1992**

RAZONES FINANCIERAS	MEXICO				ESTADOS UNIDOS				CANADA			
	1989	1990	1991	1992	1989	1990	1991	1992	1989	1990	1991	1992
Cartera vencida/Cartera Total	1.19%	2.58%	3.79%	6.80%	4.06%	4.37%	4.78%	4.09%	0.70%	1.93%	2.36%	3.82%
Provisiones/Cartera Total	0.00%	0.05%	0.33%	0.73%	2.65%	1.08%	1.53%	1.57%	4.81%	4.34%	4.37%	2.74%
Castigos/Cartera Total	1.28%	1.32%	0.37%	0.20%	1.39%	1.90%	2.22%	1.65%	0.30%	1.09%	0.33%	0.91%
Provisiones/Cartera Vencida	0.00%	10.73%	39.77%	45.85%	62.25%	29.00%	34.94%	47.23%	ND	8.69%	26.36%	36.22%
Cartera Vencida/Capital Contable	19.37%	29.41%	43.65%	74.49%	49.32%	50.95%	48.54%	33.00%	58.84%	39.05%	28.96%	54.22%
Crecimiento Real % Cartera Total	44.76%	43.70%	52.49%	29.81%	8.98%	12.72%	4.18%	2.02%	5.65%	5.70%	5.78%	5.52%
Activos Totales	47,183	72,114	104,244	118,583	946,537	1,022,438	1,033,757	1,088,646	368,671	409,290	457,353	458,166
Creditos Totales	26,679	40,078	55,784	71,650	605,358	659,661	633,612	626,713	267,663	317,46	347,179	334,345

Fuente: International Bank and Credit Analysis. IBCA y Boletines de la Comisión Nacional Bancaria

aumento de la cartera en relación con el crecimiento de la economía, dada la desaceleración del país.

De 1989 a 1992, los indicadores de la calidad de los activos de los seis primeros grupos financieros mexicanos de carácter nacional, tuvieron las siguientes características.

La cartera vencida contra cartera total se incrementó en 4,89 puntos porcentuales. Las provisiones habían aumentado <sup>9</sup> de 0,05 por ciento a 0,73 por ciento. Los castigos contra la cartera total habían disminuido de 1,28 por ciento a 0,20 por ciento. (Veáse Cuadro 1.)

En relación con la cartera vencida, entre 1990 y 1992 las provisiones aumentaron en forma significativa, con un incremento de 35,12 puntos porcentuales. Más sorprendente es cuando observamos la cartera vencida en relación con el capital contable, ya que su crecimiento sobrepasó los 55,12 puntos porcentuales. Entre 1991 y 1992 la cartera vencida en relación al capital contable aumentó 30,84 puntos porcentuales, en tanto que el crecimiento real porcentual de la cartera total tuvo una disminución drástica de 22,68 puntos porcentuales.

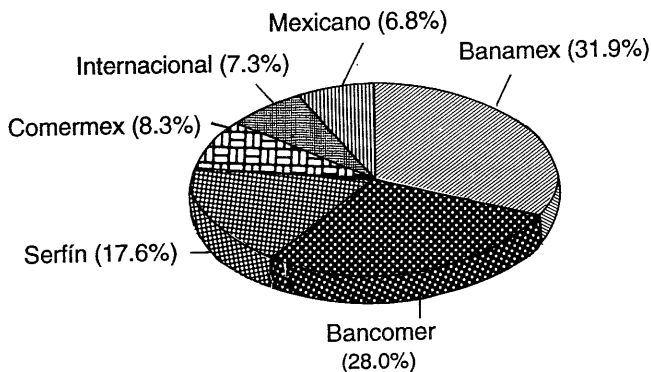
Es indiscutible que el análisis de los tres últimos años de estos grupos financieros, resulta significativo por representar el tránsito de bancos del sector público a bancos del sector privado. Tanto el saneamiento de sus finanzas internas, como la situación del país marcada por la desaceleración económica ante la apertura comercial, son muestras de una profunda recesión que se denota en la calidad de la cartera total y en particular en el aumento de la cartera vencida contra una desaceleración del crecimiento real de la cartera total.

Gráfica No. 3

**Banca Comercial de México**

Activos totales: 72,212

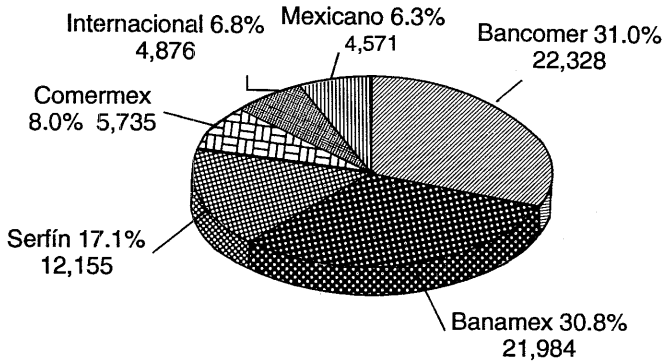
(millones de dólares)

**1990**

Fuente: Desarrollada por la autora con datos del IBCA y de la Comisión Nacional Bancaria, Boletín de Banca Múltiple 1982-1992.

Por otro lado, las utilidades netas observadas en dichos grupos eran notorias. Aunque el objetivo de este trabajo no es analizar las razones de utilidad, es importante ver el crecimiento que han tenido las utilidades netas en un periodo de tres años. Por ejemplo, para finales de 1992 éstas fueron de 1.644 millones de dólares, mientras que en 1991 alcanzaron los 987 millones de dólares. Es decir, en un año las recién creadas empresas financieras habían tenido una utilidad muy cercana a más del 66,56 por ciento. Esto no obstante que el incremento de sus activos había sido de 13,75 por ciento y el crecimiento de los créditos totales de 28,44 por ciento.

Gráfica No. 4  
**Banca Comercial de México**  
 Créditos Totales: 71,650  
 (millones de dólares)



Fuente: Comisión Nacional Bancaria, Boletín de Banca Múltiple.

Para mediados de 1992, el margen financiero y las utilidades netas de las empresas financieras llamaban la atención frente al deterioro de la calidad de los activos, la lenta recuperación de la economía mexicana y la incertidumbre por la firma del Tratado de Libre Comercio.

Un hecho importante a destacar en la banca comercial mexicana, es el alto índice de concentración en activos y de cartera. Banamex y Bancomer concentraban el 59,9 por ciento de los activos totales. En orden de importancia se encontraban Serfín, 17,7 por ciento; Comermex 8,3 por ciento; Internacional 7,3 por ciento; Mexicano con 6,8 por ciento. (Veáse Gráfica 3.) En el caso de los créditos totales otorgados, Bancomer ocupa el primer lugar con 31,0 por ciento y Banamex el segundo con 30,8 por ciento. Estos dos bancos concentran el 61,8 por ciento del total.

### III. Los diez primeros bancos de Estados Unidos

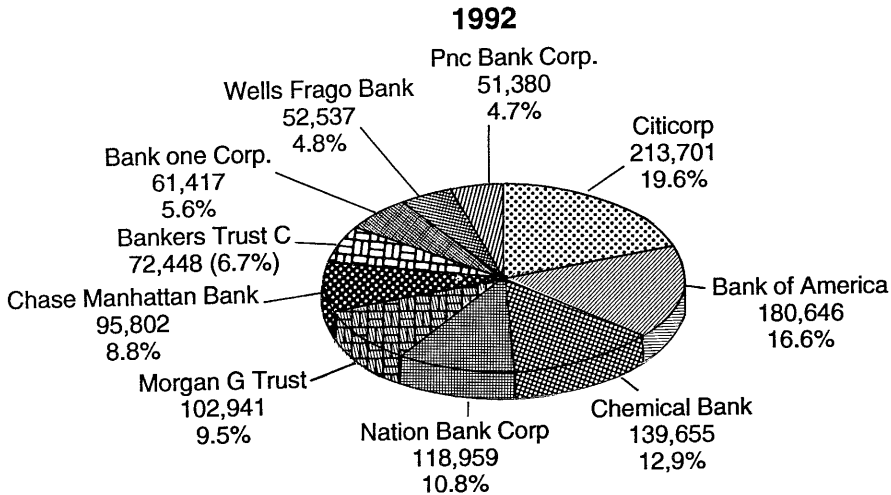
Al inicio de este trabajo, considerábamos a los diez bancos más importante de Estados Unidos por el monto de sus activos. Para fines de 1992 dicha cifra era de 1.697,719 millones de dólares. Con respecto a 1989 tuvieron un crecimiento de 17,17 por ciento, en tanto que el crecimiento real porcentual de la cartera total había crecido entre 1989 y 1990 cerca de 3,77 puntos porcentuales. Durante los dos primeros años de los noventa el comportamiento había sido a la baja, al pasar de 12,72 por ciento a 1,19 por ciento y representando una disminución de 11,53 puntos porcentuales.

Gráfica No. 5

#### Banca Comercial de Estados Unidos

Activos Totales: 1.088,646

(millones de dólares)



Fuente: Desarrollada por la autora con datos del IBCA, varios años

Por otro lado, es importante señalar que la concentración de activos en la banca transnacional estadounidense estaba representada por tres grandes bancos cuyos activos sumaban 49,0 por ciento. Estos bancos eran Citicorp (19,6%), Bank of America (16,6%) y Chemical Bank (12,8%). En orden descendente se encontraban el Nations Bank Corp.

10,8%); Morgan G. Trust (9,5 %); Chase Manhattan Bank (8,8%); Bankers Trust Corp. (6,7%); Banc One Corp. (5,6%); Wells Fargo Bank (4,7%) y PNC Bank Corp. (4,7%). (Veáse Gráfica 5.)

Las decisiones que tomaron estos bancos en relación con la calidad de sus activos, estuvieron fuertemente relacionadas con los créditos otorgados a México durante fines de los años setenta y principios de los ochenta.

En cuanto a las razones de calidad de los activos de la banca estadounidense, se observa lo siguiente. La cartera vencida en relación a la cartera total ha tenido un aumento durante los últimos tres años de 0,20 por ciento; no obstante que este indicador fue de 4,78 en 1991, la tendencia la podemos calificar de estable. En cuanto a las provisiones relacionadas con la cartera total, esta ha tenido un descenso de casi un punto porcentual; en tanto que los castigos contra cartera total fueron en aumento hasta 1991, con un ligera disminución entre 1991 y 1992 de 0,36 puntos porcentuales.

Cuando observamos las provisiones contra cartera vencida hay un tendencia descendente al pasar del 62,25 por ciento al 46,94 por ciento; es decir, una reducción de 27,31 puntos porcentuales. Tal tendencia se ve complementada con la propia que muestra la cartera vencida contra capital contable, cuyo descenso es de 13,6 puntos porcentuales. Esta mejoría muestra el interés por mantener más sanos los créditos de la banca estadounidense, dado que dichos bancos han tenido significativos problemas con los créditos de alto riesgo en los países de mayor endeudamiento. Por ejemplo, The Chase Manhattan Bank tiene una cartera vencida/capital contable de 60,54 por ciento; Wells Fargo Bank, de 56,24 por ciento y Citicorp, el primer banco, de 51,40 por ciento. El único banco que había logrado mejorar este indicador fue el Morgan Guaranty Trust, con 7,59 por ciento para 1992. (Veáse Cuadro 1.)

En relación con las utilidades netas de la banca comercial de Estados Unidos, llaman la atención las obtenidas por los diez primeros bancos a fines de 1993. Estas representaron 8.718 millones de dólares, de los cuales le correspondió el 15,85 por ciento del total al Morgan Guaranty Trust, quien ocupó el quinto lugar en activos. Sin embargo Citicorp, el primer banco con el mayor monto de activos, tuvo utilidades que representan el 8,28 por ciento dentro de los diez primeros bancos.

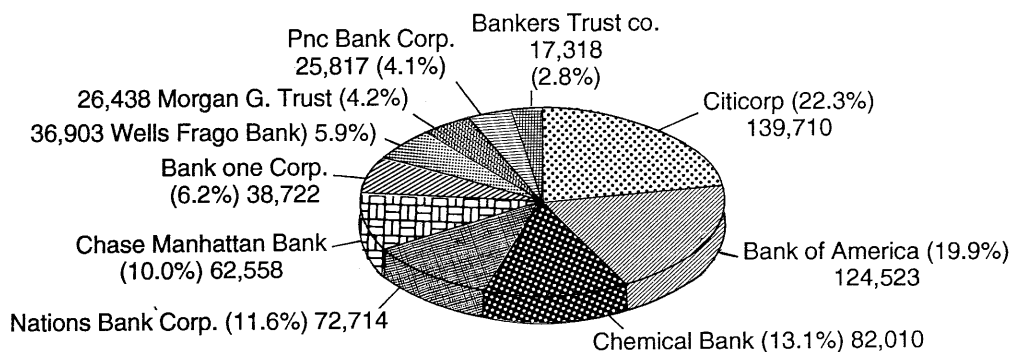
Gráfica No. 6

**Banca Comercial de Estados Unidos**

Créditos Totales: 626,713

(millones de dólares)

1992



Fuente: Desarrollada por la autora con datos del IBCA varios años

El objetivo del presente trabajo es señalar la calidad de los activos en los tres países con vistas a profundizar en un trabajo posterior, así como también motivar el interés por el análisis de la profundización financiera y la política monetaria y fiscal de México, Estados Unidos y Canadá, países que en un futuro cercano podrían acceder a la integración de sus sistemas financieros.

#### IV. Los seis primeros bancos canadienses

En el marco del sistema financiero canadiense, los bancos se dividen en Clase I y Clase II. Es nuestro interés analizar los bancos correspondientes al esquema I que alcanzan una cobertura nacional y además tuvieron un papel fundamental en el financiamiento de la deuda externa latinoamericana, por ser bancos transnacionales.

Los bancos comerciales canadienses, al igual que los mexicanos y estadounidenses durante los tres últimos años, se han visto afectados por la recesión económica. Los activos totales tuvieron un crecimiento entre 1989 y 1992 de cerca del 24,27 por ciento; en relación a la cartera total el incremento ha sido similar al representar 24,91 por ciento. El grado de centralización en la banca canadiense es igual al mexicano. Royal Bank of Canada y el Canadian Imperial Bank of Commerce tienen el 46,2 por ciento de los activos totales; Bank of Montreal ocupa el 18,7 por ciento; Bank Nova Scotia 16,1 por ciento; el Toronto Dominion 12,1 por ciento y el National Bank of Canada 6,9 por ciento. (Vease Gráfica 7.)

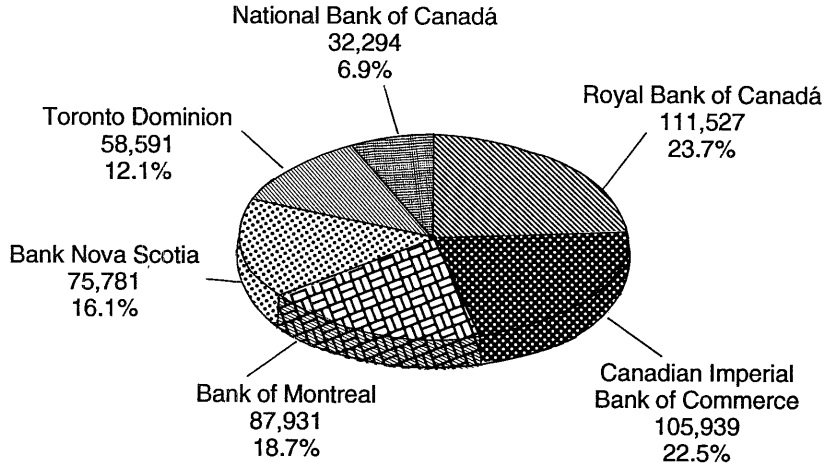
En relación con la cartera total el Royal Bank of Canada y el Canadian Imperial Bank of Commerce, suman el 44,6 por ciento. (Vease Gráfica 8.)

Gráfica No. 7

**Banca Comercial de Canadá**

Activos Totales: 470,063

(millones de dólares)

**1992**

Fuente: Desarrollada con datos del IBCA, varios años.

En relación con las razones financieras que muestran la calidad de los activos, se observa lo siguiente. La cartera vencida contra cartera total tuvo un aumento de 3,12 puntos porcentuales entre 1989 y 1992. Por otro lado, las provisiones/cartera total tuvieron un descenso al pasar de 4,81 por ciento a 2,74 por ciento. Los castigos contra cartera total han tenido sólo un ligero aumento de 0,61 puntos porcentuales. Sin embargo las provisio-



nes/cartera vencida pasaron de 8,69 por ciento a 36,22 por ciento; es decir, hubo un incremento de 27,53 puntos porcentuales. De igual forma, la cartera vencida/capital contable no ha podido mejorar, pues representaba 58,64 por ciento en 1989. Hay una mejoría entre 1990 y 1991 cuando llegó a 29,96 por ciento a fines de 1991. Sin embargo, para 1992 volvió a sobrepasar a más de la mitad al representar 54,22 por ciento. Si bien el crecimiento real porcentual de la cartera total ha sido en promedio durante estos tres últimos años de 5,66 por ciento, es sorprendente que las provisiones contra cartera vencida hayan aumentado y la cartera vencida contra capital contable se mantenga estable, pero en más del cincuenta por ciento. (Veáse Cuadro 1.)

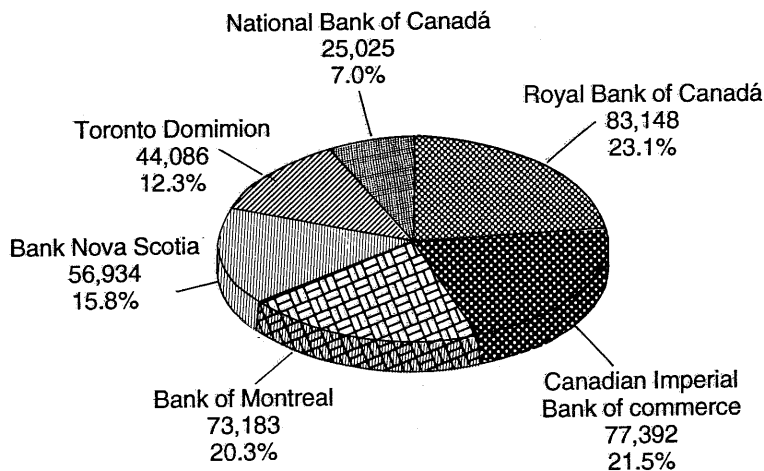
Gráfica No. 8

### Banca Comercial de Canadá

Créditos Totales: 359,768

(millones de dólares)

1992



Fuente: Desarrollada con datos del IBCA, varios años.

## V. Conclusiones

Al comparar los tres países por el monto de sus activos y la cartera total de sus préstamos, se reafirma la relación asimétrica entre México y sus dos socios comerciales, Estados Unidos y Canadá. Indiscutiblemente que dicha característica prevalece en todas las variables económicas y será una tendencia de largo plazo antes y después de la firma del Tratado de Libre Comercio. La formación del Bloque del Norte tendrá en los aspectos financieros muchos escaños, antes de ser una potencia integrada frente a la competencia de la Zona del Yen y de la Comunidad Económica Europea.

La recesión económica ha afectado la calidad de la cartera total de los grandes bancos estudiados en la muestra. En Canadá y Estados Unidos la cartera vencida contra la cartera total mejora levemente en el primer país y Canadá, al igual que México se muestran en ascenso. Las provisiones contra cartera total en Canadá tuvieron una disminución fuerte en comparación con Estados Unidos, que permaneció estable y en México que creció para fines de 1992. Los castigos contra cartera total en México ascendieron en el último año, mientras que en Canadá y Estados Unidos registraron un descenso. Las provisiones contra cartera vencida fueron el único indicador similar en los tres países para finales de 1992; Estados Unidos con 46,94 por ciento, México con 45,85 por ciento y Canadá con 36,22 por ciento. En tanto que la cartera vencida contra capital contable en Canadá y México tuvo un crecimiento sorprendente a partir de 1991, este indicador llegaba respectivamente a 54,22 por ciento y 74,49 por ciento, mientras que en Estados Unidos era del 35,75 por ciento.

Las leyes de Canadá y México, las cuales promueven la banca universal y los grandes bancos tienen cobertura nacional, difieren con las regulaciones del sistema financiero estadounidense donde se promueve la banca regional y estatal. Sin embargo, en Estados Unidos la centralización y concentración del capital financiero se encuentra en un número muy reducido de bancos y la tendencia es igual que en México y Canadá.

Una vez expuestas las razones financieras que nos muestran la calidad de los activos de los principales bancos que constituyen el nuevo triángulo comercial de América del Norte, es importante plantearse qué calidad de activos sería la óptima para una banca competitiva que pudiese actuar como bloque frente a la banca europea y japonesa ¿Es posible que a pesar de las relaciones financieras asimétricas entre los tres países, pudiera darse una homologación entre sus respectivos sistemas financieros? o, ¿es que dicha integración se seguirá dando a través de los flujos financieros entre los tres países vía los créditos de la banca transnacional a México, mediante fusiones trilaterales de bancos o por la vía del mercado de valores?

Las conclusiones que ofrece el análisis de la calidad de los bancos más grandes de la región, son más que provisionarias. Asimismo, hará falta mucho para mejorar la calidad de la cartera de estos bancos. La rentabilidad de los bancos mexicanos no está en función del crecimiento de sus activos, sino del encarecimiento de los servicios financieros. Quizás una mayor apertura del sistema financiero mexicano pudiese ponerlos a competir con los servicios financieros de los bancos de Estados Unidos y Canadá, pero esto no aseguraría que los préstamos se destinen al desarrollo y crecimiento de un país, condicionado por las relaciones asimétricas en relación con sus otros dos socios.

## Notas

\* La presente ponencia es resultado de la investigación "Los bancos comerciales en el TLC", correspondiente al proyecto "Desarrollo económico y retos de la integración financiera: Canadá, Estados Unidos y México (la banca comercial, la banca de desarrollo y el mercado de valores)". Investigación financiada por la Dirección General de Asuntos del Personal Académico de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM).

\*\* Se agradece la participación de Ricardo Calvo en la elaboración de los cuadros estadísticos y las gráficas.

1 International Monetary Fund, "International Capital Markets, Developments, Prospects and Policy Issues", *WorldEconomic and Financial Surveys*, Washington, D. C., septiembre de 1992.

2 Correa, Eugenia, "Los mercados financieros y la crisis en América Latina", Premio Jesús Silva Herzog 1991, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México, noviembre de 1992, p. 53.

3 Girón González, Alicia, "Cincuenta años de deuda externa", Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México, agosto de 1991, pp. 165 y 209.

4 Véase, "International Bank and Credit Analysis", varias publicaciones, IBCA de Londres, Inglaterra.

5 Banco de México, "Informe Anual", 1992, pp. 50-51.

6 Guillén, Arturo, "La recesión de la economía estadounidense: crisis estructural y deflación", en *Revista de Comercio Exterior*, Vol. 41, No. 7, México, julio de 1991, p. 629.

7 Fuentes-Berain, Rossana, "Franco deterioro de activos bancarios a pesar del crecimiento financiero: Salomon Brothers", *El Financiero*, México, 11 de junio de 1993.

8 Las tasas de los Certificados de la Tesorería pagaban ocho puntos por arriba de la inflación.

9 Este renglón no se incluía antes. En los datos de la Comisión Nacional Bancaria aparece hasta 1990.

# **REGULACIÓN Y DESREGULACIÓN BANCARIAS. TENDENCIAS A UNA NUEVA REGULACIÓN EN LOS NOVENTAS**

**Eugenia Correa \***

## **Introducción**

En el presente trabajo se efectúa una lectura de las tendencias actuales en los mercados financieros de desregulación y regulación financiera. El objetivo es mostrar la presencia de este fenómeno en los mercados y la tendencia hacia una nueva regulación financiera en la década de los noventa, en lugar de una liberación mayor de los mercados y los intermediarios.

Iniciamos con un acercamiento a las distintas ideas sobre lo que se ha dado en llamar la globalización financiera y la tendencia hacia la desregulación. Las aproximaciones difieren, si bien algunas coinciden en considerar que no es viable una liberación completa del sector financiero. Otras enfatizan en la conveniencia de mantener una regulación meramente prudencial, aunque su alcance no pueda ser definido en la medida en que van surgiendo mayores riesgos entre los intermediarios. Aun así, algunos analistas insisten en afirmar que la globalización financiera es ya una realidad, que la interpenetración de los mercados es irreversible y que la innovación tecnológica ha modificado de manera fundamental el proceso de intermediación financiera. Concluimos este apartado con una síntesis de los principales rasgos de la desregulación financiera.

En el segundo capítulo se analiza la desregulación y el patrón monetario. Consideramos que la tendencia a la configuración de tres bloques monetarios parece avanzar muy lentamente hacia su consolidación y ésta tendrá que estar acompañada de algún tipo de

nueva regulación sobre los intermediarios financieros, como única manera de estabilizar las relaciones de cambio y poder entre los bloques. Para el peso mexicano ello significa continuar avanzando hacia su integración --como lo ha venido haciendo especialmente durante los ochenta--, con el dólar como moneda subordinada.

En el tercer y último apartado se busca mostrar que el proceso de aguda competencia abierto durante la crisis de largo plazo del capitalismo, condicionó una gran desregulación entre los intermediarios financieros. En medio de la actual deflación, esta competencia está planteando sobre los Estados nacionales la exigencia de una nueva regulación, hasta el momento con un sentido prudencial, ante la inestabilidad de los mercados y el alto riesgo de insolvencia de los intermediarios. A cada paso se requiere de la acción gubernamental para contener una eventual crisis financiera en cadena y de consecuencias imprevisibles sobre el valor de muchos activos reales. Adelantamos también una hipótesis sobre el papel de la innovación técnica en el sector financiero en estos años.

Por último se enfatiza en lo que consideramos son los límites de la regulación prudencial y la necesidad de avanzar hacia nuevos conceptos de regulación financiera, que busquen reconocer el problema del financiamiento.

## **I. Desregulación y globalización**

La regulación en el sector financiero ha sido una forma de organizar la competencia, de definir y normar el ámbito de disputa-relación entre los intermediarios financieros en un cierto espacio económico, o sus relaciones con intermediarios de otros espacios o naciones y sus vínculos con otros agentes económicos. En nuestros días, el objeto a debate en el proceso desregulador son las reglas, normas y procesos que hicieron posible la estabilidad durante la etapa de crecimiento de largo plazo posterior a la Segunda Guerra Mundial. Dos ejemplos claros son el tema de los tipos de cambio estables y su relación con el dólar oro, así como el manejo de la tasa de interés.

Constituida la norma de intercambio del dólar en la posguerra respecto de las monedas de las naciones más industrializadas, las relaciones de intercambio de mercancías y capitales quedaron estables. La competencia entre los intermediarios financieros durante ese periodo se dio considerando dichos términos de intercambio. Al seno de cada espacio económico una moneda, desempeñando su papel de equivalente general, ofreció el sustento necesario para el desarrollo del crédito y, por tanto, de la intermediación bancaria. La competencia entre los intermediarios estaba además regulada por los Estados nacionales en su propio ámbito, no sólo buscando ejercer un amplio poder sobre la moneda, el crédito y la organización de los intermediarios, es decir, su política financiera, sino también mante-

niendo las condiciones de certidumbre económica necesarias para la consecución de todo el proceso de acumulación, lo que implica características específicas en el financiamiento de dicho proceso.

Por ello consideramos que el inicio del proceso contemporáneo de desregulación financiera, comienza en realidad con la quiebra de los Acuerdos de Bretton Woods y la crisis del dólar. La ruptura de Bretton Woods no sólo significó el fin de una etapa de paridades fijas, sino también el inicio de una profunda modificación de los términos de intercambio entre las naciones más desarrolladas. Los espacios económicos consolidados durante las décadas de la posguerra en torno de una moneda hegemónica y una definida relación entre ellas, quedaron también quebrados y con ello las normas que rigen las relaciones entre los intermediarios financieros comenzaron a ser un obstáculo a la acelerada competencia.

Los cambios en las tasas de interés nacionales se fueron transmitiendo con facilidad a través del mercado cambiario. Así, fue creciendo una masa de recursos líquidos en circulación que empezó a moverse en función de las expectativas de modificación de los tipos de cambio y a ejercer una influencia importante en el comportamiento de los mismos. Por ello puede decirse que la regulación más importante a nivel de las relaciones financieras entre las naciones, procedente de la fase de crecimiento estable inmediata a la presente crisis, fue lo que de manera sintética conocemos como los Acuerdos de Bretton Woods. Éstos expresan la forma en que estas relaciones quedaron estructuradas, donde la economía y la moneda estadounidenses se erigieron como las dominantes.

Sin embargo, la crisis del dólar y el rompimiento del acuerdo no concitaron una pérdida inmediata de la dominación de la economía y la moneda de Estados Unidos en las relaciones financieras internacionales. De hecho, en un principio los términos de dicha ruptura parecían proceder de una dominación sin rival. En particular, Estados Unidos pudo financiar una importante expansión extraterritorial de sus grandes empresas, un creciente gasto militar y durante los últimos años un significativo déficit en sus cuentas externas, colocándose como la nación más endeudada del mundo, pero en su propia moneda.

Resulta muy singular que la crisis de inconvertibilidad del dólar no haya impuesto casi de inmediato un ajuste en la economía estadounidense y, por el contrario, llevó a la idea de sostener los tipos de cambio flexibles y al enorme crecimiento de la liquidez internacional. Es en este aspecto en particular, en el crecimiento del euromercado y en la internacionalización de algunos intermediarios financieros, que algunos analistas ubican el inicio de la globalización financiera. Y es en este punto en donde, a nuestro juicio, se encuentra el comienzo de una crisis de largo plazo del mundo capitalista durante la cual quedó abierta una competencia por los espacios económicos y, en el plano de las relaciones financieras, una desregulación que implica remover barreras locales e internacionales para reformular los términos de la competencia y sus posibles resultados. Un nuevo reparto económico de

los mercados, incluyendo los mercados financieros, ha venido avanzando, se prefiguran bloques monetarios y una reorganización de los intermediarios financieros.<sup>1</sup>

En la literatura especializada uno de los aspectos de la crisis de largo plazo que más se ha analizado se refiere al ámbito financiero, insistiendo en la presencia de un proceso de desregulación especialmente importante en la década de los ochenta y que está conduciendo a una globalización financiera. Según Timothy Heyman, la desregulación procede de una modificación en los criterios y objetivos de las políticas económicas que coincidió con avances tecnológicos en la telecomunicación y computación, ambos [...] dieron lugar a una mayor internacionalización de los mercados de las tres zonas horarias [...] La computación abrió la posibilidad de incorporar importantes avances de la teoría financiera de los años 1960 y 1970 (teoría de portafolios y teoría de opciones) a los problemas de administración de riesgos en los mercados financieros internacionales.<sup>2</sup>

De acuerdo con un estudio reciente de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), la globalización financiera se define como la generación de una estructura de mercado caracterizada por el comercio de capitales a nivel mundial, por parte de agentes que consideran las actividades financieras nacionales e internacionales como parte integral de su actividad y que han representado una mayor diversificación y expansión de las fuentes y usos de fondos financieros [...] El incremento en la volatilidad de las tasas de interés es uno de los factores económicos que más importancia ha tenido en la explicación de la globalización financiera.<sup>3</sup>

Norman Strunk, coautor del libro "Where Deregulation Went Wrong", concibe la regulación como parte de la política económica. Ésta, al modificar sus objetivos, empieza a desregular en la era de Reagan. Sin embargo, el levantamiento de la regulación Q sobre tope a la tasa de interés que se dio en los setenta en Estados Unidos, se concibe también como desregulación. Señala que un aspecto poco estudiado de este proceso por parte de los historiadores, se refiere a los cambios en las reglas de composición de los consejos de administración de las instituciones financieras, así como los límites a la concentración accionaria.<sup>4</sup>

Para Paul Krugman, ciertamente los mercados financieros internacionales están integrados a un grado sin precedente, gracias a las modernas comunicaciones y procesamiento de información. Sin embargo, considera que los mercados internacionales de productos y de capitales estaban altamente integrados desde finales del siglo pasado y no es claro que exista alguna diferencia económica entre realizar una transacción en un segundo vía computadora, o en una hora vía telégrafo. Lo que es evidente es que gracias a los efectos de la liberalización comercial, la eliminación de los controles de capital y la desre-



gulación financiera, los mercados internacionales están ahora más integrados que en cualquier otra época desde 1930.<sup>5</sup>

Por su parte, George Kaufman reconoce que la globalización en curso de los mercados financieros se sucede en medio de estructuras bancarias y formas de operación distintas entre los países.<sup>6</sup>

Para Michel Aglietta, la globalización financiera se ha sucedido en dos etapas. En la primera, durante la década de los setenta, el *shoc* petrolero modificó el reparto del ingreso mundial en favor de las regiones con fuerte tasa de ahorro, mientras que el financiamiento del sistema bancario internacional le evitó a la economía mundial una presión deflacionaria. La segunda etapa de la mundialización financiera se inició a fines de 1979. El centro de los desequilibrios se deslizó hacia los países del norte industrializado y el financiamiento del déficit de Estados Unidos modificó la distribución del ingreso mundial.<sup>7</sup>

Según este autor el exceso de endeudamiento, la gran inestabilidad de los tipos de cambio y las olas especulativas sobre las bolsas de valores, han contenido las ilusiones de los que creían que los mercados libres se disciplinaban por sí solos. La eficacia de los mercados para promover la competencia y disminuir los costos del financiamiento, no han entrañado su convergencia hacia un equilibrio estable sino todo lo contrario.

Para Aglietta, la globalización financiera implica un reto a la regulación del sector y no su desaparición. La incertidumbre es corrosiva para las finanzas y es la razón de los desequilibrios acumulados que, librados a sí mismos, pueden generar las crisis. En su propuesta de análisis, son los bancos centrales los que deben cumplir con la función de prestamista en última instancia, mediante una combinación de reglamentación prudencial, vigilancia y detección de las parte más débiles; esto es, de intervención discrecional:

*La globalización financiera no hace espontáneamente una buena compañía con la separación de los espacios monetarios. La discordancia extrema entre las políticas presupuestales [...] ha entrañado una variación poco común de las tasas de cambio y de interés [...] El aprendizaje de interdependencia concierne igualmente a los gobiernos [...] Los desequilibrios acumulados hasta ahora harían menos presión sobre las tasas de cambio y de interés si los gobiernos utilizan juiciosamente el grado de libertad nuevo que significa la pluralidad de monedas en un sistema financiero integrado: la administración activa de la composición por divisas de su deuda pública [...] La exigencia de coordinar políticas nacionales cede el paso a la corresponsabilidad en la regulación de una coyuntura mundial<sup>8</sup>*

Laurence Summers opina respecto de la desregulación financiera, que los economistas tradicionales que están a favor de la libertad y no regulación de los mercados no

pueden, reflexivamente, aplicarlo a las instituciones financieras. Desde su punto de vista, una presencia reguladora de los bancos centrales es necesaria, además de ser deseable una activa estrategia del prestamista en última instancia.<sup>9</sup>

Según el Banco de Pagos Internacionales, la estructura de los mercados financieros ha tenido profundos cambios en los años ochenta. En muchos aspectos estos cambios representan el fortalecimiento de las tendencias que emergieron en los setenta de creciente ascendencia de la filosofía de libre mercado, condiciones macroeconómicas favorables y una aceleración en la innovación tecnológica.

Para el citado instituto la velocidad de estos cambios varía de país a país, pero la dirección y los rasgos esenciales del proceso son comunes. A comienzos de la década de los noventa, muchas restricciones que limitaban la competencia y que estaban todavía presentes a fines de los setenta, habían sido removidas: restricciones en el tipo de negocios; en la localización geográfica; en la operación de las empresas financieras; en algunos casos techos sobre tasas de interés y/o tolerancia oficial a los arreglos tipo cártel. Al iniciar los noventa, ningún país de los más desarrollados conserva techos sobre las tasas de interés pasivas ni otras restricciones sobre préstamos; las restricciones sobre el tipo de negocios de los intermediarios han sido sustancialmente reducidas; son raros los casos de inversiones obligatorias y, en todo caso, de poca significación; restricciones de cartera sobre inversionistas institucionales tales como fondos de pensiones y compañías de seguros, han sido relajadas; los requerimientos de reserva obligatoria han sido reducidos y los controles sobre transacciones en monedas extranjeras y flujos de capital externo, en gran medida quitados. Las restricciones sobre tasas activas son cosa del pasado y sólo muy pocos países, entre ellos notablemente Japón, mantienen significativos controles sobre tasas pasivas al menudeo o comisiones de corretaje fijas.<sup>10</sup>

Asimismo, el Banco de Pagos Internacionales constata que la variedad de instrumentos se multiplicó: en 1980 un reducido número de países habían establecido mercados para bonos del tesoro, certificados de depósito y papel comercial; para 1991 lo habían hecho todos los de mayor desarrollo; además, con el avance de la técnica y la aplicación de la teoría financiera, en la década crecieron instrumentos sofisticados como futuros, opciones, *swaps* y combinaciones de éstos.<sup>11</sup>

De acuerdo con Arturo Guillén, entre los principales rasgos de la desregulación efectuada durante los ochenta destacan los siguientes:<sup>12</sup>

a) Desarrollo de instituciones financieras no bancarias;

b) pérdida de importancia relativa de los bancos frente a otros intermediarios financieros. Este proceso implicó el gradual abandono de las funciones tradicionales de

captación y crédito de los bancos. La menor participación de los billetes y de cuentas de cheques (M1) en el dinero en circulación frente a otras formas de dinero que se miden en M4, refleja fielmente esta situación;

c) creación de nuevos instrumentos financieros, incluyendo instrumentos de alto riesgo como los "bonos chatarra", los mercados de futuros de divisas y títulos, las órdenes de recompra, etcétera. En la actualidad en Estados Unidos existen cerca de 600 instrumentos financieros, contra apenas unas cuantas decenas registradas al inicio de los ochenta;

d) reforzamiento de las tendencias a borrar las fronteras de las instituciones especializadas y a la creación de una banca universal; y

e) internacionalización creciente de las operaciones bancarias.

Más allá de lo que cada autor conceptualiza como globalización y desregulación financiera, durante las décadas de los setenta y ochenta se sucedió una liberalización de las barreras a la competencia económica y financiera en distintos mercados.

Los más importantes elementos de desregulación de muchos de los mercados financieros, podrían enumerarse de manera sintética como sigue:

1) Desregulación de tasas de interés. Se han quitado las reglamentaciones que imponían techos sobre éstas, lo mismo que prohibido los arreglos de cártel en este campo.

2) Se han simplificado los controles de crédito, de inversión y de depósitos obligatorios, cuando no abolido completamente.

3) Se ha incrementado el número de intermediarios financieros y ha avanzado su desespecialización y diversificación.

4) Se ha multiplicado el número de instrumentos financieros con reglas mínimas o inexistentes respecto de su creación, operatoria y expresión en los balances de las instituciones.

5) Han sido removidos muchos de los obstáculos que impedían la expansión doméstica y externa de los intermediarios, para lo cual la aplicación de la informática y de las telecomunicaciones ha sido un elemento dinamizador.<sup>13</sup>

Los propios intermediarios financieros han presionado para que se desregule y se modifiquen ciertas normas o leyes que organizan o limitan la competencia. Éstos han apro-

vechado la falta de normativas para modificar en la práctica sus operaciones de intermediación de manera más conveniente, a fin de hacerle frente a la competencia.

Muchos de los análisis sobre la desregulación financiera se preguntan si esta será completa y si llegaremos a una globalización integral de los mercados financieros; o bien si en realidad se tiende hacia la recomposición de un nuevo marco regulador. Como puede constatarse, las ideas reseñadas mantienen diferencias considerables respecto de si estamos frente a una desregulación total o ante un cambio de ésta.

En gran medida las diferencias entre los distintos enfoques sobre la desregulación proceden, a la vez, de dos elementos: una posición más bien ideológica-política acerca del mercado y su capacidad de asignación eficiente; y otra relativa a la caracterización de los orígenes de la desregulación financiera.

Algunas versiones parten de la idea de que la regulación previa y la intervención de los gobiernos fueron creando la ineficiencia del mercado y de los intermediarios, a lo que coadyuvaban las políticas macroeconómicas. Así, la desregulación, que fue posible también por la innovación financiera y las modernas tecnologías informativas, avanza en medio de la inestabilidad financiera hasta que efectivamente se logre articular el mundo financiero por la fuerza de un mercado libre y realmente mundial. Según esta versión, si bien la desregulación se ha dado en medio de la inestabilidad financiera, esta última procede de las condiciones preexistentes y no de la desregulación. Sólo el retiro del Estado y la desregulación garantizará la vuelta a la estabilidad financiera con intermediarios y mercados financieros consolidados.

Otras aproximaciones consideran que el proceso de desregulación tiene su origen en la inestabilidad financiera. La desregulación procedería de la internacionalización de las actividades financieras y del rezago en la concertación de un marco regulador eficiente.

Establecer una mejor comprensión del sentido de la desregulación, en donde la normatividad continúa jugando un papel muy importante y la intervención del Estado, si bien se ha modificado, no tiende a desaparecer, parece ser un requisito para poder avanzar en la modificación de los términos del financiamiento de la acumulación.

## II. Desregulación y moneda. La moneda integrada y la integradora

Más que avanzar hacia un mundo integrado, la realidad económica de nuestros días permite establecer en una primera aproximación la presencia de bloques económicos, en los cuales incluso se puede distinguir una moneda que tiende a hegemonizarlos con mayor o menor fuerza. Así, se prefiguran tres zonas monetarias: la del dólar, la del marco y la del yen.

Sin embargo, estas zonas no parecen avanzar hacia su consolidación. En el pasado, la configuración de una moneda integradora permitía que se establecieran términos de intercambio en todo su espacio económico y la intermediación financiera fundaba la expansión crediticia en dicha moneda. La desregulación financiera en nuestros días, al remover barreras en la competencia y abrir mercados a la competencia de intermediarios financieros con distinta fuerza y presencia, tiende a desintegrar zonas monetarias y crediticias, mientras se prefiguran las tres zonas monetarias que no mecánicamente tenderán a consolidarse.

De acuerdo con De Bernis, la moneda se encuentra en el corazón del proceso de integración. Es una moneda integradora que permite configurar un sistema de precios únicos al interior de la zona integrada.<sup>14</sup>

El proceso de configuración de zonas no es sólo monetario, sino también crediticio. Así, la banca como creadora de dinero-crédito en moneda local, queda sujeta a la emisión de un mero signo de la moneda integradora, o bien inmersa en franca competencia con los intermediarios extranjeros por alcanzar alguna posición en el mercado del país integrador. Refiriéndose a los servicios bancarios de las zonas integradas bajo cierta hegemonía monetaria y crediticia, De Bernis señala que los bancos que en ellas operan no pueden adoptar un papel activo en el proceso de acumulación, en el financiamiento de largo plazo a la inversión; mientras que los bancos que descuentan y extienden crédito en la moneda hegemónica, sí pueden desempeñar ese papel activo.

*En efecto, [...] la imposibilidad de una dirección nacional del crédito en el país integrado tiende bien sea al hecho de que la moneda que circula internamente, bajo una forma u otra, sea la del país dominante, o bien, en un sistema monetario más independiente, a que la relación de fuerzas sea favorable a los bancos extranjeros, puesto que ellos no tienen necesidad de descuento local [...] Por contra, es necesario constatar que los bancos locales son netamente desfavorecidos, lo que disminuye por rebote su capacidad de movilizar el ahorro local y también en desventaja en su capacidad de intervención, y de otra parte lo que invierte el eventual control del crédito dentro de la metrópoli, que por intermediación de los movimientos de capital bancario al seno del*

*sistema productivo, repercute dentro de los países integrados sin que sus dirigentes tengan una palabra para decir.*

*La banca [...] (de la zona integrada) [...] moviliza el ahorro de los grupos sociales de ingresos elevados sin tener necesidad de ellos para sus propias actividades, la sola utilización rentable para la banca y para el depositante es la colocación de este ahorro en el extranjero. Esta operación dramáticamente negativa para la economía nacional, es muy rentable para los bancos extranjeros que son una competencia muy viva con la banca local [...] Para el país integrador es una fuente no despreciable de excedente.<sup>15</sup>*

Así, como he avanzado en trabajos previos, para las economías de menor desarrollo relativo la apertura financiera en curso significa no sólo cesión de soberanía y pérdida de control sobre su política monetaria sino también, y muy especialmente, pérdida de la capacidad de utilizar su excedente y movilizar sus recursos y ampliar el crédito para el proceso de acumulación. Se trata, por tanto, de un problema económico y político cuando el financiamiento de la acumulación pasa a ser conducido desde otro espacio político.

### **III. Competencia, desregulación y regulación**

El tipo de competencia que abre la crisis de largo plazo, obliga a modificar las normas y leyes que rigen al sistema financiero. Las empresas del sector deben enfrentar dos aspectos: por un lado, la competencia para intermediar un mayor volumen de recursos en busca de renta, en condiciones de baja de la tasa de ganancia y de incertidumbre; por otro, los cambios en el patrón monetario, esto es, el cambio en la hegemonía monetaria en ciertos países, con lo que los bancos puede o deben realizar operaciones en otras monedas y darse las condiciones para poder ejercer el multiplicador bancario en las monedas más convenientes, mientras no se resuelve el problema de la hegemonía monetaria. De no hacerlo así, se convierten en lo que Minsky llama "banca colonial", una banca que financia bienes en tránsito, pero que no está financiando la acumulación.<sup>16</sup>

Como se ha señalado líneas arriba, para algunos analistas el tipo de desregulación que se ha dado en los ochenta ha llevado a la mundialización de los mercados financieros. Una integración que está cambiando el patrón de financiamiento de la acumulación; que se corresponde con cierto nivel de desarrollo de las fuerzas productivas, con una incorporación tecnológica acelerada en el sector que le mantiene interconectado a nivel mundial las 24 horas del día. Una integración que hace imposible desvincular los distintos mercados financieros, mientras que la tendencia a armonizar los diferentes marcos regulatorios financieros de las economías capitalistas desarrolladas está apuntando en el sentido de

ordenar, garantizar y consolidar la integración financiera, propia de la globalización económica.

Sin embargo, algunos analistas como Krugman y Kindleberger<sup>17</sup> coinciden en señalar que la interconexión de los mercados no es un fenómeno reciente, a pesar del menor desarrollo de la técnica en comunicaciones y transportes.

Respecto de la innovación financiera, otros sostienen que tampoco se puede hablar de que sea un elemento novedoso ya que muchos de los instrumentos incorporados en la década de los ochenta, ya se usaban en 1929. El avance técnico en el sector ha hecho posible la expansión de los intermediarios entre la población de altos ingresos y las mayores empresas no financieras. Esta expansión tecnológica ha acelerado los flujos financieros, pero no fue necesaria para la interconexión de los mercados.

Por su parte, la innovación técnica en el sector ha condicionado modificaciones en la organización de los intermediarios y ha dado un nuevo aire a la innovación financiera. Sin embargo, no parece estar reflejando la existencia de un nuevo patrón de financiamiento de la acumulación. Más bien parecería que ha obligado a las empresas a adaptarse a otras condiciones financieras, en la medida en que la deflación ha avanzado sin encontrar un freno en la expansión del crédito. De ser así, el papel de la innovación técnica en el sector ha sido el de reducir las presiones sobre la cotización de los activos, frenando con su acelerado intercambio una desvalorización profunda y rápida. Por tanto, estaría en ese sentido reduciendo las presiones deflacionarias sobre activos financieros, pero distribuyendo de manera desigual los efectos de la propia deflación. Por ello, podría decirse que el desarrollo técnico en el sector se ha encontrado subordinado a las necesidades de rentabilización de las carteras en condiciones de deflación.

A lo largo de la actual crisis pueden identificarse elementos desregulatorios en las relaciones financieras. Sin embargo, quizás podría destacarse el hecho de que durante la primera fase de la crisis esta desregulación abre y amplía espacios a la competencia de los intermediarios financieros y sus monedas, profundizando la internacionalización. La misma inflación, con modificación en los precios relativos, acelera la centralización de capitales. Se distingue también de la desregulación de la década de los ochenta, cuando se origina el proceso deflacionario actual y la desregulación enfatiza la cobertura del riesgo: riesgo de pérdida financiera o quiebra que se percibe de manera directa e inminente, la multiplicación de garantías y la propia innovación financiera; el respaldo gubernamental, o incluso el traspaso de pérdidas a los presupuestos públicos a través de la modificación de las normas contables y fiscales, o bien a través de rescates.

En esta segunda etapa encontraríamos, además, la percepción de la necesidad de volver a imponer normativas, aunque muy enfáticamente se rechaza --al menos por el

momento-- la posibilidad de retornar a los esquemas anteriores de política monetaria y financiera. La incertidumbre financiera, la multiplicación de quiebras aun en los países industrializados; la creciente dificultad de los Estados nacionales para frenar la propagación de las quiebras bancarias; el temor de que se genere una crisis financiera que signifique un descenso generalizado de todos los activos; la incapacidad de los órganos supervisores locales para prevenir los estados de insolvencia o iliquidez de los intermediarios; todo ello ha sido motivo de preocupación de los gobiernos, cuando menos hasta los últimos meses.

Durante la década de los ochenta, frente a las tendencias deflacionistas de la crisis,<sup>18</sup> la desregulación perfila otro sentido. El riesgo de quiebra y las quiebras mismas provocan la modificación del sentido desregulador buscando operaciones, instrumentos y reorganización de intermediarios con garantías y posiciones solventes más que una expansión del crédito y de los mercados financieros. Por otro lado, las autoridades reguladoras y supervisoras promueven un cambio a fin de preservar la integridad de los sistemas financieros, evitar una crisis generalizada en el sector que pudiera provocar una devaluación drástica de todos los activos financieros; tratando de que tales medidas no eleven los costos de intermediación.

Así, al Concordato de Basilea que a mediados de los setenta otorgó la supervisión de las sucursales bancarias a los países de localización de las matrices, se suma el Acuerdo de Basilea respecto de la relación capital activos de 8 por ciento de los bancos, finalmente aprobado en 1988 y vigente en la actualidad entre los bancos de los países más industrializados.

Sin embargo, la quiebra del Banco de Crédito y Comercio Internacional (BCCI) vuelve a poner en entredicho la efectividad de las medidas y las condiciones de las autoridades reguladoras para poder actuar, en particular en el control de las operaciones internacionales, por la necesaria coordinación de diversos cuerpos reguladores y la legislación prevaleciente en relación con el secreto bancario. El Comité de Basilea ha fijado nuevas pautas con el objeto de enfatizar la responsabilidad reguladora de las autoridades de los países en donde se ubican las matrices de los bancos, sobre el control de sus operaciones internacionales. Pero también acordó que las autoridades reguladoras de los países en donde se encuentran las sucursales de bancos extranjeros, tienen derecho a rehusar el acceso a su mercado e, incluso, tomar medidas restrictivas contra sucursales que ya se encuentren en su territorio y que no estén cumpliendo adecuadamente con las normas que las autoridades regulatorias les imponen en su propio país.<sup>19</sup>

Se ha optado en esta línea por la regulación llamada prudencial, buscando mantener la solvencia de los intermediarios bancarios tanto por el incremento en la relación



capital-activos, como por la calificación de los activos y su distinta ponderación, esto es, una combinación de *stock approach* y *cash-flow concept*.

Sin embargo, los límites que exhibe esta re-regulación sobre la intermediación financiera son visibles incluso para las propias autoridades reguladoras, entre ellos: el debate acerca de extender las normas de capitalización a los intermediarios bursátiles; el control del riesgo involucrado en la concentración de activos en ciertas actividades, empresas o países; los problemas involucrados en la supervisión de entidades financieras conglomeradas. Todo esto ha sido abordado en las distintas reuniones del Comité de Basilea pero con un carácter resolutivo aún muy lejano, particularmente por la existencia de marcos regulatorios y formas de organización muy distintos en cada uno de los sistemas financieros de las principales economías.

## Notas

\*Se agradece el apoyo para la realización de este trabajo a José Martín Guerra Moreno y Ricardo Calvo Tenopala.

1 Puede consultarse a Arturo Guillén Romo, "La fase deflacionaria de la crisis estructural", ponencia presentada en la Academia Mexicana de Economía Política el 18 de octubre de 1990, México; Gregorio Vidal, "El momento de la crisis: por el camino de la deflación y la constitución de espacios económicos regionales", en "Economía, Teoría y Práctica", *Nueva Época* No. 2, UAM-Iztapalapa, México; Gérard De Bernis, "El capitalismo contemporáneo", Editorial Nuestro Tiempo, México, 1988; Unctad, "Trade and Development Report", 1992.

2 Véase Catherine Mansell, "Las nuevas finanzas en México", Editorial Milenio, México, 1992, p. XXVIII.

3 "El proceso de globalización financiera en México", Bolsa Mexicana de Valores, México, 1992, pp. 16 y 19.

4 Felstein, Martin (editor), "The risk of Economic Crisis", *University of Chicago Press*, Chicago, 1991, p. 58.

5 *Ibid*, p. 86.

6 Kaufman, George, "Banking Structures in the mayor countries", Kluwer Academic Publishers, Nueva York, 1991.

7 Aglietta, Michel *et al*, "Globalisation Financiere: L'aventure obligée", Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales, Editorial Económica, París, 1990, p. 3.

8 *Ibid*, p. 7.

9 Felstein, Martin, *op. cit.*, p. 148.

10 Banco de Pagos Internacionales, *Informe Anual*, Basilea, junio de 1992, pp. 191-192.

11 *Ibid*, p. 193.

12 Guillén, Arturo, "La fase deflacionaria de la crisis estructural", *op. cit.*, p. 27.

13 Al respecto puede verse a Eugenia Correa, "Los mercados financieros y la crisis en América Latina", Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México, 1992.

14 De Bernis, Gérard y Maurice Byé, "Relations Economiques Internationales", Ed. Dalloz, quinta edición, París, 1987, pp. 842-844.

15 *Ibid*, pp. 855-856.

16 Minsky, H., "La banca central y el comportamiento de una economía", texto de una conferencia de agosto de 1997. Aparecido en L. Bendesky (compilador), "El papel de la banca central en la actualidad", CEMLA, México, 1991, p. 192.

17 Kindlerberger, C., "Manías, pánicos y *cracs*. Historia de las crisis financieras", Ed. Ariel Económica, Barcelona, 1991.

18 Puede consultarse "Trade and Development Report", UNCTAD, 1992. Allí se señala que la inesperada severidad de la recesión global refleja la presencia de un proceso *debt-deflation* en un número de economías industrializadas, proceso que no se había experimentado desde la Gran Depresión de los treinta.

19 Al respecto puede verse UNCTAD, *Informe Anual*, *op. cit.*



# **Cambios regulatorios en los sistemas monetarios y financieros. Desafíos para la regionalización de América del Norte**

**L. Federico Manchón C.**

Bahamut

Dios creó la tierra, pero la Tierra no tenía sostén y así bajo la Tierra creó un ángel bajo el ángel un peñasco de rubí bajo el peñasco un toro y bajo el toro un pez llamado Bahamut, y bajo el pez puso agua, y bajo el agua puso oscuridad, y la ciencia humana no ve más allá de ese punto.

Jorge Luis Borges .  
"Manual de zoología fantástica"

## **I. La dialéctica de los mercados**

Como lo sugiere Borges en el epígrafe, parece inevitable que la explicación causal del mundo se pierda en la oscuridad o remita a la aceptación inexplicable del infinito.

Seamos menos ambiciosos y reduzcamos nuestra atención a las cadenas causales dentro de las cuales algunos pretenden encerrar la explicación de lo económico. Un buen punto de partida es pensar que dentro de los límites en que se busca la explicación de lo económico, posiblemente no podamos encontrar últimas instancias firmes que agoten dichas cadenas causales.

## Los Estados como elementos de la economía

Ciertas concepciones ampliamente difundidas consideran que agentes que no son agentes privados, son extraños a los mercados y sus prácticas alteran el funcionamiento natural de los mismos. Los Estados ocupan el primer lugar entre estos *aliens*. Retomando una distinción reciente,<sup>1</sup> la inclusión o no de sus prácticas permite la distinción entre análisis económico y economía política. El análisis económico versaría sobre una economía definida exclusivamente por agentes privados. La economía política incluiría la superposición de la práctica de los Estados sobre la economía, que habría sido previamente definida.

En todo caso la discusión sobre la intervención de los Estados en los mercados, que se intensificó durante la crisis del keynesianismo de los años setenta, se organizó sobre el substrato básico compartido de que los Estados pueden intervenir, sea para bien o para mal, pero que son extraños a la economía. Esta exclusión ha servido a su vez para justificar las definiciones independientes de la economía, por una parte, y del dinero por otra.

Esta separación ha tenido dos consecuencias importantes. La primera se refiere a la creación de la moneda y la variación de su cantidad, como manifestaciones de una voluntad política que no está determinada por el mercado. La segunda permite considerar que en la manipulación estatal de las variables monetarias, con o sin banco central autónomo respecto de los requerimientos fiscales, se encuentra el origen o la solución de problemas que enfrenta la economía.

Conviene hacer notar que las definiciones independientes de la economía y del dinero son compartidas tanto por los que defienden la tesis de neutralidad monetaria, como por los que la rechazan. En efecto, una vez adoptada como común denominador la tesis del dinero cualitativamente definido por el Estado, la discusión discurre en torno de las variaciones en la cantidad del mismo y acerca de qué o quiénes determinan esas variaciones.

En los años ochenta, con la implementación de políticas económicas que renunciaron más o menos explícitamente a la tradición keynesiana, la discusión pasó a un segundo plano y la defensa del pragmatismo<sup>2</sup> como fundamento de la economía política ganó terreno. En lo que llevamos de los noventa las cosas siguen igual. Pero, eso sí, se han mantenido las loas a la libertad de los mercados que sin embargo y en contra de lo que cabría esperar, no han sido acompañadas de una reducción de la participación de los Estados en los mercados.<sup>3</sup>

Detengámonos un momento en el problema teórico. No tenemos por qué limitarnos a este terreno compartido por quienes defienden la intervención del Estado, a la que consideran correctora de las deficiencias innatas de los mercados y por aquéllos que la rechazan

por considerarla una traba para que las naturales virtudes de los mercados puedan desplegarse plenamente.

Es posible imaginar un terreno distinto. En él, la economía no puede definirse si se marginan los agentes privados o si se excluyen los Estados. Aquí ambos son elementos necesarios de la economía, de los que no puede prescindirse en ningún nivel del análisis. La pretensión de definir la economía sin Estados es tan absurda, como la de definirla sin empresas. En este nuevo terreno es posible cuestionar la validez de la distinción metodológica entre análisis económico y política económica.

Pero limitándonos al tema del ensayo, se desprende de este distinto punto de partida que la opción entre mercados regulados, vale decir con injerencia de los Estados, o desregulados, esto es con ausencia de la misma, es una falsa alternativa que impide el correcto desarrollo de la discusión teórica. El ambiente común más conveniente para la solución de los problemas de los mercados es aquél que aborda como relaciones económicas las relaciones entre los agentes privados y los Estados, es decir, como relaciones sin las cuales ningún análisis económico es válido.

### **Los límites de la relación causal entre los Estados y las empresas**

Pero aun después de haber admitido que tanto los agentes estatales como los privados son elementos de la economía, hay quienes<sup>4</sup> pretenden localizar en alguno de estos dos tipos de agentes la explicación última del comportamiento de los mercados.

Empero ni los agentes privados determinan en última instancia los mercados, ni los Estados pueden en última instancia determinar los límites dentro de los cuales las empresas pueden definir estrategias. Esta es la dificultad principal con que chocan los estructuralistas y los neoestructuralistas cuando tratan de definir una estructura que pudiera servir de marco firme y estable, cuando menos por un tiempo, dentro del cual poder inscribir las estrategias de las empresas.

En realidad, los efectos, como por ejemplo los cambios estratégicos de las empresas ante una modificación de la regulación estatal, se nos presentan como causas de un nuevo cambio en la conducta del Estado y así sucesivamente. La salida a este dilema se encuentra en el común denominador compartido tanto por las empresas como por los Estados.

Una aproximación a la definición de este factor común que buscamos, probablemente pueda lograrse a través de una definición del capitalismo mediante dos constantes que lo recorren longitudinalmente. La primera es el desarrollo de las fuerzas productivas y

la segunda es la definición monótonica de las conductas de los agentes públicos y privados, para maximizar la escala de su propia reproducción en términos de valor.

De manera provisoria aceptamos considerar en este trabajo la situación en términos de opciones de regulación estatal, pero lo hacemos teniendo en cuenta que dichas opciones quedan acotadas por el trasfondo definido por las constantes referidas y que, además, se dan en un ambiente históricamente determinado.

## **II. Regulación y desregulación de los mercados monetarios y financieros**

Podemos estar de acuerdo con la interpretación ampliamente difundida de que, tanto a nivel nacional como internacional, vivimos todavía en un ambiente de desregulación monetaria y financiera. El elemento central de dicha desregulación es la supresión más o menos generalizada de las viejas normas públicas de intervención de los organismos públicos en los mercados monetarios, financieros y de tipos de cambio.

Pero conviene precisar algunas características de este proceso. La desregulación no ha sido un acto gracioso de los Estados. Ella denota, por el contrario, un desarrollo de las fuerzas productivas expresado, en el caso que nos ocupa, en una aproximación al tiempo real tanto en el procesamiento de información como en su transmisión a cualquier lugar del planeta; desarrollo que tuvo dos efectos encontrados. Permitió que los regulados, es decir las empresas que operan en el sector financiero de la economía, pudieran actuar a su favor eludiendo dichas normas; y simultáneamente, cuestionó el uso de la vieja regulación, como un factor monopólico para privilegiar a los bancos como agentes financieros.

Conviene aclarar enseguida tres cosas. En primer lugar, la desregulación no ha significado una disminución de la injerencia estatal en los mercados. Que la injerencia de los Estados se torne menos regulada no significa necesariamente que sea menor, sino que probablemente se vuelve más arbitraria. El incremento del gasto público en relación al producto sugiere que, junto con la desregulación, creció la capacidad del Estado de afectar la economía. La injerencia estatal más arbitraria puede estar vinculada a su vez y dicho sea de paso, al reforzamiento del papel de las instancias ejecutivas y administrativas, a costa del papel de sus instancias deliberativas y legislativas.

En segundo lugar, la desregulación estatal no ha significado una operación autorregulada de los mercados, en el sentido preciso de que estos tengan un funcionamiento regular automático independiente de la voluntad individual o grupal de los agentes privados.



Por el contrario y retomando la afirmación de un funcionario de la Bolsa de Valores mexicana, que puede sonar como un barbarismo para un purista del análisis económico, fundado en última instancia en el postulado del equilibrio general, "la desregulación es buena porque permite que nos autorregulemos, es decir que nos demos nuestras propias normas."

Los economistas institucionalistas tienen razón en este punto. El mercado, lejos de ser homogéneo, es grumoso. O, dicho de otra manera, los centros privados de decisión sobre lo social tienen, como siempre, capacidad de influir sobre el mercado. Capacidad que, sin embargo, es cada vez mayor debido a que la transformación de la base productiva ha venido provocando una creciente socialización inmediata de los medios de producción la cual, como ocurre desde la primera revolución industrial, es factor del aumento de las dimensiones de la planta y de la empresa.

En todo caso los agentes de intermediación financiera, bancos o no, tienen capacidad de influir, individual o colectivamente, a través de la cartelización en el comportamiento de los mercados. Y si bien en la desregulación es posible percibir la intención estatal de eliminar un factor monopólico de origen político, en ella se manifiesta al mismo tiempo la voluntad estatal de que las empresas financieras puedan operar con menos restricciones en todo tipo de actividad financiera. El resultado más o menos generalizado ha sido la constitución de los grupos financieros o de la banca universal. Esta capacidad de los agentes financieros ha resultado potenciada, además, por la densa red de relaciones que tienen con otros agentes privados que operan en otros lugares de la economía, así como con los Estados y sus diversas instancias. La capacidad oligopólica de las empresas financieras está lejos de depender exclusivamente de una concesión estatal graciosa y normada de privilegios cuasi monopólicos.

En fin, en tercer lugar, la desregulación no constituye una tendencia que vaya a mantenerse indefinidamente. Por el contrario, pareciera que nos encontramos en vísperas de un cambio de tendencia, si es que dicha inflexión no se ha producido ya. Lo que no significa de ninguna manera que vaya a restaurarse la regulación anterior.

El futuro más o menos inmediato se caracterizará por una re-regulación de las relaciones monetarias y financieras, pero no a través de la restauración de la vieja regulación sino mediante una nueva regulación que parece estar todavía en gestación, pero de la cual pueden percibirse ya algunos de sus rasgos principales.

Tres preguntas pueden organizar nuestra búsqueda. Primero, ¿cuáles fueron las características de la regulación en crisis? Segundo, ¿cómo ha venido ocurriendo la desregulación? Y, por último, ¿qué rasgos se pueden entrever ahora de la regulación emergente?

## **El ambiente de Bretton Woods**

El auge económico y la hegemonía internacional de Estados Unidos, aceptada a regañadientes, permitieron que el régimen de tipos de cambio fijos, que tuvo en realidad una duración relativamente corta, desde inicios de los sesenta a principios de los setenta, estuviera acompañado de políticas monetarias nacionales más o menos eficaces, fundadas en el uso de los instrumentos tradicionales de variación de la base monetaria y regulación de tasas de interés por parte de los bancos centrales, a través del redescuento o mediante controles directos.

Puede decirse, aunque es una caracterización discutible, que en los principales países del mercado mundial generalmente hubo congruencia entre la política monetaria, la política de tipos de cambio y la política fiscal.

Las relaciones entre cada banco emisor y los intermediarios financieros que operaban bajo su égida, estaban aceptablemente organizadas sobre la base de la imposición y aceptación de centralidad de la intermediación bancaria. La intermediación financiera no bancaria desempeñaba un papel menor y el financiamiento directo de las empresas no tenía mayor importancia.

El riesgo sistémico de los sistemas financieros nacionales, definido como el proceso de propagación al sistema de un evento financiero negativo, era bajo, lo que permitía una regulación más o menos explícita del banco central. Los reguladores financieros distintos del banco emisor desempeñaban, desde el punto de vista del comportamiento financiero global, un papel menor.

Las operaciones extrafronterizas eran escasas y las corridas internacionales de capital a corto plazo pudieron ser más o menos bien controladas.

## **Depresión en la economía global, trastruque en el mercado mundial y cambios institucionales**

Hacia fines de los años sesenta la economía mundial ingresó en un periodo depresivo del que todavía no salimos. No pretendemos hacer en esta ocasión una caracterización cíclica de la acumulación. Solamente contraponemos el comportamiento global de la acumulación de este periodo con el inmediatamente precedente, que comenzó a fines de la Segunda Guerra Mundial. El crecimiento se redujo y el producto per cápita lo hizo aún más. El desempleo creció significativamente.

En el mercado mundial ocurrieron dos fenómenos que deben ser recordados. El primero fue que los países en vías de desarrollo, que parecieron escapar al comportamiento

económico global depresivo durante el exceso de liquidez en la década de los setenta, sufrieron un estancamiento durante los ochenta que aumentó la debilidad relativa que ya tenían en el mercado mundial.<sup>5</sup>

El segundo fue que la declinación relativa de Estados Unidos respecto de Europa occidental y Japón, alcanzó un nivel crítico que condujo a la modificación del comportamiento macroeconómico de Estados Unidos. Esta modificación implicó, a su vez, la denuncia por parte de ese país de los acuerdos de regulación monetaria y financiera internacionales, de los cuales era el responsable principal.

La declaración de inconvertibilidad del dólar en oro del 15 de agosto de 1971, la aplicación de una política monetaria expansiva para facilitar la reelección del presidente Richard M. Nixon en 1972 y la devaluación de diciembre de ese mismo año, son los hitos en los que puede fijarse el cambio de orientación en la definición de la responsabilidad de Estados Unidos respecto del sistema monetario y financiero mundiales.

La respuesta europea no se hizo esperar. En abril de 1972, los países de la Comunidad Económica Europea acordaron una banda de fluctuación de tipos de cambio comunitarios del 2,25 por ciento. En la Primera Cumbre de Jefes de Estado de la Comunidad, efectuada en París en octubre de ese mismo año, se acordó la realización de la Unión Económica y Monetaria Europea. Seis meses después, en abril de 1973, comenzó a funcionar el Fondo Europeo de Cooperación Monetaria, administrado por el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales, dependiente de las directivas de política económica del Consejo de Ministros de la Comunidad y que tuvo como tareas principales armonizar la actividad de los bancos centrales para reducir la variación de los tipos de cambio; así como transferir reclamaciones y obligaciones derivadas de intervenciones realizadas sobre monedas de los miembros, efectuando las transferencias necesarias para equilibrar los saldos intracomunitarios.<sup>6</sup>

En la misma época abundaron las lamentaciones y se constituyeron grupos de expertos para estudiar las modificaciones del sistema monetario internacional. Pero en la reunión de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional (FMI) de enero de 1976, en Kingston, Jamaica, quedó internacionalmente formalizada la desaparición del régimen de tipos de cambio fijos. Las disposiciones de Bretton Woods sobre la definición de las paridades, así como las modalidades de su defensa hasta entonces obligatorias para los miembros del Fondo, fueron derogadas. Se suprimió toda referencia de las paridades al oro. La adopción formal de los Derechos Especiales de Giro como nuevo patrón e instrumento de reserva del sistema monetario internacional, no tuvo mayor eficacia. Las condiciones para un sistema monetario mundial sin patrón monetario internacional, estaban echadas.

Las paridades flotantes liberaron formalmente el uso de las políticas macroeconómicas en la competencia internacional. Se generó, así, una crisis del sistema de regulación internacional de los flujos de capitales y creció la importancia de factores distintos a los que se pueden encontrar reflejados en el comportamiento de la cuenta corriente en balanza de pagos. Las expectativas de los agentes privados acerca de modificaciones competitivas en las tasas de interés y en los tipos de cambios, llevadas a cabo en la contienda macroeconómica, se transformaron en elementos cada vez más importantes en sus decisiones de inversión en activos muebles financieros.

En lo que a la calidad de los mercados financieros se refiere, comenzaron a desdibujarse las diferencias entre intermediación bancaria y no bancaria. También aumentó la actividad financiera de las empresas no financieras, bursátil o directamente.

Respecto de la dimensión estatal nacional de los mercados financieros, la liberación de las tasas de interés como arma competitiva internacional y la flotación cambiaria, así como el efecto de los impactos iniciales del cambio tecnológico en el ramo y la falta de adaptación normativa suficientemente rápida, produjeron un aumento de las actividades financieras transfronterizas.

Como consecuencia se desarrollaron, aunque no resultaran nuevos, mercados de futuro para tipos de interés de colocaciones denominadas en diversas monedas, así como mercados de futuro de tipos de cambio. Las posibilidades de arbitraje interespacial, internacional, intertemporal y entre los diversos tipos de colocaciones financieras se volvieron prácticamente infinitas, merced a la aproximación al tiempo real en la transmisión y procesamiento de la información.

Los flujos internacionales de capital crecieron y su composición cambió a favor de las colocaciones bancarias y la inversión de portafolio, en contra de la inversión directa. El euromercado creció y diversificó sus divisas y sus plazas.

Sandretto [1984] consideró que se estaba operando la metamorfosis del "sistema monetario internacional", regulado por los Estados y sus bancos centrales, en un "sistema financiero internacional" de regulación privada. Nos parece una caracterización exagerada. Pero es cierto que el crecimiento de las actividades transfronterizas afectó la eficacia de los sistemas financieros nacionales, la centralidad de la intermediación bancaria y, por último, la capacidad de los Estados y los bancos centrales más importantes para regular sus propios sistemas financieros e influir en el sistema financiero internacional.

Si entre 1972 y 1979 Estados Unidos fue fuente principal de la liquidez internacional, en octubre de ese último año llevó a cabo un cambio en su política macroeconómica que produjo una inversión en su papel internacional y alteró las condiciones de la liquidez global. No sólo dejó de ser fuente de liquidez internacional sin que otras lo sustituyeran, lo

que provocó una supresión del exceso de liquidez, sino que, gracias a la combinación de una política monetaria contractiva y una política fiscal expansiva, se transformó en un centro ciclónico que absorbió el grueso de los flujos internacionales netos de capital espontáneo del sistema. El promedio anual de importaciones estadounidenses netas de capital espontáneo entre 1983 y 1990, fue de 5,500 millones de dólares.<sup>7</sup>

La falta de compatibilidad de las políticas macroeconómicas en los principales actores del sistema, derivada de su uso competitivo, garantizaba la inestabilidad de los tipos de interés y de las paridades cambiarias. Mediante las *international banking facilities* de 1981, que permitían la apertura de cuentas a no residentes libres de reglamentación fiscal y bancaria, Nueva York entró en la disputa por un euromercado en vertiginosa expansión. La desregulación de los sistemas financieros nacionales de los principales países, había comenzado.

La tendencia a la modificación estructural fundamental de los sistemas financieros nacionales, ha sido resumida por el FMI [1992] como de desintermediación bancaria y de bursatilización. La consecuencia de esta tendencia, mucho más desarrollada en Nueva York, Londres y París que en Francfort, Amsterdam o Bruselas, ha sido una disminución de la importancia de las operaciones tradicionales de los balances bancarios y una expansión de las actividades fuera de balance.

El informe identifica cuatro fuentes de riesgo sistémico de la estructura financiera emergente. Primero, el aumento del riesgo en los activos bancarios sin un aumento correlativo del costo en los pasivos; segundo, la dificultad de la evaluación del riesgo global de las instituciones financieras por el aumento de operaciones fuera de balance; tercero, el aumento de la dependencia de los mercados de valores y de las instituciones financieras de una mayor disponibilidad ininterrumpida de liquidez, sin generar riesgos excesivos en el futuro; y, cuarto, la más frecuente y mayor intervención de los bancos centrales provocada por el carácter bursatilizado del sistema financiero.

### **El futuro ya comenzó**

Pero los mismos cambios que sugerían la transformación de un orden monetario en otro financiero, desencadenaron un incremento sustancial de las actividades de los ministros y gobernadores de bancos centrales del Grupo de los 10 (G-10), el cual había sido fundado poco antes de la efectiva convertibilidad de las monedas europeas, en 1961. El rol central que había adquirido el G-10 en el Fondo respecto de la defensa de las paridades bajo el sistema de patrón dólar oro, resultó reforzado bajo las nuevas condiciones de paridades flotantes, después de su efímera conversión en Grupo de los 20, a través del cual se pretendía la representación de los países en desarrollo. Actualmente los ministros y gobernadores del G-10 se reúnen diez veces al año.

Además en noviembre de 1975, inmediatamente antes del cambio estatutario del Fondo, se produjo la primera reunión de ministros del Grupo de los 5, el cual en su doceava reunión de 1986 se transformó, con la incorporación de Italia y Canadá, en el Grupo de los 7 (G-7), desde entonces principal foro de discusión de las políticas macroeconómicas.

Por otra parte, gracias al cambio en las condiciones de liquidez internacional desde 1979, así como a la implementación de una creciente condicionalidad cruzada para el otorgamiento de financiamiento extraordinario por parte del Fondo y del Banco Mundial (BM), la capacidad de supervisión internacional de los ajustes exigidos a los miembros más débiles del sistema creció enormemente. Por lo que a ellos respecta, el garrote creció tanto que sólo bastó mostrar la zanahoria para imponer disciplina.

Es cierto, en consecuencia, que la supresión del sistema de paridades fijas permitió el uso de variaciones de tasas de interés y de tipos de cambio con propósitos competitivos, e intensificó los enfrentamientos internacionales entre los principales centros de decisión económica. Pero al mismo tiempo fortaleció una discusión excluyente y concentrada en foros internacionales exclusivos, lo que redujo la capacidad efectiva de decisión sobre los problemas relevantes de la economía mundial a poco más de diez países. Junto a la desregulación de los sistemas financieros nacionales, se fortaleció la supervisión internacional de las diversas políticas económicas y se concentró el seguimiento del comportamiento económico de los distintos fragmentos nacionales, prolegómenos de la nueva modalidad de regulación.

La más significativa medida de regulación acordada internacionalmente fue el Acuerdo del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, de julio de 1988, que estableció que para fines de 1992 los bancos deberían alcanzar una relación mínima del 8 por ciento entre el capital y la exposición del riesgo ponderado. La conclusión del FMI [1992] es que la mayoría de los grandes bancos ha cumplido con la norma. Amén de los países del G-10, otros veinte aplican actualmente el acuerdo.

Pero ya antes, en 1983, el crecimiento de las actividades bancarias extrafronterizas tuvo por efecto que el Comité recomendara la supervisión bancaria consolidada, es decir, de las cuentas financieras completas de los bancos y de sus establecimientos en el extranjero, por lo que desde 1990 el Comité viene colaborando con un grupo de supervisión de los bancos internacionales. Actualmente elabora una ampliación de la cobertura del Acuerdo para incluir, además del riesgo crediticio, el riesgo cambiario, el riesgo de variación en las tasas de interés y el riesgo de los títulos de participación en el capital.

Parece difícil sostener con un mínimo de seriedad que la realidad actual es de sistemas monetarios y financieros nacionales desregulados, y que la actividad financiera

internacional fuera de control esté determinando el comportamiento del conjunto del sistema.

Adicionalmente debe señalarse que, mucho más allá de la suerte de la Ronda Uruguay del Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT), lo más probable es que se intensifique el trabajo multilateral global para establecer un Acuerdo General de Comercio de Servicios (GATS), u otro similar, a fin de instituir principios y normas para el intercambio de invisibles y para iniciar la concesión recíproca y progresiva de este comercio.

### **III. Globalización y regionalización**

Es frecuente la interpretación de que la globalización y la regionalización son anónimos. Pero pensamos que esta idea es un error. Igual que los Estados nacionales definen unidades estatal-nacionales de competencia en el mercado mundial, la conformación de regiones multiestatales define conglomerados regionales de competencia. El mercado mundial resulta ser el lugar en que se conjugan las diversas estrategias de las distintas individualidades capitalistas, empresas, Estados nacionales y conglomerados regionales.

Globalización y regionalización son las caras de una misma moneda. La globalización de los mercados y de los mercados financieros en particular, no constituye sino el cuestionamiento de los Estados nacionales que fueron aptos para operar en la economía mundial, tal como esta estuvo constituida hasta principios de los setenta. Pero de este cuestionamiento no puede desprenderse, ni lógica ni históricamente, que los Estados nacionales estén en vías de desaparecer como forma de existencia de la sociedad. Si en la globalización se manifiesta la crisis de los viejos Estados nacionales, en la regionalización se anuncia la reconstitución de nuevos Estados nacionales más adecuados para enfrentar las cambiantes condiciones de la economía mundial y de la competencia internacional.

#### **Multilateralismo global y multilateralismo regional**

Asomarnos al debate actual sobre multilateralismo, puede ayudarnos. Es cierto que esta discusión, al menos durante la posguerra, ha estado centrada principalmente en la política comercial pero de modo creciente involucra los demás ámbitos de la política económica.

El debate no es nuevo aunque ha tomado un nuevo giro desde que Estados Unidos, al que algunos consideran como el último baluarte importante del multilateralismo global cayó, desde la firma del Tratado de Libre Comercio con Israel, en lo que Bhagwati [1992]

denomina el "segundo regionalismo" de los ochenta, para distinguirlo del regionalismo de los años sesenta al que estima, equivocadamente a nuestro entender, fracasado.

Este autor defiende la tesis de que la mejor política es la que se desprende de las conclusiones a que conduce el análisis económico de las relaciones económicas internacionales. No aprueba la decisión política de haber aceptado el Artículo XXIV del GATT que establece la posibilidad de la implementación de uniones aduaneras y áreas de libre comercio, lo que cuestiona a su juicio el principio fundamental de la no discriminación establecido en el Artículo I. Reencuentra así en la discusión actual, buena parte de los problemas existentes y de los argumentos desplegados durante el "primer regionalismo" de los años sesenta.

En el estado actual de la discusión, el que las uniones aduaneras y las áreas de libre comercio creen o no más comercio global, es algo que se mantiene teóricamente indeterminado. Lo único que está establecido --en este ambiente teórico en el cual el evidente carácter multiestatal de la economía mundial es un hecho no problematizado--, es que la eliminación de la fragmentación política permitiría incrementar el comercio y desplazar hacia afuera la frontera de posibilidades de producción mundial, hasta hacerla coincidir con la máxima posible. Pero la dinámica de la transición hacia ese estado ideal, en el que todavía creen algunos liberales consecuentes como Bhagwati, está lejos de haber encontrado solución teórica.

Busca socorro entonces en los estudios empíricos de Mansfield [1992], quien considerando las estadísticas comerciales entre 1850 y 1965 muestra que la concentración del poder en una hegemonía o la anarquía condujeron a una relativa liberalización del comercio pero que, por el contrario, la constitución de bloques tendió a fragmentar y no a unificar la economía mundial, como esperaban quienes adhieren a la tesis de la supletoriedad.

Rechaza, por otra parte, los asertos populares que los proteccionistas utilizan de que el regionalismo es más rápido, más eficiente<sup>8</sup> y más cierto. En el manejo de memoria --dice Bhagwati--, la escuela sostiene que el GATT está muerto (Thurow; Davos) o debe ser muerto. (Dornbusch y otros.)<sup>9</sup>

Desconfía con toda razón de la sinceridad del cambio reciente de estos economistas, quienes habiendo sostenido que el multilateralismo regional es una alternativa al multilateralismo global, lo promueven ahora como su suplemento.

Krugman pretende terciar en la virulenta discusión entre Bhagwati y Dornbusch aunque termina coincidiendo a nuestro juicio, con este último. Hace notar correctamente la discrepancia entre las conclusiones del análisis económico y la doctrina del GATT a la que considera como "mercantilismo esclarecido", porque calificando como buenas las exporta-



ciones y malas las importaciones, admite sin embargo que un aumento simultáneo de ambas es bueno. Esta doctrina resulta, según este autor, de considerar el problema de la política comercial como un "dilema del prisionero". Aunque propensos al proteccionismo, los países terminan aceptando que se pueden obtener ganancias colectivas con el libre cambio.

Sin pretender entrar aquí en la discusión, vale señalar que la identificación del "mercantilismo esclarecido" del GATT con el dilema del prisionero, no parece del todo adecuada. Es posible jerarquizar las preferencias desde el punto de vista del individuo.<sup>10</sup> La primera es una combinación de conducta egoísta del individuo con conductas altruistas de los demás individuos. La segunda, conductas altruistas de todos. La tercera, egoístas de todos. Por último, conducta altruista del individuo y egoísta de los demás. El óptimo colectivo al que conduce la conducta altruista de todos sólo puede alcanzarse mediante acuerdo, pero es individualmente inaccesible (no hay ventaja dando el primer paso hacia él) e individualmente inestable (hay ventaja para el que primero se aleja de él). El *quid pro quo* de Krugman es que confunde el crecimiento simultáneo de exportaciones e importaciones, con la diferencia entre ambas. El acuerdo sobre la proposición de que el crecimiento del comercio mundial iba a ser bueno para todos, nunca implicó ningún acuerdo sobre cómo deberían comportarse los saldos.

Pero volvamos al argumento de Krugman. Esta doctrina del "mercantilismo ilustrado" permitió, según este autor, el éxito del GATT. Pero en los ochenta la eficacia del GATT resultó debilitada por cuatro factores. El primero fue que la declinación de la preeminencia de Estados Unidos en la participación en el producto mundial y en la productividad, han hecho perder al país la capacidad y el deseo de regentar el comercio mundial.

Segundo, la complejidad creciente de los problemas. La política de investigación y desarrollo se torna importante por el creciente valor agregado intelectual de los productos intercambiados. La política de inversión cobra importancia, dado que la inversión extranjera directa tiende a borrar la diferencia entre política comercial y política de inversión. El papel del gobierno y sus intervenciones frecuentes alcanzan una dimensión tal, que es difícil distinguir entre políticas internacionales y políticas nacionales. Sin embargo ni la política de investigación y desarrollo, ni la política de inversión, ni la política interna son materias del GATT.

El tercero es la inasibilidad del nuevo proteccionismo que, a diferencia del viejo el cual se organizaba mediante aranceles y contingentes, se funda en restricciones voluntarias, acuerdos de organización de mercados, en enredos causados por los derechos compensatorios y en trabas burocráticas; formas todas difíciles de supervisar y reglamentar.

El cuarto factor es la importancia creciente de los nuevos participantes. El argumento que Krugman ofrece linda con el racismo. Dice que, independientemente de los hechos discutidos, *"La economía japonesa puede ser, formalmente, tan abierta como se quiera, sin embargo su estructura institucional es proclive a una colusión en la cual existen lazos estrechos entre las empresas. Ello continua creando una economía que en los hechos, es muy proteccionista"*. Pero, ¿acaso no está en este mismo artículo, defendiendo la eficacia del GATT en el pasado y la de los acuerdos regionales en el presente sobre la base de argumentos de economía institucional? ¿Puede cuestionarse consistentemente la eficacia económica, tanto a nivel del Estado como a nivel de las empresas, argumentando que los japoneses son institucionalmente eficientes?

Cuando Krugman caracteriza la economía japonesa como una estructura institucionalmente colusiva, argumenta como patriota, no como economista. Aunque no lo diga, está descalificando ciertas estructuras institucionales ... ¡por amarillas! Por este camino se llega, más tarde o más temprano, a la defensa del gringo como arquetipo del *homo economicus*. La conclusión es que, si bien ambos autores parecen compartir la inevitabilidad del desarrollo de la Comunidad Económica Europea y del tratado trilateral de libre comercio de América del Norte, Krugman a diferencia de Bhagwati, acepta como bueno un mundo en el que los intercambios interbloques sean menos libres que ahora:

*Puede ser que el mundo esté en vías de escindirse en tres bloques comerciales; los intercambios interbloques no serán más libres de lo que lo son ahora y podrán serlo considerablemente menos. No es lo que habíamos podido esperar. Pero la situación no habría sido mejor, e incluso peor, si los grandes acuerdos regionales de libre comercio de los últimos años no hubieran sido concluidos.* Las diferencias no impiden el acuerdo de que el "segundo proteccionismo", tomando el nombre que le da Bhagwati, está lejos de reducirse a cuestiones de política comercial e involucra todos los aspectos de la política económica, nacional e internacional. De modo más o menos explícito, todos los participantes en la discusión comparten también que en el auge de los acuerdos bilaterales y multilaterales regionales, puede percibirse la emergencia probable de nuevas macroeconomías.

### **Regionalización y periferización**

Sin embargo, la regionalización no permite generalizaciones apresuradas. Los casos más sonados sugieren que puede llegar a ser la solución a las debilidades que los Estados nacionales más poderosos tienen para competir en el mercado mundial.

Pero de ello no se concluye que lo mismo pueda decirse de todas las experiencias de integración. El éxito de la Comunidad Económica Europea y el casi seguro desarrollo de la regionalización en América del Norte, coexisten con el fracaso de la integración latinoamericana a través de la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI, 1980), el

estancamiento de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, 1967) y la integración asiática<sup>12</sup> y el derrumbe de la integración del Consejo de Asistencia Económica Mutua (CAME, 1949) tan violento, profundo y rápido que se acompañó incluso del desmoronamiento de la vieja integración federal soviética construida durante el periodo de entreguerras. Por otra parte, una regionalización con Japón como centro aglutinador parece poco probable por razones macroeconómicas y geopolíticas. La AELC, en fin, sólo puede considerarse exitosa en la medida de su incorporación al proyecto de un Espacio Económico Europeo liderado por la Comunidad.

Evidentemente, en algunos casos el progreso de la regionalización se acompaña del estancamiento o desintegración de otros procesos de regionalización, incluso de algunos que parecían definitivamente consolidados. Una secuela comprensible de estas crisis es la intensificación de la adscripción preferencial de ciertos países subdesarrollados a algunos de los centros de decisión en la economía mundial, mediante una periferización y avvicinamiento crecientes. La obsolescencia del viejo sistema multilateral global, no hace más que reforzar esta tendencia.

### **Regionalización y regulación emergente**

Volvamos a los casos de regionalización exitosa. No es intuitivamente verosímil, ni puede argumentarse con solidez, que la globalización signifique eliminación de la fragmentación política de los mercados. También es cierto que la marcha de las cosas ha mostrado una creciente inconsistencia entre la práctica de los Estados y la actividad de las empresas, así como que esta divergencia parece haberse vuelto cada vez más difícil de resolver.

Como vimos, esta inconsistencia motivó primero la crisis del pensamiento económico de tradición keynesiana, después la resurrección de la idea de que la macroeconomía en crisis podía ser sustituida por una buena microeconomía; y finalmente la defensa del pragmatismo más crudo como fundamento de las políticas económicas.

Si dejamos de lado el pragmatismo elemental, incapaz de tematizar el asunto, el problema queda reducido a saber si, mediante la regionalización, pueden resolverse definitivamente los problemas que quedan al descubierto por la censura cada vez más grande entre las micro y las macrodecisiones económicas. Creemos que no.

La idea de que la actividad estatal, o que la coordinación multiestatal regional pudieran llegar a ser una solución a los problemas económicos es una fantasía que, más allá de los propósitos agitativos de sus propaladores, sólo convence a los radicales que no se preguntan cómo se constituye la voluntad general.

Y, en el extremo opuesto, la idea de que la supresión de la actividad estatal solucionará los problemas vinculados a un funcionamiento distorsionado de los mercados, más allá de la actividad propagandística de sus defensores, sólo convence a radicales que imaginan próxima la concreción de un mercado libre de interferencias políticas, sin preguntarse acerca del fundamento de las voluntades individuales.

El crecimiento capitalista mantendrá su dinámica cíclica, así como su carácter crecientemente concentrador, excluyente y antidemocrático. Estas son cualidades que no dependen de la vieja regulación multilateral global, ni de su crisis, ni dependerán en un futuro, que no podemos predecir, de la emergencia de una nueva regulación multilateral global. La regionalización, considerada como resultado de decisiones de política económica de los Estados nacionales involucrados, es manifestación, por un lado, de la conciencia política de que la dimensión y el modo de actuar de estos Estados está en crisis y, por el otro, de que hace falta cambiar la institucionalidad de la competencia internacional.

Se puede esperar de la regionalización en curso la definición de estructuras macroeconómicas más o menos eficientes, para acotar las prácticas de las empresas. También una mejor adaptación de dichas estructuras a las nuevas condiciones de la competencia macroeconómica internacional. Lo que no se puede esperar, en cambio, es una solución a los problemas que se derivan del carácter capitalista de la reproducción social.

El dilema es cuál es la regulación requerida a nivel regional o, dicho de otra manera, cómo en el ambiente internacional descrito se procesan las contradicciones entre aquellos países que participan en procesos de regionalización.

#### **IV. El Tratado de Libre Comercio trilateral como definición estratégica**

Es posible entonces considerar al Tratado de Libre Comercio (TLC) trilateral de América del Norte, como un paso fundamental en la trayectoria de constitución de una nueva macroeconomía. Definir con precisión la frontera entre la constitución de una nueva macroeconomía regional y un proceso de regionalización con epicentro en Estados Unidos, pero conservando cada uno de sus miembros macroeconomías estatal-nacionales realmente autónomas, no es tema de este escrito. El problema, sin embargo, llama la atención sobre la necesidad de una consideración que no sea meramente ritual sobre el concepto de soberanía económica.

Independientemente de que así esté formulado o de que se presente investido de una retórica progresista, es decir de solución de los problemas que el capitalismo implica, el objetivo estratégico de los integrantes del proceso de regionalización es el de estar en

condiciones de afrontar la nueva realidad de la economía mundial y de enfrentar mejor otras macroeconomías emergentes. La estrategia dominante sigue siendo el egoísmo. Si observamos los hechos no hay "otras" macroeconomías emergentes. A la vista sólo es posible percibir la Unión Europea.

El proceso de regionalización de América del Norte comienza mucho más tarde, después del fracaso estadounidense en la utilización a su favor del arma del multilateralismo global. No es accidental la coincidencia de fechas entre el cambio de política macroeconómica estadounidense a mediados de la década de los ochenta, motivada en parte por la presión conjunta de los europeos y de Japón, y el desencadenamiento de la proposición y firma de acuerdos bilaterales y multilaterales regionales, de los cuales el principal es el tratado trilateral con Canadá y México.

La tardanza estadounidense en el impulso del multilateralismo regional, aspecto central del "segundo regionalismo" de Bhagwati, tiene la consecuencia adicional de que Estados Unidos trata de ganar tiempo para adecuarse a las nuevas condiciones de la competencia internacional.

De todo ello se desprenden dos diferencias importantes entre la integración de América del Norte y la europea, que tienen graves consecuencias para los países pequeños participantes en los procesos de emergencia de nuevas macroeconomías regionales.

Una es que la regionalización europea se dio en un ambiente de vigencia más o menos eficaz del multilateralismo global y no en un ambiente de deterioro del mismo, como el actual. Ello permitió mejorar la posición relativa de sus miembros más débiles en las negociaciones intrarregionales, que pudieron siempre jugar con las posibilidades del progreso en las relaciones multilaterales globales. Respecto de los países más grandes, este aspecto parece ser una ventaja. Estados Unidos no tendrá que enfrentar, al menos por el momento, un ambiente predominantemente hostil a los procesos de multilateralismo regional, como tuvo que hacerlo Europa. Internacionalmente sólo Japón, en contra de lo que sostiene Krugman, parece ser la última fuerza significativa en la defensa del viejo multilateralismo global.

Otra es que la premura en los tiempos de la regionalización de América del Norte deteriora la capacidad de negociación de los países más débiles, México en lo particular. Estados Unidos posiblemente procurará acelerar los trámites de la regionalización, lo que no significa que pretenda acelerar la institucionalización de la regionalización. La diferencia entre la pretensión explícita de la unión económica y monetaria, en el caso europeo por un lado, y de la limitación igualmente explícita a un acuerdo de libre comercio en el caso norteamericano por el otro, no es fundamental. Es más, es posible que una limitación explícita inicial en las negociaciones multilaterales regionales norteamericanas a cuestiones

que sólo parecen referirse a acuerdos sobre comercio, facilite el tránsito por un camino sin retorno hacia la constitución de una nueva macroeconomía. Las cosas probablemente serían más complicadas si se abordara desde el principio el problema de la compatibilización de las políticas sectoriales y macroeconómicas.

Dos diferencias más, igualmente perjudiciales para los participantes menores, deben señalarse. La primera es que, a diferencia de la integración europea en la que la capacidad de los grandes Estados estaba compensada por otros Estados más o menos grandes, en la integración norteamericana hay un absoluto predominio de Estados Unidos. El actor principal obvio en la regionalización norteamericana es Estados Unidos, lo que distingue este proceso de la regionalización europea en donde las fuerzas son más parejas.

Las asimetrías norteamericanas son mucho más profundas que las europeas. Esta concentración de capacidad negociadora en un solo país propende a una gestión cupular de las negociaciones, lo que atenta contra la participación informada y democrática de los ciudadanos estadounidenses. Pero además puede conducir a que Estados Unidos genere presiones difíciles de resistir sobre los otros dos Estados, a fin de que sus pueblos estén igualmente marginados de las decisiones sobre el proceso. El fortalecimiento de los grupos no gubernamentales de discusión y generación de opinión en torno al proceso en los tres países involucrados, es de fundamental importancia para garantizar el máximo nivel de participación posible en las decisiones.<sup>13</sup>

La segunda es que Estados Unidos emprende las primeras fases de la integración, en condiciones financieras internacionales difíciles. Por un lado, el déficit estadounidense sigue siendo alto y genera una fuerte dependencia internacional de terceros países, especialmente de Japón. La solución de este problema no parece fácil sin una modificación adicional de los tipos de cambio en contra del dólar. Pero por otro lado Estados Unidos enfrenta una perspectiva de deterioro agudo en su posición relativa en las reservas internacionales globales, así como en su consecuente influencia en los organismos monetarios y financieros internacionales.<sup>14</sup>

Se puede agregar finalmente que las condiciones actuales de la recuperación estadounidense iniciada a principios de 1991, se mantienen como una recuperación débil. El recurso al crecimiento de la masa monetaria, medida por el crecimiento de M1, y la reducción de las tasas de interés a corto plazo parecen haberse traducido fundamentalmente en crecientes presiones inflacionarias.

Es en estas difíciles condiciones que deben desarrollarse dos tipos de adaptaciones.

## Adaptaciones microeconómicas

El primer tipo de adaptaciones se refiere a las condiciones de actuación de las empresas en operaciones transfronterizas intrarregionales. Esta clase de operaciones incluye el comercio y la inversión transfronterizas. El punto de partida de este tipo de adaptación microeconómica lo constituye el TLC, ya firmado por las administraciones de los tres países y aún pendiente de su aprobación en los legislativos.<sup>15</sup>

En cuanto a la inversión, el Tratado establece la eliminación de todo tipo de restricciones a inversiones realizadas en otro país miembro por un residente de cualquiera de los países signatarios. Las únicas que se conservarían son las que se derivan de disposiciones estatales o municipales sobre inversión, en cuyo caso se considerará como trato nacional el que estas instancias de gobierno apliquen en el ámbito de sus jurisdicciones. Estas disposiciones cubren todo tipo de inversión, a las que no se podrán imponer requisitos de desempeño. Los contratantes garantizan las transferencias de los fondos relacionados con la inversión y se comprometen a asegurar la convertibilidad requerida. Esta disposición es el núcleo de la liberalización de la convertibilidad de los fondos registrados en la cuenta de capital.<sup>16</sup>

Respecto del comercio internacional de servicios, México adhirió a la iniciativa de Estados Unidos y Canadá para el establecimiento de reglas para el comercio de servicios en un GATS. El Tratado se anticipa a dicha posibilidad e incluye un acuerdo de liberación del comercio de servicios sobre la base de la conjugación de los dos principios básicos característicos del acuerdo, el de trato nacional y el de trato de nación más favorecida,<sup>17</sup> que conjuntamente definen lo que se denomina trato no discriminatorio entre residentes y no residentes, estos últimos residentes en alguno de los otros países contratantes, pero excluyendo a los residentes en terceros países. El principio de trato recíproco establecido por la Comunidad va mucho más allá de los principios de trato nacional y de trato de nación más favorecida, porque procura activamente la homogeneidad del mercado.<sup>18</sup>

El régimen general para el comercio de servicios excluye los regímenes especiales establecidos por separado. Entre ellos, el del comercio de servicios financieros. Sin embargo, este régimen especial mantiene el criterio conjunto de trato nacional y trato de nación más favorecida. Dada la falta de homogeneidad del trato nacional en los tres países, así como la gradualidad diferencial para cada uno adoptada en el Tratado, se proponen disposiciones expresas para la liberalización de instituciones de banca y valores, seguros y las que prestan otros servicios financieros para cada uno de los tres miembros.

En cuanto a las condiciones generales de operación, las instituciones financieras de los tres participantes seguramente adoptarán el criterio propuesto internacionalmente en el Acuerdo de Basilea de 1988, de una relación entre el capital propio y los activos del 8 por

ciento, así como los acuerdos sobre la calidad de los activos que integran el capital propio; amén de aceptar la sujeción a la supervisión internacional de las operaciones transfronterizas.

Por otra parte, los sistemas financieros nacionales de los tres países han venido padeciendo modificaciones a tono con las que han ocurrido en los sistemas financieros de otras naciones importantes. Canadá y México tienen ya una regulación de empresas financieras que adoptan los grupos financieros o la banca universal.

La excepción es el retraso en la eliminación de la legislación estadounidense que mantiene separadas la actividad de banca comercial y de banca de inversión, así como la restricción geográfica a la operación de instituciones financieras, pese a la iniciativa de reformas enviada al Congreso por el secretario del Tesoro en febrero de 1991. Dicha propuesta considera el fortalecimiento de la relación entre el capital propio y los activos, la racionalización y capitalización del sistema de seguros de depósito, así como la autorización de actividades bancarias nacionales. De aprobarse tal iniciativa, sería posible constituir grupos financieros bajo ciertas restricciones.

Pero una consideración en el Tratado respecto del comercio de servicios financieros, alude a los problemas vinculados a las adaptaciones macroeconómicas requeridas en los procesos de regionalización. Ninguna disposición del TLC, se ha acordado, impedirá a las autoridades de cualquiera de los tres países expedir y aplicar regulaciones para salvaguardar la integridad y estabilidad del sistema financiero nacional, así como medidas para proteger la balanza de pagos. Dicha salvedad se complementa con la posibilidad de restringir el comercio con el propósito de proteger la balanza de pago, temporalmente y conforme las reglas del Fondo, establecido en el capítulo de excepciones.

Las reservas derivadas de la necesidad de garantizar la estabilidad del sistema financiero nacional y de proteger la balanza de pagos, apuntan a la urgencia de considerar la convergencia macroeconómica para poder abordar explícita y públicamente la tercera asimetría, es decir, la asimetría monetaria.<sup>19</sup> Este aspecto tiene que ver con el segundo tipo de adaptación requerido en el proceso de regionalización, que a continuación abordaremos.

### **Adaptaciones macroeconómicas**

Todo acuerdo internacional sobre relaciones económicas internacionales, implica el compromiso de abstenerse de modificar las conductas estatales referidas a los temas concernidos durante el periodo de vigencia del acuerdo y bajo las modalidades en él establecidas. En ese sentido, si se identifica la soberanía nacional, en lo que hace a la economía, con la posibilidad de que el Estado pueda en cualquier momento y conforme los procedimientos de decisión interna, determinar su conducta externa, todo tratado internacional



sobre relaciones económicas internacionales implica una pérdida de soberanía económica.<sup>20</sup> No es nuestra intención entrar en este debate ahora. Sólo queremos señalar los límites dentro de los cuales es posible discutir el problema de la pérdida de soberanía.

El TLC implica un alto grado de cesión de autonomía nacional. Si extendemos la opinión de Gana sobre el Tratado entre Canadá y Estados Unidos a dicho acuerdo, tendríamos lo siguiente. Si la Comunidad supone una integración máxima de 100 con una retención mínima de autonomía nacional de 10, el pacto entre Canadá y Estados Unidos representa una integración de 90 con una retención de autonomía nacional de 30.<sup>21</sup> Los conceptos de autonomía nacional e interdependencia son difíciles de medir, mucho más si se trata de participantes de diversas dimensiones. El concepto de interdependencia que usa Gana por oposición al de dependencia, ayuda poco. Es difícil aceptar dichas mediciones relativas como argumento sólido. Pero permite un acercamiento que sugiere una escasa diferencia en la magnitud de la pérdida de autonomía nacional, en los casos de la integración europea y la norteamericana.

La diferencia fundamental es que, mientras en el proceso de constitución de la Comunidad se ha venido dando desde principios de los setenta una consideración explícita y colectiva de los criterios de compatibilización de las políticas macroeconómicas, formalizados en Maastricht, en la integración norteamericana no parece haber ningún tipo de consideración de una evaluación conjunta de las políticas macroeconómicas aplicadas por cada uno de los Estados participantes.

Además de la efectiva disminución de la soberanía nacional que implica, el espíritu del Tratado propende a la separación de aquellos poderes públicos que son relevantes desde el punto de vista económico: la Tesorería y el Banco Central. La más reciente iniciativa del presidente Carlos Salinas de Gortari para la independencia del Banco de México respecto de la Tesorería mexicana, es la última pieza importante en la adaptación del sistema financiero mexicano. Esta decisión seguramente estuvo influida, al menos en parte, por la adopción del principio de separación de los bancos centrales y las tesorerías públicas de los países de la Comunidad en Maastricht.

Desde luego, dicho sea de paso, tal independencia no garantiza en absoluto la estabilidad en los precios, objetivo propuesto para el Banco Central mexicano. Como ejemplo vale la experiencia de Estados Unidos durante los setenta. Una parte de la explicación seguramente se encuentra en el hecho, más o menos obvio de que, dado el peso relativamente importante del Estado en las economías modernas, las presiones inflacionarias pueden derivarse de una política estatal de endeudamiento masivo y directo, sin necesidad de que la tesorería recurra a la intermediación de la banca central.

Pero volviendo a la relación entre el comportamiento micro y macroeconómico, es cierto que la eficacia de la adaptación microeconómica depende de la adaptación macroeconómica, como correctamente lo señala Gana. Probablemente, la explicitación de la convergencia macroeconómica y del tratamiento colectivo no tengan la misma importancia para el éxito de la regionalización en América del Norte que en Europa, debido a la capacidad de arrastre de Estados Unidos. Sin embargo desde el punto de vista de las consecuencias para los países más débiles, es crucial. Solamente la discusión explícita, frecuente y pública de la profundidad y ritmo de la convergencia de políticas macroeconómicas, puede impedir que las consecuencias de la aplicación de políticas macroeconómicas estadounidenses en el pasado sean padecidas por los Estados más débiles. No parece adecuado que Canadá y México carguen con ellas, mucho menos si esa distribución de costos no se hace explícita.

En lo que hace a la eficacia de la adaptación microeconómica en el sector financiero, es indispensable la consideración explícita de la compatibilización de las políticas macroeconómicas futuras, especialmente de las políticas monetarias y fiscales. Esta consideración podría darse en términos de los indicadores adoptados en Maastricht para los países comunitarios. La libre movilidad de capitales acordada en el Tratado, sólo podría ser eficaz si se garantizan márgenes reducidos de variación cambiaria a través de mecanismos internacionales de transferencia intrarregional. Con libre movilidad de capitales y paridades fijas se constituye en la práctica una unión monetaria. Sólo en estas condiciones es posible generar una tendencia de equiparación de los márgenes financieros que excluyan primas por riesgo cambiario y variación de tasas de interés intrarregionales, contribuyendo así a generar una tendencia a la homogeneidad regional en las condiciones económicas.

Pero también debería considerarse la convergencia en materia de política fiscal en base a la responsabilidad colectiva para efectuar las transferencias internacionales requeridas, a fin de estimular una tendencia a la equiparación de las condiciones productivas en los tres países y en sus regiones.

Sólo la promoción activa de la homogeneización, producida por la compatibilización de las políticas sectoriales y macroeconómicas, previa discusión pública en base a abundante y oportuna información, puede garantizar la eficacia de las adaptaciones microeconómicas propuestas en el Tratado.

## Notas

1 Krugman [1991], p. 23.

2 La idea de Fishlow [1985], p. 325, de que la economía política no es una rama de la economía sino de la política, está ampliamente difundida. Si a esta concepción se le adscribe la tesis de que la política no es propiamente una ciencia, como ocurre frecuentemente, nada podemos conocer ni decir de la actividad económica porque en definitiva queda reducida al poder.

3 Si consideramos como un indicador de dicha participación los recursos corrientes (impuestos directos e indirectos más contribuciones de empleados y empleadores a la seguridad social) y los empleos totales (gastos corrientes más formación bruta de capital) de las administraciones públicas como porcentaje del PIB, encontramos, según Lecaillon [1985], p. 46, la siguiente evolución para el conjunto de los países de la OCDE: 1973, 1979, 1983, 1987, 1990. Recursos 32,1%, 35,0%, 35,8%, 37,3%, 41,2%. Empleos 32,9%, 38,1%, 41,5%, 40,9%, 43,4%.

4 Un ejemplo son By y de Bernis [1987], los que estiman que el Estado nacional es una adecuada concreción de la voluntad general.

5 De acuerdo con Bank for International Settlements (BIS) [1992], Cuadro 1, p. 3, el PIB de los siete principales países representó en el periodo 1984-1986 el 59 por ciento del PIB mundial. Según la misma fuente, el conjunto de los países de la OCDE representó en dicho periodo el 71,7 por ciento. Para el año 1989, en base a la información contenida en el "Informe sobre el desarrollo mundial 1991" del Banco Mundial calculé una participación del PIB de los países de la OCDE en el PIB mundial de 73,5 por ciento. Manchón [1992.a], Cuadro 4, p. 81.

6 La polémica acerca de si fue esta o no la forma más adecuada de enfrentar el problema, debe efectuarse en otra parte. Lo cierto es que, independientemente del debate sobre la eficacia de la serpiente monetaria, con túnel o sin él, los éxitos y fracasos se inscribieron en una trayectoria de consolidación del proyecto de creación de una única moneda europea.

7 Kredietbank [1992], pp. 8 y siguientes. Esta fuente agrega en los flujos espontáneos de capital: 1) las inversiones directas; 2) las inversiones de portafolio; 3) las operaciones de capital del sector oficial; 4) las operaciones en capital de los bancos de depósito; y, 5) las operaciones de capital del sector privado no financiero.

8 A propósito de que el regionalismo produzca mejores resultados cuenta la anécdota de que, encontrándose Carla Hills en una comida en Venezuela, habría alabado la "capitulación" mexicana sobre propiedad intelectual diciendo que "Mexico now has world-class IP legislation", a lo que Carlos Andrés Pérez habría comentado "but Mexico does not have a world-class parliament".

9 Bhagwati [1992], p. 540. Por escuela "Memorial Drive" Bhagwati se refiere a los economistas del Departamento de Economía del MIT, con exclusión de Kindleberger, Samuelson, él mismo y algunos otros.

10 Seguimos aquí a Elster [1983], p. 52.

11 Krugman [1991], p. 26.

12 Bhagwati [1992], p. 554.

- 13 Gutiérrez H. [1992], pp. 66 y siguientes.
- 14 Manchón [1992.b].
- 15 En el momento de revisión de este escrito para su publicación, los tres parlamentos ratificaron el tratado.
- 16 FMI [1992.b], p. 97.
- 17 Secofi [1992.b], p. 21.
- 18 Barth *and* Jahera [1993], p. 17.
- 19 Gutiérrez P. [1992], p. 57.
- 20 El argumento que sostiene Alzati [1989] fundado en el crecimiento, es débil. Aun cuando el tratado efectivamente contribuyera a un mayor crecimiento económico, la autonomía estatal de los países involucrados disminuye.
- 21 Gana [1991], p. 714.

## Bibliografía

Aglietta, Michel y Ch. de Boissieu [1992], "L'èmergence de la monnaie européenne", Genèses, junio de 1992, reproducido en Problèmes économiques, No. 2290, La documentation Française, París, 1992.

Aglietta, Michel *et al* e [1990], "Globalisation financière: L'aventure obligée", Editorial Economica, París, 1990.

Alzati, Fausto [1989], "México en la economía "

## **SECCIÓN II**

**Mercados de Valores y otras opciones de financiamiento  
Experiencias de México y otros casos nacionales  
Desarrollos teóricos**



## **Parte A. Experiencias en México y otros casos nacionales**





# **Mercado de valores y financiamiento en la transición actual de la economía mexicana**

**Cristian Leriche Guzmán  
Guillermo Ejea Mendoza \***

## **Introducción**

En un país como México donde el capital es escaso, los niveles de ahorro interno reducidos y los fondos prestables tienen una inadecuada distribución en los mercados, existe la posibilidad de que ocurran profundos quebrantos financieros y variaciones bruscas en los precios clave de la economía. Ante estos retos, desde hace dos décadas las autoridades financieras mexicanas pensaron convertir al mercado de valores en un espacio que contribuyera al financiamiento de la inversión productiva, la estabilidad de largo plazo y el crecimiento sostenido. Sin embargo, el dinamismo de la economía en esa época se apoyó principalmente en la inversión pública y los préstamos del exterior, por lo cual se privilegió el desarrollo del sistema bancario. Fue a partir de 1982 que nuevas circunstancias macroeconómicas propiciaron un cambio en las políticas de promoción del mercado de valores.

En este trabajo analizamos el financiamiento bursátil en tres etapas del mercado de valores: conformación, auge y crisis (1983-1987); estabilidad (1988-1990) y transición (1991-1992). A lo largo de estos periodos, la evolución del mercado de valores ha mantenido una relación compleja y a veces contradictoria con el proceso de crisis y transformación de la economía, los objetivos y estrategias de la política económica y el desarrollo del sistema financiero en su conjunto.<sup>1</sup> No obstante, sin tocar a profundidad estos temas pero teniéndolos como referencia, nos interesa destacar la relación entre el financiamiento

bursátil y el cambio estructural macrofinanciero, es decir, el reordenamiento entre los flujos de capital del sector privado y del público ocurrido en los últimos años.

## **I. Conformación, auge y crisis (1983-1987)**

Fue hasta la primera mitad de los años ochenta, con la crisis de la deuda externa, la caída de los ingresos petroleros, la banca nacionalizada, la recesión y un proceso inflacionario fuera de control que la opción del mercado de valores comenzó a adquirir una verdadera relevancia, gracias inicialmente a la expansión de los títulos de la deuda pública interna. En el periodo 1983-1985, las restricciones de liquidez derivadas del cierre de los mercados voluntarios internacionales de capital y deuda, así como la fuga de capitales vinculada a la desconfianza del sector empresarial, provocaron la astringencia general del sistema financiero y la necesidad de que el gobierno financiara su déficit con fuentes alternas. Por una parte, se aprovechó el carácter estatal del sistema bancario para incrementar la captación a través de instrumentos tradicionales; por la otra, se multiplicó la colocación de valores de corto plazo en el mercado bursátil.<sup>2</sup>

Entonces, se registró un proceso de desintermediación bancaria que tuvo como contrapartida un aumento de la importancia del mercado de valores en la intermediación financiera, al tiempo que se creó cierta tensión entre las instituciones bancarias y las bursátiles a causa de ese tratamiento diferenciado. La tensión fue atenuada mediante la autorización para que las primeras intervinieran en el mercado de dinero y por la posibilidad de que se mantuviera a niveles adecuados el margen de utilidad de las instituciones del sector en general.

Entre 1986 y 1987 se presentaron las condiciones para que el mercado de valores pudiera constituirse en una alternativa de financiamiento (Cuadros 1 y 2).

Ellas fueron:

1. La extraordinaria bursatilización de los títulos valores de corto plazo de la deuda pública interna;
2. el establecimiento del marco legal normativo encaminado a fortalecer a los intermediarios financieros no bancarios, especialmente las casas de bolsa, como posibles cabezas del proceso de reorientación de los flujos financieros;
3. la conformación de sociedades de inversión de riesgo y deuda; y



4. el singular auge del mercado accionario, que permitió ampliar el mercado de valores y los fondos captados por las empresas, así como dar experiencia sustantiva a inversionistas, emisoras, intermediarios e instancias reguladoras en materia de operaciones; y, como se vería después, también en cuanto al potencial explosivo que caracteriza a un mercado especulativo insuficientemente maduro.<sup>3</sup>

La base del crecimiento bursátil del periodo fue la generación de instrumentos de corto plazo y la posibilidad de ser comerciados en un mercado secundario en expansión. Los saldos en circulación de dichos instrumentos pasaron del 6,1 por ciento al 17,6 por ciento respecto del Producto Interno Bruto (PIB); en cambio, los saldos en circulación de los instrumentos de largo plazo pasaron de 0,9 por ciento a 1,7 por ciento como proporción del PIB, en tanto que el valor de capitalización del mercado accionario se elevó 123 por ciento. Por otra parte, el importe de operatividad de los títulos valores de la deuda pública interna creció en relación al PIB, de 42,8 por ciento a 127,9 por ciento, mientras que el de los títulos valores privados, incluidas las acciones, representó únicamente el 20 por ciento de la operatividad total del mercado bursátil.

En cuanto al financiamiento efectivo neto bursátil,<sup>4</sup> se observa que el monto total se elevó en términos reales, pero su flujo anual se redujo de 5,3 a 4,5 por ciento en relación al PIB (Cuadro 1). Asimismo, se presentó un importante cambio en su estructura: en efecto, aumentó la participación de la renta variable en el mercado de capitales, de 0,6 a 1,5 por ciento. El financiamiento vía acciones representaba alrededor del 2 por ciento del total en 1985 y 1986, para alcanzar su nivel real máximo histórico en 1987, con 29 por ciento. (Cuadro 3.)

### Cuadro3

Financiamiento efectivo neto (a) (billones de pesos de diciembre de 1992) 1985-1992								
Instrumentos	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<b>Total</b>	2,50	2,10	2,10	3,00	6,80	3,40	1,70	(0,90)
<b>Capitales</b>	0,30	0,10	0,70	0,30	0,40	0,40	0,90	0,76
<b>Variable</b>	0,40	0,05	0,60	0,10	0,10	0,00	0,20	0,00
<b>Fija</b>	0,30	0,10	0,10	0,20	0,30	0,40	0,70	0,72
<b>Dinero</b>	2,20	2,00	1,40	2,70	6,40	3,00	0,80	(1,65)
<b>Público</b>	1,90	1,60	1,20	2,60	4,30	2,80	0,70	(1,85)
<b>CETES</b>	1,90	1,60	0,90	0,30	0,70	1,60	(0,60)	(0,20)
<b>BONDES</b>	NC	NC	0,10	2,50	5,10	0,80	0,01	(1,50)
<b>Privado</b>	0,30	0,40	0,20	0,10	2,10	0,20	0,12	0,19
<b>ACEPTACIÓN</b>	0,3	0,30	NS	NS	1,80	NS	NS	0,01

(a) Financiamiento efectivo bruto menos amortizaciones. NS No significativo NC no cotizaba

Fuente Elaboración propia con base en datos de la B. M.V.

Los temores que surgieron a mediados de 1987 sobre la fragilidad que subyacía en la fase expansionaria del ciclo bursátil, se vieron confirmados poco después.

La fase de superauge del ciclo accionario y el subsiguiente desplome del índice bursátil en 1986 y 1987 (Cuadro 4), en el que los papeles privados tuvieron una participación destacada, pusieron en duda la capacidad del mercado bursátil de retener el ritmo de crecimiento del ahorro captado (Cuadro 5) y respaldar la dinámica de crecimiento que ya se avizoraba. Fue así que la verdadera modernización del mercado de valores comenzó a plantearse seriamente a partir de su espectacular quiebre en 1987, factor este que contribuyó, además, a adelantar a mediados de diciembre de ese año el esquema de la política económica que debía entrar en operación hacia mediados o fines de 1988.

**Cuadro 4**

<b>Índice de la B.M.V. y múltiplos 1984-1992</b>				
<u>Años</u>	<u>Mes</u>	<u>Índice</u>	<u>PMNL</u>	<u>PM/UT</u>
1984	DIC.	0,36	---	---
1985	DIC.	0,62		
1986	DIC.	1,26	0,56	10,04
1987	SEP.	7,76	2,34	24,11
	DIC.	1,09	0,68	5,92
1988	DIC.	1,44	0,67	4,82
1989	DIC.	2,38	0,91	8,88
1990	DIC.	2,75	1,41	11,89
1991	DIC.	5,28	2,47	14,49
1992	DIC.	5,80	2,25	13,45

Fuente: Elaboración propia con base de datos de la B. M. V. y Banamex -Accival

## **II. Estabilidad (1988-1990)**

El intenso proceso de globalización que se perfilaba como escenario fundamental de los años 90, indicaba que la apertura de las economías nacionales estaría acompañada por una aguda competencia en los mercados internacionales de capital. En ese contexto, el sistema financiero mexicano mostraba un exceso de regulación y proteccionismo, operación ineficiente, fragmentación de mercados y escasa incidencia en el soporte del conjunto de la actividad económica. El mercado de valores añadía a estos problemas un clima de recelo entre el público, debido a los acontecimientos ligados al derrumbe de los precios de las acciones durante el último trimestre de 1987.

En consecuencia, tanto los intermediarios financieros como las autoridades del ramo se plantearon modificar la estructura y el funcionamiento del sistema financiero para hacerlo más eficiente, competitivo y consistente con las expectativas de crecimiento y las políticas de modernización del país.

Entre los principales cambios introducidos en el sistema financiero desde 1988 a la fecha, los cuales por supuesto involucran al medio bursátil, se distinguen la privatización de la banca comercial, la constitución de grupos financieros con intermediarios de diverso tipo, la presencia de capital extranjero en la propiedad accionaria de éstos; la liberalización e internacionalización de actividades; la implantación de mecanismos de regulación prudencial y autorregulación; el fortalecimiento de la solvencia de las instituciones y de la transparencia de sus operaciones; y la innovación tecnológica y la diversificación de servicios e instrumentos de captación y financiamiento.

Con esta serie de reformas se intentó que el mercado de valores, al igual que todo el sistema financiero, fuese adecuándose progresivamente para apuntalar la estrategia nacional de crecimiento con estabilidad, así como para enfrentar los retos derivados de la apertura económica, en especial del Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos y Canadá.

La evolución del mercado de valores y, en particular, la manera como se ha comportado el financiamiento bursátil, no pueden comprenderse en su totalidad si no se considera que a lo largo del periodo ha ocurrido una profunda y significativa transformación en la estructura macrofinanciera del país.

Con el doble propósito de recuperar el crecimiento del producto y dar estabilidad al comportamiento de los precios, a las tasas de interés y los tipos de cambio, luego del periodo de ajuste 1983-1987, el esquema de la política económica a partir de 1988 se planteó en términos de profundizar el cambio estructural de la economía e insertarla en las corrientes de la globalización.

Este planteamiento implicaba destrabar y reordenar los circuitos macrofinancieros, para acrecentar los flujos de capital que debían ayudar a revitalizar y afirmar el papel de la actividad privada en un mundo más abierto y competitivo. En otras palabras, era indispensable establecer los mecanismos que permitieran elevar el ahorro interno privado, crear las condiciones para atraer capital externo, alentar la inversión privada y, por supuesto, abatir la absorción de recursos por parte del sector público.

El primer esfuerzo se enfocó a renegociar otra vez la deuda externa para atenuar su condición restrictiva y, sobre todo, para poder volver a los mercados voluntarios de préstamo. El segundo se destinó a reducir el monto y alargar los plazos de la deuda pública

interna colocada en valores, para contribuir a la disminución de las tasas de interés, el control de la inflación y el saneamiento de las finanzas públicas. A su vez, el éxito logrado en estos rubros permitió proseguir aquel descolocamiento, en un proceso de sucesiva retroalimentación y un ambiente de más certidumbre entre los agentes económicos. Es importante destacar que la reducción del déficit público a través del ajuste en distintos renglones del gasto y la tributación, permitió liberar una importante masa de recursos susceptibles de ser utilizados por el sector privado.

La estabilidad y confianza logradas en la primera etapa tuvieron entre sus resultados más sobresalientes el de aumentar el gasto del sector privado, tanto en inversión productiva como en consumo, con el consecuente incremento de la demanda de recursos de financiamiento y la atracción de sumas extraordinarias de capital extranjero, las cuales fortalecieron la balanza de pagos y el tipo de cambio.

En estas circunstancias, desde 1989 comenzó a dinamizarse la captación de recursos por el sistema financiero. Los ahorros interno y externo no llegaron a los niveles que tenían en la primera mitad de la década pasada, pero ahora, a diferencia de lo que ocurrió entonces, el componente principal de la inyección externa no fue el endeudamiento público sino la inversión.

Todo lo anterior indujo la recomposición de la estructura de financiamiento a la acumulación en favor del sector privado, por su demanda creciente de recursos. Por otra parte, el financiamiento privado al sector público disminuyó como consecuencia de la reducción de la demanda financiera del gobierno, tanto por los ingresos que obtuvo de las desincorporaciones y de los préstamos externos como por la disminución de la deuda pública en valores, según hemos señalado. (Cuadros 1 y 2.)

En cuanto al comportamiento del mercado de valores, se observa que creció el financiamiento bursátil al sector privado. Si se toma como base el año 1988, los saldos en circulación de los títulos valores de corto plazo se elevaron 23,5 por ciento en términos reales para 1990, como resultado del aumento de los títulos del sector público en 53,4 por ciento y el decrecimiento de 27,1 por ciento en los del sector privado. En cambio, el importe de los valores de renta fija de largo plazo del sector público se redujo 62 por ciento, y el de los del sector privado se elevó 450 por ciento.<sup>5</sup>

De este modo, el periodo 1988-1990 se caracterizó por ser un punto de inflexión donde los saldos en circulación de todos los títulos valores repuntaron en 1989 y cayeron en 1990 (con excepción de la renta fija del mercado de capitales). Asimismo, los flujos de financiamiento efectivo neto del mercado de dinero acompañaron esa inflexión, aunque se mantuvieron los del mercado de capitales. (Cuadro 3 y Gráficas 1 a 3.)

## Cuadro 5

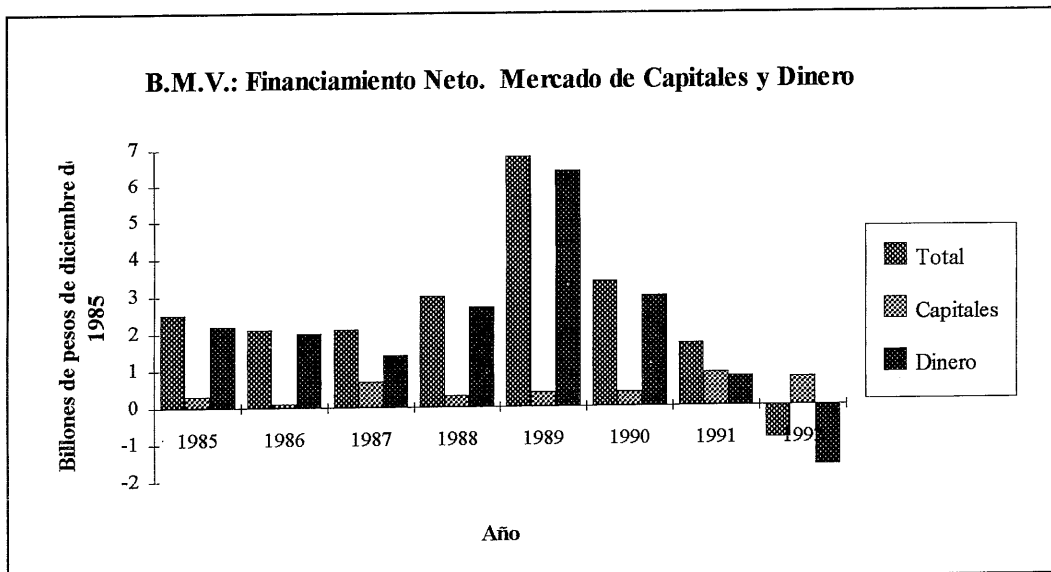
<b>Importe en circulación de instrumentos del mercado de dinero.</b>								
<b>(billones de pesos de diciembre de 1985)</b>								
<b>1985-1992</b>								
<b>Instrumentos</b>	<b>85</b>	<b>86</b>	<b>87</b>	<b>88</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>91</b>	<b>92</b>
<b>Total</b>	3,2	5,0	6,1	9,9	14,7	13,2	12,0	10,1
<b><u>Público</u></b>	<u>2,8</u>	<u>4,3</u>	<u>5,9</u>	<u>9,6</u>	<u>14,3</u>	<u>12,6</u>	<u>11,2</u>	<u>8,9</u>
<b>CETES</b>	2,8	4,2	5,6	6,4	6,8	6,5	6,5	5,3
<b>PAGAFES</b>	---	0,1	0,2	0,7	0,1	0,1	NS	5,3
<b>BONDES</b>	---	---	0,1	2,6	6,9	5,6	2,3	1,4
<b>Ajustabonos</b>	---	---	---	---	0,4	0,3	2,2	2,0
<b>Tesobonos</b>	---	---	---	---	0,1	0,1	0,2	0,2
<b><u>Privado</u></b>	<u>0,2</u>	<u>0,8</u>	<u>0,2</u>	<u>0,2</u>	<u>0,4</u>	<u>0,6</u>	<u>0,8</u>	<u>1,16</u>
<b>Aceptaciones</b>	0,4	0,7	0,2	0,16	NS	NS	NS	0,01
<b>Papel comearcial</b>	0,1	0,1	NS	0,05	0,4	0,5	0,3	0,95
<b>Otros</b>	---	---	---	NS	---	0,1	0,5	0,95

NS no significativo.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores

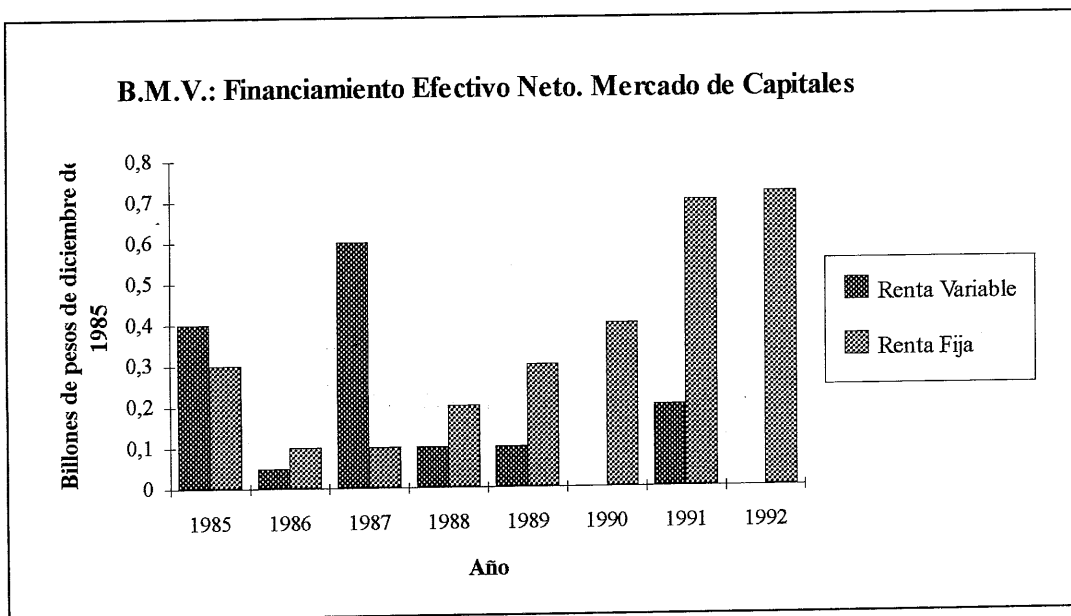


Gráfica 1



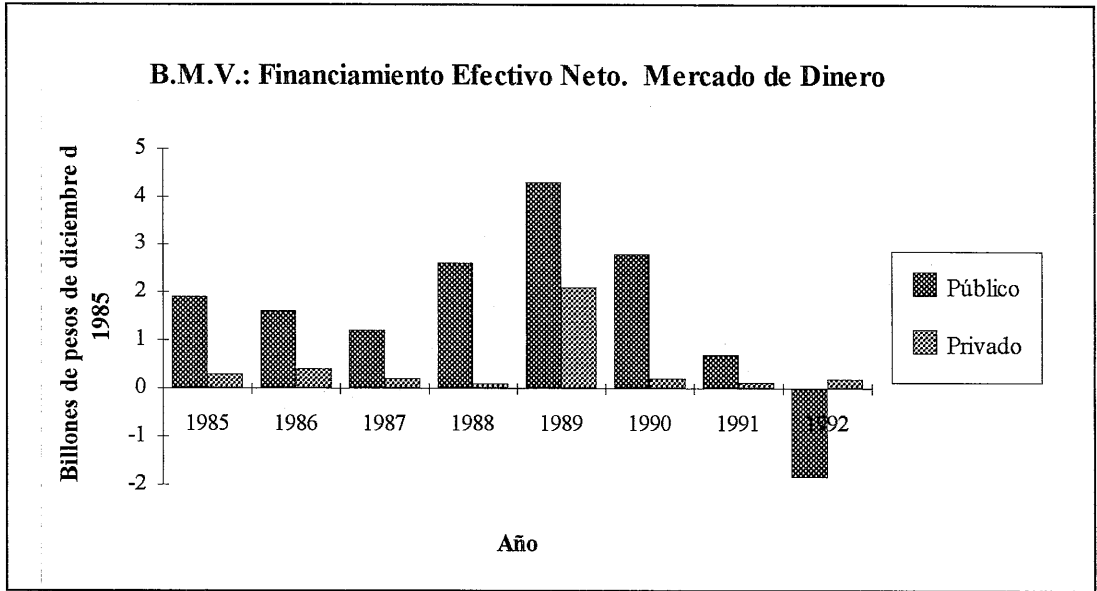
Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Mexicana de Valores.

Gráfica 2



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Mexicana de Valores.

Gráfica 3



Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Mexicana de Valores.

En 1989 se recuperó el financiamiento interno bancario al sector privado, a la vez que el destinado al sector público registró su último crecimiento. Desde 1990 éste fue superado por aquél. Esta situación, como se dijo, se derivó de la rápida reducción del déficit financiero del sector público, los crecientes requerimientos financieros del privado para sus inversiones y gastos y, de manera destacada, de la creciente competencia por los recursos financieros entre el segmento bancario y el bursátil.

### III. Transición (1991-1992)

A partir de 1991 se puede hablar de una fase de transición en el mercado de valores, ligada a una fase de transición general de la economía a causa de varios elementos que se encuentran en una etapa de concreción y maduración, según la óptica de la modernización. En primer lugar, la tasa de crecimiento del producto mostró una ligera disminución respecto de los dos años anteriores, como reflejo del estado de espera en que se situó la mayor parte de los agentes en relación con el comportamiento de distintos componentes de la economía y de la política económica: las negociaciones del TLC, el asentamiento de la inversión extranjera en actividades productivas, los cambios al marco regulatorio de la misma; el proceso de desincorporación de empresas del sector público y su efecto sobre el

saldo fiscal; las consecuencias de la política monetaria restrictiva y la reforma del sistema financiero vinculada a la configuración de los grupos financieros, entre otros factores.

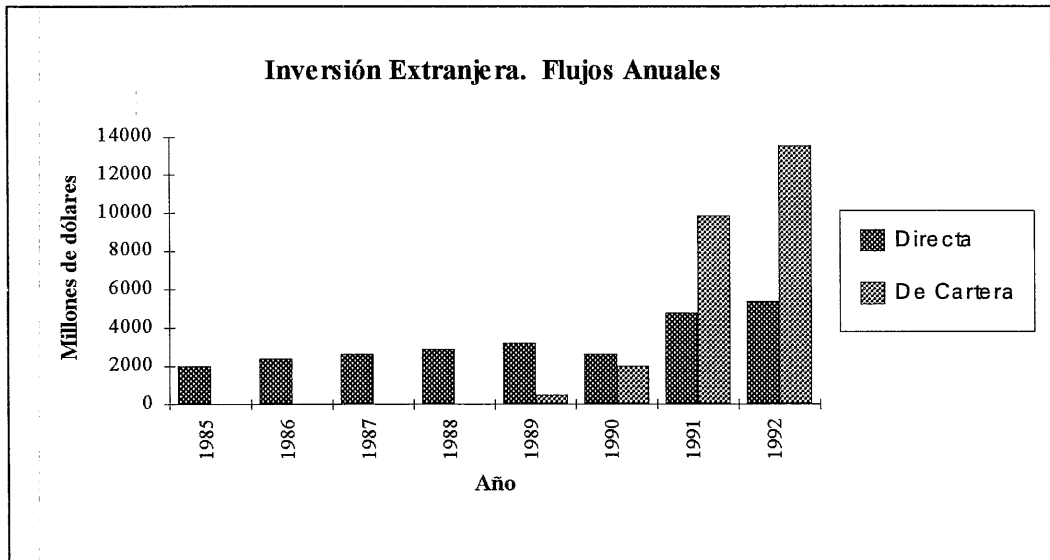
En segundo lugar, el crecimiento económico registrado entre 1988 y 1990 disparó el déficit en cuenta corriente, el que se ciñó peligrosamente sobre la estabilidad cambiaria y contribuyó a la desaceleración. Otro elemento fundamental de la transición es el grado de avance de los mecanismos de la competencia en los circuitos financieros y su impacto sobre la dinámica económica, impulsado por el papel cada vez más activo del sector privado y el retiro de la demanda gubernamental de recursos financieros. El superávit fiscal acentuó la disponibilidad de recursos para el privado si bien, cabe señalar, éste no puede absorberlos en su totalidad debido a su elevado costo, la heterogeneidad de las empresas, la atonía del mercado interno y el ritmo lento del crecimiento de la economía mundial.

Con estos antecedentes, la marcha del mercado de valores se frenó en el segundo trimestre de 1992, como consecuencia del surgimiento de un conjunto de factores adversos: la reaparición de tendencias inflacionarias, la desaceleración en que entró la economía, la incertidumbre sobre la firma del TLC y el efecto del comportamiento ocurrido en otras bolsas del mundo. En particular, cierta falta de liquidez y la desfavorable apreciación sobre las utilidades que percibirían las empresas, determinaron una inflexión en la tendencia descendente que habían registrado las tasas de interés líderes de la economía. Así, mientras que entre diciembre de 1991 y marzo de 1992 el índice bursátil creció 29,7 por ciento, de mayo a septiembre bajó 30 por ciento en términos reales.

De entonces a la fecha el comportamiento del mercado de valores está asociado al de las tasas de interés y estas, a su vez, están sujetas a mantener un nivel que no sea tan alto como para alimentar las fuerzas inflacionarias, ni tan bajo como para desalentar la captación de ahorro nacional y extranjero y la inversión productiva en el país.

La inversión extranjera en cartera (Cuadro 6 y Gráfica 4), ha sido el componente fundamental de la evolución reciente del mercado de valores y de la compensación del déficit en la cuenta corriente. Sin embargo, se trata de recursos de riesgo en dos sentidos: por un lado, gran parte de esos fondos representan capitales altamente especulativos y, por otro, una porción de ellos han sido congelados ya que la economía no puede absorberlos y generarían presiones inflacionarias excesivas.

Gráfica 4



Fuente: Banco de México.

En ambos casos subyacen algunos factores determinantes que es necesario mencionar: a) el flujo de recursos externos, tanto por inversión extranjera como por repatriación de capitales y por apertura de créditos, se ha dado a un ritmo mayor que el cambio de la estructura productiva del país y que el del sistema financiero en su conjunto; b) la dinámica de la economía aún no tiene como soporte eso que por comodidad llamaremos "procesos de largo plazo de la economía real", sino que todavía se rige demasiado por las expectativas de corto plazo manifestadas en la fragilidad que se atribuye al comportamiento de las variables significativas: la inflación, la estructura de los precios relativos, las tasas de interés, el tipo de cambio.

Cuadro 6

<b>Inversión extranjera</b>								
<b>Flujos anuales 1985-1992</b>								
<b>Millones de dólares</b>								
	<u>1985</u>	<u>1986</u>	<u>1987</u>	<u>1988</u>	<u>1989</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>
<b>Total</b>	1,984	2,401	2,635	2,880	3,669	4,628	14,632	18,919
<b>Directa</b>	1,984	2,401	2,635	2,880	3,175	2,633	4,762	5,366
<b>De cartera</b>					493	1,995	9,870	13,553
<b>Variable</b>							6,332	4,783
<b>Fija</b>							3,538	8,770

Fuente: Banco de México.

La resistencia del sistema bancario nacional para reducir sus márgenes de ganancia y estimular la inversión, ha ocasionado un creciente endeudamiento empresarial en el extranjero, que si bien puede significar formación de capital productivo, al menos marca el grado de alternativa que el mercado de valores representa para los inversionistas.

Los elementos mencionados son sustanciales para comprender el contexto en que se encuentra el mercado de valores. Pero hay otros elementos que deben tomarse en consideración, algunos positivos, otros de incertidumbre. Entre los primeros debe señalarse que, como resultado de la reestructuración de los flujos macrofinancieros, dicho mercado está incrementando su participación en el financiamiento a la inversión productiva. En segundo término, se está fortaleciendo en la medida en que introduce cambios normativos y operativos para dar mayor transparencia a sus actividades y más confianza a los agentes.

Sin embargo, aunque es un mercado en proceso de internacionalización, todavía presenta indicios de estar excesivamente protegido. En segundo lugar sigue siendo un mercado pequeño, concentrado y especulativo, en el que unas cuantas acciones determinan su comportamiento global. Además, algunos precios bursátiles importantes están siendo definidos en mercados extranjeros, lo cual aumenta su fragilidad. En cuarto lugar, subsiste todavía el proceso de reestructuración del sistema financiero que se inició con la constitución de las agrupaciones financieras, por lo cual no acaban de definirse los perfiles que asumirán los distintos tipos de intermediarios. Por último, aún no está claro el impacto que generará el proceso de apertura en el sector.

## **Reflexión final**

En suma, los cambios recientes ocurridos en el mercado de valores y su contribución al financiamiento generan aspectos problemáticos y polémicos que deben observarse con cautela. No se ha determinado qué tipo de mercado de valores requiere el país, ni cuál es el grado de regulación que debe aplicarse. No se ha precisado hacia dónde orientar su transformación. Estas son tareas sustantivas a las cuales tanto reguladores como intermediarios le están haciendo frente.

## Notas

\*Agradecemos la colaboración de Sandra Navarrete en la labor de investigación; y a los ayudantes Martha Estrada y Antonio Ruiz.

1 En otros ensayos hemos analizado estas relaciones. Cf. Ejea *et al* [1991].

2 Los Cetes nacieron en 1978 como instrumentos de la política de austeridad monetaria y la "administración" de la riqueza durante el gobierno del presidente José López Portillo.

3 De 1985 a 1987 el número de sucursales de casas de bolsa creció más de 120 por ciento; el de empleados 156 por ciento y el de cuentas 221 por ciento.

4 El financiamiento efectivo neto bursátil es el recibido por las emisoras, menos las amortizaciones de los títulos cuyos plazos se vencen.

5 Por ejemplo, si en septiembre de 1987 había 417 mil cuentas, hacia finales de 1992 éstas se habían reducido a 155 mil.

## Bibliografía

Banamex Accival [1993], "El mercado", México, 1993.

Banco de México [1993], "Informe anual", México, 1993.

Banco de México [1993], "Indicadores económicos", México, 1993.

Bolsa Mexicana de Valores [1993], "Análisis bursátil". México, 1993,

Bolsa Mexicana de Valores [1993], "Indicadores bursátiles", México, 1993.

Ejea, Garrido, Leriche y Quintana [1991], "Mercado de valores. Crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990", UAM Azcapotzalco, México, 1991.

Ejea y Leriche [1993], "Mercado de valores y financiamiento", ponencia presentada en la conferencia internacional "Sistemas financieros de Norteamérica en transición", México, 28 de mayo de 1993.

Nevin, Edward [1961], "Fondos de capital en los países subdesarrollados. La misión de las instituciones financieras", Fondo de Cultura Económica, México, 1961.

# MERCADOS INFORMALES DE CRÉDITO Y RECREACIÓN INSTITUCIONAL. OPCIONES DE FINANCIAMIENTO PARA LOS PEQUEÑOS NEGOCIOS

Clemente Ruiz Durán

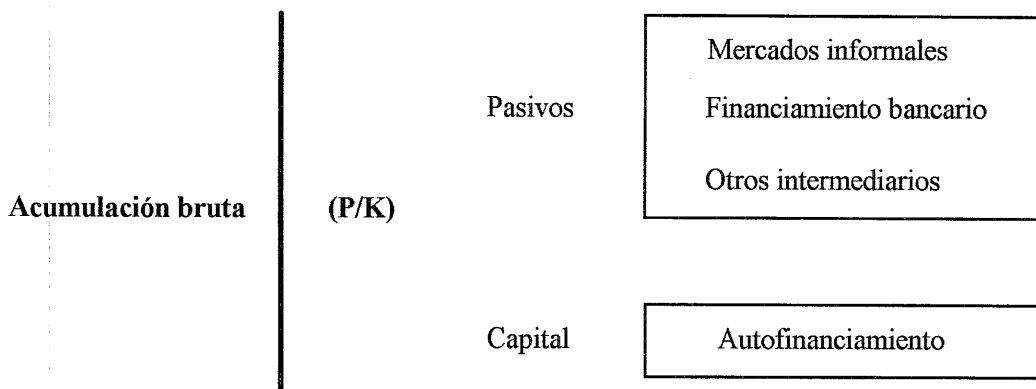
## Introducción

Al finalizar el siglo XX el financiamiento de la inversión se ha ido sofisticando y hoy es posible fomentar una inversión prácticamente sin contar con capital, gracias a la alambicada ingeniería financiera que se ha creado. Sin embargo, en el mundo en desarrollo no se ha logrado una recreación institucional que permita que todos los agentes económicos tengan acceso a estos novedosos mecanismos de financiamiento, por lo que hoy sólo un grupo de empresas --básicamente grandes-- es el que puede acceder al mismo, en tanto los pequeños negocios tienen dificultad para financiar incluso sus necesidades básicas. Estos diferenciales en el financiamiento en el mundo en desarrollo han dado lugar a una creciente heterogeneidad, afectando los resultados macroeconómicos y provocando una mayor diferencia entre grupos sociales.

En este documento se presenta una reflexión sobre el surgimiento de los mercados informales de crédito, los efectos de los mismos en el costo del dinero y sobre la economía en su conjunto; así como las respuestas que se han dado para crear circuitos de financiamiento más amplios que impidan la propagación de estos mercados. La propuesta básica del documento es crear un menú más amplio de financiamiento para los pequeños negocios, los cuales hoy tienen que limitar su crecimiento debido a la falta de fuentes de fomento. Como respuesta a esta situación, algunos gobiernos han sido capaces de instrumentar

reformas que atienden al financiamiento de diferentes estratos de ingreso, con lo cual se ha reducido el costo del dinero y se ha permitido un crecimiento más acelerado de la acumulación de capital.

### Esquema de financiamiento de los pequeños negocios en el mundo en desarrollo



#### I. El surgimiento de los mercados informales o la falta de recreación institucional

La actuación concentrada de los intermediarios financieros en el mundo en desarrollo ha dado por resultado una operación ineficiente de las instituciones existentes, las cuales no han podido ofrecer una cobertura adecuada a nivel de los diferentes grupos de ingreso, ni bajo la perspectiva regional. De esta forma muchos grupos sociales no tienen acceso al financiamiento tradicional, ni tampoco algunas regiones de menor desarrollo relativo. Todo esto ha llevado al surgimiento de mercados informales que si bien otorgan recursos a los diferentes estratos sociales, lo hacen a un costo demasiado elevado. Tradicionalmente son los usureros que existen en cualquier pequeña población del mundo en desarrollo.

La existencia de estos mercados ha reducido la efectividad de la política monetaria y fiscal y, en consecuencia, ha introducido una serie de distorsiones en el funcionamiento de la economía. Así, tenemos que los mercados informales surgen como respuesta a nece-



sidades no satisfechas, que en el caso de los mercados financieros informales responden a la baja oferta de fondos prestables, no atendidos por los intermediarios tradicionales.

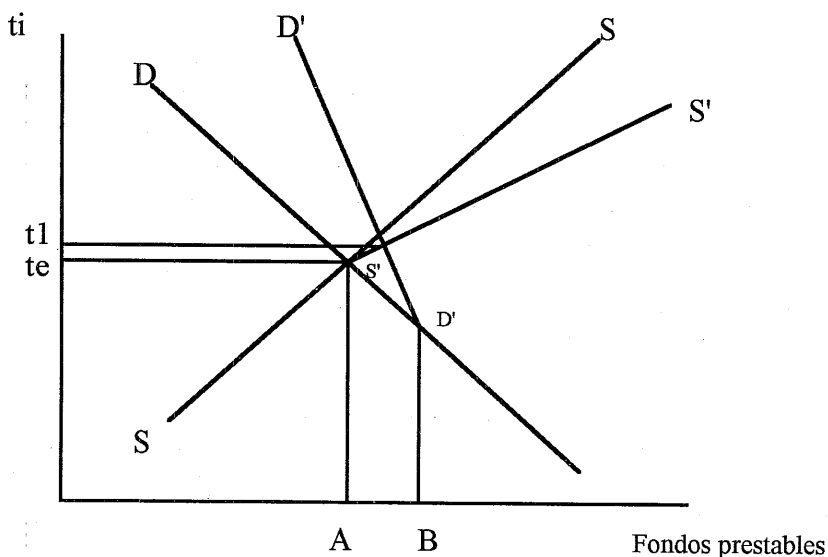
Para analizar los efectos de los mercados informales, se ha plasmado en la siguiente gráfica la oferta y demanda de fondos prestables del mercado formal, representados por SS y DD. Sin embargo, existe una demanda no cubierta por el mercado formal expresada por D'D' y representada por el segmento AB. Bajo condiciones normales esto llevaría a una recreación institucional que ampliaría el número de instituciones, lo que desplazaría SS hacia la derecha y estaría implicando una recreación institucional, o bien el deseo de ampliar la cobertura geográfica e institucional por parte de las instituciones existentes. No obstante, esto no sucede debido a que éstas tienen altos costos de operación para cubrir ciertos estratos empresariales, o algunas regiones de los países referidos.

Esto lleva al surgimiento de un mercado informal, dispuesto a prestar a tasas por arriba de las prevalecientes en el mercado formal. Así, surge una curva de oferta del mercado informal a partir de la tasa de equilibrio ( $t_e$ ) del mercado formal, mostrando que el piso de oferta de este mercado es el mercado formal y las tasas de interés prevalecientes en este mercado son más elevadas que las del mercado institucional, pero menores a las que estaría indicando la intersección de la demanda no satisfecha (D'D') con la curva SS. La existencia del mercado informal jala la tasa del mercado formal hacia arriba, generando distorsiones en el mercado financiero derivadas de la falta de una institucionalidad más amplia.

Se puede argumentar que la demanda adicional proviene fundamentalmente de micro y pequeños empresarios que no pueden acceder a los mercados tradicionales y que se ven forzados a acudir a estos mercados a pesar de que el costo del dinero es más elevado.

La pregunta que surge es quiénes son los intermediarios de estos mercados informales. En realidad son múltiples, pero podemos intentar una tipología que identifique sus modalidades y qué tipo de respuesta se podría dar para poder legalizarlos, o bien sustituirlos por intermediarios más eficientes.<sup>1</sup>

Efecto de los mercados informales sobre el costo del dinero



Integración de los mercados formales e informales

*Agiotistas ( Money lenders).* Son individuos que dedican la mayor parte de su tiempo a operaciones de crédito, prestando fundamentalmente a corto plazo sin garantías, basando el otorgamiento de crédito en el conocimiento de largo plazo de los clientes. La mayor parte de estos individuos operan en pequeña escala, otorgan los créditos de sus propios recursos y restringen por lo general sus operaciones a no más de cincuenta clientes. Habitualmente cargan tasas de interés por arriba de los otros intermediarios, pero su financiamiento es expedito y sin costos de otorgamiento. Operan por lo general en regiones específicas y tienen un amplio conocimiento de su clientela.

*Comerciantes o proveedores (Merchants).* En el mundo en desarrollo existe el comercio informal de manera generalizada, ante la falta de crecimiento del empleo. En este tipo de comercio es común el financiamiento de los proveedores más grandes, quienes otorgan crédito sin cargar tasa de interés, por lo que el intermediario obtiene su utilidad de cargar precios mayores a las mercancías. En realidad estos intermediarios dedican la mayor parte de su tiempo al comercio y esta actividad es una forma de garantizar la adquisición de su mercancía. El crédito se otorga en este caso a los clientes más conocidos, por lo que la garantía es el conocimiento de largo plazo de los clientes.

*Casas de empeño (Pawnbrokers).* Este mecanismo de financiamiento es tal vez uno de los más antiguos del mundo en desarrollo y consiste en otorgar créditos, solicitando

a los demandantes dejen una prenda en garantía. No se requiere conocimiento previo de los clientes, sino que tengan artículos que puedan dejar en garantía. La utilidad proviene de los intereses cargados y en aquellos casos que no se repaga el crédito de la venta de los bienes dejados en recaudo.

*Tandas (Savings Groups)*. Este tipo de práctica consiste en la formación de grupos de ahorro para fines específicos, por ejemplo para la adquisición de bienes de consumo durables. En algunos casos como en Tailandia existe una agencia gubernamental (Community Development Department) que promueve la formación de este tipo de grupos, organizándolos directamente. En ocasiones éstos depositan en bancos en tanto se genera el monto necesario para la adquisición de bienes específicos, lo que produce intereses en beneficio de sus asociados. Por lo general es un esquema rotativo que se determina por anticipado. Este sistema existe en América latina, África y especialmente en los países islámicos.

*Cooperativas de ahorro y crédito (Rosca)*. Otro esquema de intermediación financiera es la formación de cooperativas de ahorro y crédito, en donde se liga el otorgamiento del crédito a depósitos que se tengan en la misma cooperativa. En este caso las garantías provienen del conocimiento mutuo, o bien de los organizadores que presentan a nuevos miembros y garantizan sus operaciones. Por lo general los miembros que no cumplan con el repago de los créditos son expulsados, con todas las implicaciones que de ello se pueden derivar. Este tipo de cooperativas es muy común encontrarlas en instituciones, incluso algunas financieras, como es el caso de la Unión Nacional de Crédito en Cochabamba, Bolivia; o en los bancos centrales de Belice, Papúa Nueva Guinea, Bolivia, República Dominicana y Filipinas. Incluso en los ochenta una cooperativa de este tipo funcionó entre los empleados del Fondo Monetario Internacional (FMI).

INTERMEDIARIOS DEL MERCADO INFORMAL

Agiotistas

Comerciantes

Casas de empeño

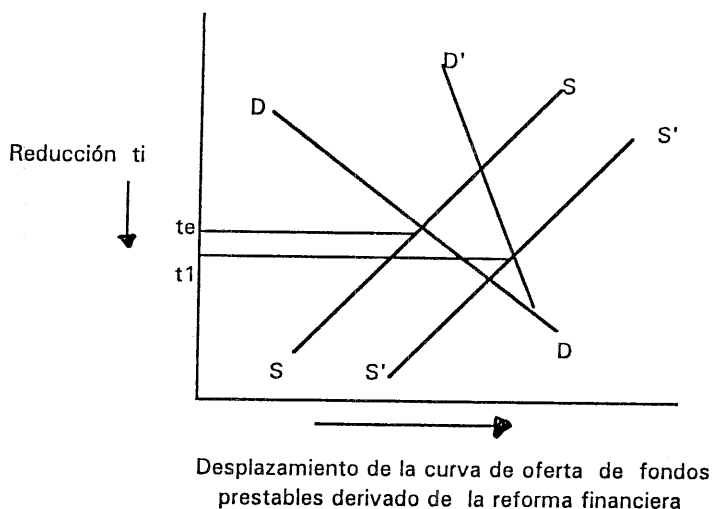
Tandas

Cooperativas de ahorro y crédito

## II. Respuestas institucionales frente a los mercados informales

Como respuesta a esta situación, algunos países han realizado un programa de reformas institucionales para dar cabida a establecimientos de crédito *ad hoc* para los grupos de más bajos ingresos, tratando de aprovechar las formas de organización popular existentes. En términos de la gráfica anterior, esta recreación institucional ha permitido desplazar la curva de oferta hacia la derecha, en lugar de que surja una curva derivada del mercado informal. Al diversificarse la oferta de fondos prestables, se logra reducir de manera sustantiva el costo del dinero que en los países en desarrollo ha tendido a ser elevado, debido a la falta de reformas institucionales.

Efecto de la recreación institucional



Los esquemas de diversificación institucional varían de país a país, con una respuesta desigual que se puede englobar en dos grandes esquemas: uno de tipo centralizado y el otro descentralizado. A nivel internacional la mayor parte de los sistemas financieros ha desarrollado un esquema de crédito popular, siendo comúnmente la parte más estable de la intermediación financiera. No sólo esto, sino que este esquema ha permitido una mayor profundización financiera, representando en casi todos los casos una tercera parte de los recursos financieros totales.

En Japón los depósitos del banco del ahorro postal representan 18 por ciento de los activos financieros totales; en Alemania las cajas de ahorro son el mayor grupo bancario

del país; en España los depósitos de las cajas de ahorro confederadas, la caja de ahorro postal y las cooperativas de crédito representan 46 por ciento del total. En Suecia los depósitos de las cajas de ahorro alcanzan el 32 por ciento de los depósitos totales existentes en el sistema financiero; en Taiwán el ahorro postal significa el 20 por ciento de los depósitos del sistema financiero y en Singapur los depósitos del ahorro postal significan 24 por ciento del total.

La organización adoptada por cada país ha sido de lo más diversa, pudiendo encontrarse los siguientes modelos:

1. El primero de ellos es de tipo centralizado, el gobierno desarrolla a un intermediario financiero propio, el cual capta los recursos transfiriendo posteriormente al gobierno central para su asignación correspondiente, permitiendo operaciones de crédito para los cuentahabientes como en el caso del modelo japonés y de otros países de Asia a través del ahorro postal.

2. El segundo modelo es de tipo descentralizado, el esfuerzo de ahorro popular se organiza desde la base a través de cajas de ahorro ligadas a los gobiernos locales o municipales, como es el caso europeo, en donde se combina el financiamiento al gobierno con el destinado a la vivienda y, más recientemente, con financiamientos de tipo general.

3. Finalmente un tercer modelo, también de tipo descentralizado, pero con una organización de mercado como son las asociaciones de préstamo y ahorro de Estados Unidos, en donde la autoridad establece instituciones para coordinar, supervisar o realizar funciones de compensación, dejando que los recursos sean utilizados en forma descentralizada para financiar a particulares.

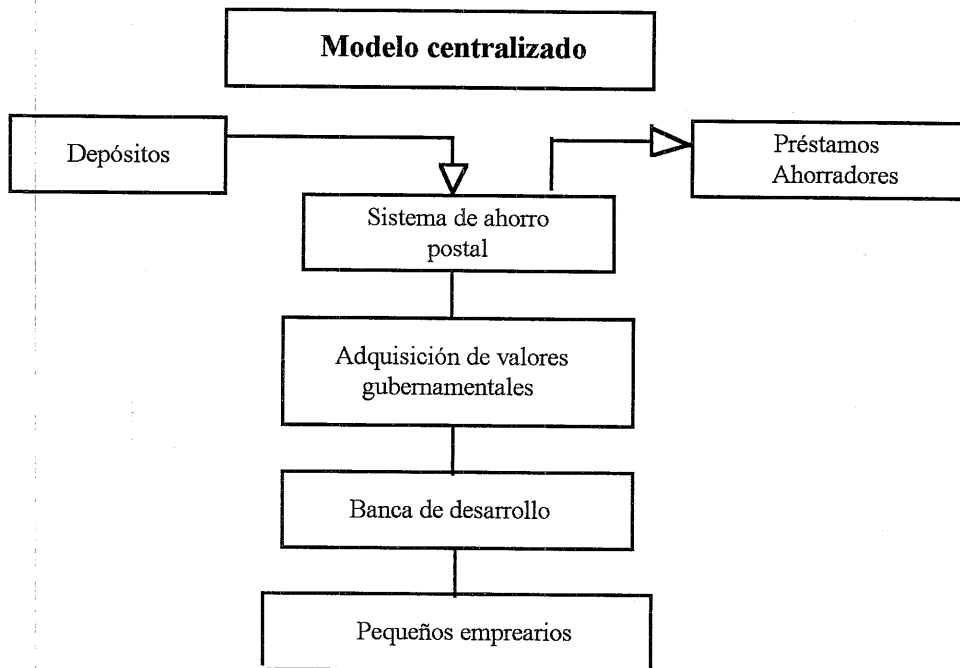
A fin de hacer más explícito el funcionamiento de estos esquemas de ahorro popular, se analizan a continuación algunos de los casos más relevantes.

### **Esquema de tipo centralizado**

En el caso de los modelos de tipo centralizado, los gobiernos han desarrollado un esquema de intermediación financiera para los hogares con el objeto de complementar el financiamiento público. En esta perspectiva se otorgan bajas tasas impositivas a las personas físicas, a fin de aumentar el flujo de recursos disponibles para el ahorro de los hogares. Para incentivar el depósito en las instituciones gubernamentales se exenta los rendimientos de impuestos, con lo cual se hace atractivo el ahorro.

De esta forma, el sector público logra ampliar su recaudación de recursos para realizar su programa de inversiones. El modelo centralizado ha sido la vía predominante para promover el ahorro de los hogares en los países asiáticos, en donde el mecanismo

fundamental lo constituye el sistema de ahorro postal (como forma de ahorro voluntario) y el sistema de pensiones (ahorro forzoso), cuya combinación ha contribuido a elevar el coeficiente de ahorro de la región, facilitando la canalización de recursos hacia bancos de desarrollo que a su vez financian a pequeños empresarios.



## Japón

El caso típico del modelo centralizado es el japonés, el cual introduce una magna reforma financiera a fines del siglo XIX incorporando un sistema de ahorro postal, que es una de las experiencias más exitosas en la promoción del ahorro de los hogares y la canalización de crédito a los pequeños empresarios.

Por el lado del ahorro se creó una amplia base institucional para captar recursos del público. Para ello se estableció un sistema postal de ahorro y seguro de vida y a esto se añadió uno de pensiones públicas, que complementan el esquema de depósitos que las familias realizan en el sistema bancario. En este sentido las familias tienen una amplia gama de instituciones para depositar sus recursos y el sector público cuenta con una palanca financiera para su programa de inversiones, que se añade al presupuesto ordinario.

El desarrollo del sistema financiero ha permitido que el ahorro personal de los japoneses esté diversificado, manteniendo la siguiente composición: bancos (33,46%); seguros (20,44%); sistema postal (17,76%); fideicomisos (10,96%); cooperativas de crédito (9,62%); bonos (6,84%); y asociaciones de crédito laborales (0,92%). Parte de estos recursos apoyan al programa de inversiones del gobierno, a través de los sistemas de ahorro y seguros postales, de pensiones públicas y el bancario. Aun cuando estos fondos se destinan a apoyar el gasto gubernamental y a capitalizar a los bancos de fomento gubernamentales, es un requisito que se orienten hacia proyectos rentables que paguen los intereses correspondientes a los ahorradores.

Los principales intermediarios gubernamentales para apoyar este esfuerzo de captación han sido el sistema postal a través de su sistema de ahorros, el de seguros y el de pensiones en donde ambos contribuyen al programa de inversiones y préstamos del gobierno.

El sistema de ahorro postal se ha constituido en el principal intermediario financiero de Japón y del mundo. La idea fundamental en que descansa este sistema, es en la promoción del ahorro individual mediante una red de 24,000 intermediarios (oficinas postales) de bajos costos localizados en todo el país. Un atractivo adicional para depositar en esta institución, fue que hasta mediados de los años ochenta se les dio el privilegio a las cuentas del sistema postal de estar exentas de impuestos. Otro atractivo es que se ofrece a los ahorradores valores de largo plazo (10 años) con rendimiento variable al alza (*teigaku depósitos*), lo que es sumamente atractivo para los ahorradores que buscan por esta vía construir un patrimonio. En el pasado, aun cuando se pagaba un interés similar entre los bancos y el servicio postal, este último tenía la ventaja de estar exento, lo que hacía más rentable el depositar en el sistema postal.

Con el proceso de desregulación del sistema financiero japonés y con la eliminación de la exención, los rendimientos se han tendido a igualar, lo que no significa que haya desaparecido la ventaja del sistema postal sobre los bancos, puesto que se siguen ofreciendo bonos de largo plazo lo que resulta todavía más atractivo para los ahorradores que desean construir un patrimonio de largo plazo. Sin embargo, en 1990 el banco del ahorro postal tuvo que enfrentarse a vencimientos de sus certificados de largo plazo (*teigaku*) y no le fue posible retener a todos los ahorradores, lo que provocó que se cayera la captación. Esto representó una señal de alarma a las autoridades monetarias, en el sentido de la competencia que pueda mantener este tipo de instituciones en una época de desregulación.

Para enfrentar esta situación las autoridades monetarias autorizaron que, a partir de 1987, parte de los recursos obtenidos se canalizaran para crear un fondo de inversiones cuyo objetivo es elevar el rendimiento de los ahorradores en el nuevo proceso de desregulación financiera, mediante la inversión en valores de alto rendimiento nacionales e inter-

nacionales. Actualmente existe un amplio debate sobre la posibilidad de extender el margen de acción del sistema de ahorro postal japonés para invertir en otro tipo de valores, lo que cuestiona la existencia de tal institución, por lo que algunos grupos, especialmente la banca privada, han demandado su privatización argumentando que ya ha cumplido la función para la cual fue creada.

Los servicios ofrecidos por el sistema de ahorro postal son diversos, pero siempre con la visión de permitir un espacio para el pequeño ahorrador. En este sentido se permiten depósitos ordinarios en la cuenta de ahorros desde 10 yenes (2.5 nuevos pesos); pero, a la vez, se ofrecen instrumentos financieros más complejos como son los certificados de depósito, bonos gubernamentales, certificados del mercado de dinero y depósitos para la educación.

Los ahorradores tienen derecho a préstamos hasta por 15 meses, con base en sus depósitos. El monto máximo del préstamo es de 2.000,000 de yenes y el total del crédito debe ser el 90 por ciento del total del depósito dado en garantía, siendo los intereses 0,25 por ciento arriba del rendimiento de los depósitos. Adicionalmente, el sistema de ahorro postal ofrece otro tipo de servicios tales como depósito de los sueldos a las cuentas de los depositantes, sistema de transferencias automáticas, tarjetas de servicios de efectivo y de crédito nacional e internacional, cuentas integradas y giros postales nacionales e internacionales.

### Cuadro 1

<b>Japón</b>			
<b>Programa de Inversiones y Préstamos del Ahorro Postal</b>			
<b>(composición porcentual)</b>			
	1955	1975	1991
Pequeña empresa	8,1	15,6	15,4
Vivienda	13,8	21,4	32,6
Infraestructura			
hidráulica	7,7	16,7	14,8
Apoyo social	15,5	10,4	8,6
Desarrollo regional	32,1	25,2	18,9
Desarrollo industrial	15,8	3,0	3,2
Cooperación económica	7,0	7,7	6,5
Total	100.0	100.0	100.0

Fuente: Ministerio de Finanzas de Japón



Todos los depósitos son concentrados en el ministerio de Finanzas, contribuyendo así al Programa Nacional de Inversiones y Préstamos que a su vez es invertido en apoyo al pequeño empresario, vivienda y en infraestructura social. El destino de estos recursos ha cambiado a través del tiempo, tal como se puede observar en el siguiente cuadro.

Conviene señalar que a pesar de algunos problemas que ha enfrentado, el Banco del Ahorro Postal continúa siendo eficiente y rentable no obstante que su margen de operación es sumamente bajo, puesto que la tasa promedio que se paga a los depositantes es de 6,33 por ciento y el fideicomiso de inversiones (que es donde se colocan los recursos) paga aproximadamente 6,6 por ciento; dando un margen de 0,33 por ciento. El nivel de rentabilidad de 1989 fue cercano al 3 por ciento sobre el total de ingresos que se tuvo en ese año. Dicho nivel ha sido suficiente para que la institución crezca de acuerdo con sus propios recursos y no tenga que ser capitalizada por el gobierno japonés. En este sentido, ha sido la masa de recursos la que le ha permitido generar sus flujos para la modernización del sistema industrial, que hoy por hoy se mantiene en la vanguardia tecnológica.

Un problema que es necesario apuntar es que la coordinación del sistema de ahorro postal está a cargo del Ministerio de Correo y Telecomunicaciones, según las disposiciones de las autoridades monetarias. Esto provocó una serie de conflictos debido a divergencias en la coordinación, ya que dicha oficina ha buscado una mayor desregulación para beneficiar con mayores tasas a los ahorradores, cuestión a la que se opusieron en cierto momento las autoridades financieras.

## **Taiwán**

En el caso de la República de China, la estructura del sistema financiero es una combinación de instituciones que migraron de la China continental, con modificaciones introducidas por la dominación japonesa. Actualmente el sistema financiero se encuentra integrado por seis grupos básicos de instituciones, con la siguiente participación en el mercado: bancos comerciales locales (63,01%), bancos extranjeros (3,99%), sistema de ahorro postal (15,91%), fideicomisos y compañías de inversión (2,48%), cooperativas de crédito (7,77%) y asociaciones de crédito agrícola y de pescadores (6,84%). No obstante, a este marco institucional se ha sumado un mercado informal el cual se estima que absorbe un 20 por ciento del total de recursos financieros. Si se considera el mercado informal, la composición del flujo de recursos sería la siguiente:

## Cuadro 2

<b>TAIWAN.</b>	
<u>Participación de los diferentes agentes financieros en la captación de los flujos de ahorro.</u>	
(porcentajes en total)	
Depósitos en instituciones financieras	66
Mercado de dinero	4
Mercado de capital.	8
Mercado informal	19
Total	100

Fuente: Sheng-Yi Lee. Money and Finance in the Economic Development of Taiwan. Mcmillan 1990.

El mercado informal ha llenado un espacio en la economía taiwanesa que no ha podido ser satisfecho institucionalmente. De esta forma, el ahorro popular se mezcla entre los depósitos institucionales y el mercado informal. En el campo institucional, el sistema de ahorro postal es el principal canal para captar recursos de las familias. Fue establecido en 1930 en la China continental y restablecido en la República de China en 1962. El sistema de ahorro postal concentra sus recursos en el Banco Central o en otros bancos estatales, como es el caso del Banco de Comunicaciones, el Banco de los Agricultores de China, el Banco Cooperativo de Taiwán y el Banco de las Pequeñas y Medianas Empresas, con el fin de otorgar crédito a los depositantes del sector rural y a los pequeños negocios. El sistema de ahorro postal tiene 1,164 sucursales, lo que le permite una amplia cobertura territorial.

### Singapur

El sistema financiero de esta ciudad-Estado es uno de los más sofisticados de la región, derivado de la decisión de convertirla en el centro global de negocios del sudeste asiático. En este caso, el desarrollo financiero busca por una parte contar con una banca comercial que pueda apoyar las actividades de la región y, por otra, obtener recursos para el desarrollo nacional a través de las instituciones gubernamentales. Las instituciones financieras del gobierno son tres: fondo de pensiones, banco del ahorro postal y un banco de desarrollo. El fondo de pensiones es un mecanismo de ahorro obligatorio, en tanto el banco del ahorro postal promueve un sistema de ahorro voluntario y el banco de desarrollo combina el financiamiento industrial con un esquema de captación de individuos y de empresas.

El gobierno de Singapur ha utilizado a estas tres instituciones con el propósito de financiar su programa de desarrollo. El fondo de pensiones lo ha usado como un mecanismo estabilizador en casos de excesiva afluencia de recursos a la economía de Singapur, por lo que el gobierno tiene flexibilidad para mover la tasa de contribución.

El sistema de ahorro postal fue creado oficialmente en 1877, opera hoy con un total de 3.8 millones de cuentas, en un país que sólo tiene tres millones de habitantes. Su flujo de recursos proviene únicamente de cuentas individuales, no corporativas. Al igual que en Japón, con el fin de incentivar el ahorro se da exención a los depósitos que se realizan en este tipo de cuentas, concediéndoles ventaja sobre los servicios que ofrecen los bancos comerciales.

Conviene mencionar que el banco de ahorros postales opera en forma independiente del sistema de correos, manteniendo sólo el sobrenombre de postal. La idea de apoyar el ahorro popular es más obvia que en otros países, puesto que los rendimientos están inversamente relacionados a la cantidad de recursos con que se cuenta, se paga más al que menos tiene y menos al que más tiene. Esta fórmula de discriminación es única en la zona y ha probado ser de utilidad para atraer a la población de más bajos ingresos.

El banco del ahorro postal de Singapur ofrece servicios diversificados a sus depositantes, entre los que destacan:

a) Esquema de ahorro grupal, en este caso el trabajador permite que se le deduzca un porcentaje de su salario, para que sea depositado directamente en el banco del ahorro postal; b) el esquema de ahorro como se gana, que tiene como propósito el alentar el ahorro de largo plazo, por lo que se premia anualmente a las personas que durante meses han estado depositando en su cuenta montos fijos. El premio consiste en un bono; c) préstamos para la compra de vivienda, con plazos de hasta 25 años y bajas tasas de interés; d) la cuenta denominada giro, que permite el pago de servicios a cargo de sus cuentas; y e) premio de la suerte que se realiza sobre la base de seleccionar a las cuentas que mantengan un mínimo de depósito.

Otros servicios son: f) la cuenta de ahorro para las fuerzas armadas, con el fin de promover el ahorro entre los militares; g) el sistema de becas para que los estudiantes que depositan en sus cuentas, puedan obtener becas para continuar estudiando; h) pago de salarios, este mecanismo ha sido sumamente efectivo puesto que el depósito de la nómina de las empresas a través de las cuentas ha estimulado el ahorro de las personas, ya que al ser depositado el salario se mantiene un porcentaje como ahorro; i) esquema de ahorro por la vía de cuentas de regalo; j) promoción de ahorro escolar; y k) cuenta corriente.

Adicionalmente el sistema de ahorro postal brinda una amplia red de cajeros automáticos (480) para facilitar las operaciones de los ahorradores, manteniendo alguna de éstas incluso en centros comerciales.

Este esquema de operación funciona, lo mismo que en Japón, en respaldo del gasto público interno, por lo que de los recursos que se captan el 50 por ciento se destina a comprar valores gubernamentales, apoyando adicionalmente a empresas del gobierno y una séptima parte se destina a préstamos para la adquisición de habitación. Bajo este esquema, el rendimiento de las inversiones que realiza el banco es bajo y por lo mismo opera con márgenes reducidos, pero que le permitieron entre 1989 y 1990 aumentar en 71 por ciento el nivel de utilidades.

Al igual que en Japón, existe una discusión desde hace más de una década sobre la flexibilidad que se le debe otorgar al banco de ahorro postal para invertir sus excedentes en otros rubros. Sin embargo, la autoridad monetaria utiliza en forma muy eficiente a esta institución para financiar su gasto, por lo que no parece factible una mayor diversificación de sus inversiones.

Dada la alta competencia que existe en Singapur para captar el ahorro, el banco del ahorro postal (Posbank) ha buscado reducir el costo de sus operaciones. En esta perspectiva redujo el costo por transacción de 13 centavos de dólar en 1985, a 7 centavos en 1991, lo que fue posible gracias a la automatización de las operaciones a través de cajeros automáticos. Esta ha sido la única forma como el Posbank ha podido mantener su rentabilidad, pese a la caída de su captación que en 1990 fue negativa.

## **Malasia**

El desarrollo de su sistema financiero ha sido similar al japonés, en el sentido de que el sector público ha establecido un esquema de instituciones públicas para apoyar su programa de inversiones. Sin embargo, en este caso el ahorro forzoso vía el sistema de pensiones es mucho más importante que el de las instituciones de ahorro, tal como se puede observar en el siguiente cuadro:

Cuadro 3

<b>MALASIA</b>				
<u>Activos del sistema financiero</u>				
<u>(composición porcentual)</u>				
	1960	1970	1980	1990
I. Sistema bancario	66,3	64,1	73,3	79,8
II. Intermediarios financieros no bancarios	33,7	35,9	26,7	30,2
a. Fondos de pensión	23,5	27,2	18,7	19,0
b. Instituciones de desarrollo	---	1,1	2,9	1,9
c. Instituciones de ahorro	7,5	5,5	3,3	3,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Memorándum				
Tasa de ahorro nacional	17,1	18,0	30,4	30,9

Fuente: Bank Negara Malaysia Money and Banking in Malaysia. 1991.

Conviene mencionar que el caso malayo de promoción del ahorro popular ha sido de los más exitosos del sudeste asiático, descansando fundamentalmente en el ahorro obligatorio mediante el sistema de pensiones, en donde las tasas de contribución se han elevado en forma considerable. En esta perspectiva la institución más importante es el Fondo de Previsión del Empleo (Employment Provident Fund), que aporta el 76 por ciento de los activos de los fondos de pensiones. En este caso la contribución se elevó del 10 por ciento del salario mensual del trabajador en 1975 (contribuyendo 5 por ciento la empresa y 5 por ciento el trabajador), a 20 por ciento en 1991 (con una contribución de 11 por ciento de la empresa y 9 por ciento el trabajador).

Esta situación se dio en medio de un creciente empleo y una masa salarial creciente, lo que a su vez incrementó las contribuciones, siendo uno de los factores que explican el aumento del ahorro nacional. Los fondos recolectados se destinan en 80 por ciento a inversiones en valores gubernamentales y sólo el 20 por ciento restante a otro tipo de inversiones, entre ellas respaldar las solicitudes de apoyo para la adquisición de habitación de los mismos contribuyentes. El monto de los retiros que realizan los contribuyentes es la siguiente: adquisición de vivienda por abajo de 25,000 dólares (21,5%); adquisición de vivienda por arriba de 25,000 dólares (27,1%); jubilaciones (39,3%); por muerte (4,3%); otros conceptos (7,8%).

El Banco del Ahorro Nacional (Bank Simpanan Nasional) es otro de los pilares de la promoción del gobierno para captar ahorro de los hogares, con vistas a su programa de

inversiones. El banco en su forma actual fue establecido en 1974, sustituyendo al esquema original fundamentado en el sistema postal de Malasia. Al abrir operaciones se decidió otorgar exención de impuestos a las cuentas que ganaran hasta 600 dólares anuales de intereses (cifra que posteriormente se ha ido elevando), lo que le resultó atractivo a los depositantes. Las cuentas del banco se elevaron rápidamente, pasando los depósitos netos de 32 millones de dólares en 1975 a 67.2 millones en 1980. Posteriormente en la primera mitad de los ochenta, el banco se vio en problemas al diversificarse el esquema financiero de la banca comercial y enfrentar una mayor competencia. Ante esta situación, la respuesta fue modernizar el modelo de captación introduciendo un sistema de cajeros automáticos que permitió competir más agresivamente con los otros bancos.

Los servicios que presta el Banco del Ahorro a los depositantes, está basado en lo que se pudiera llamar cuentas del ciclo de vida. A los niños les ofrece cuentas de ahorros, a los trabajadores cuentas de salario y un sistema de pagos automatizado y, finalmente, a los ancianos cuentas de retiro. Con esta política se dispone actualmente de 8.5 millones de cuentas de depositantes, que es un poco más de la mitad de la población que tiene una cuenta en este tipo de instituciones. De los recursos que se obtienen el 60 por ciento se tiene que depositar en valores del gobierno, 20 por ciento en fideicomisos y el 20 por ciento restante es cartera libre.

Un tercer mecanismo de ahorro popular en Malasia está representado por las sociedades cooperativas, las cuales son organizaciones de consumidores o productores que funcionan de manera similar al esquema de uniones de crédito de México. El número de cooperativas en operación supera actualmente las 2,000 y con una membresía de alrededor de más de millón y medio de personas. El movimiento cooperativo de Malasia ha sido sumamente exitoso en promover el ahorro a nivel regional, especialmente en el sector rural. En 1990, el monto de los depósitos realizados en estas cooperativas fue superior en 51 por ciento al obtenido por el Banco del Ahorro Nacional; combinando el esquema de ahorro voluntario de Malasia, esquemas institucionales fundamentados en la organización popular.

### **Otros países**

El sistema centralizado de ahorro popular ha sido seguido por muchos países en Asia y Africa, con base en el modelo japonés. Existen sistemas de ahorro postal en Tailandia, Tanzania, Sudán, Kenya, Gambia, Corea del Sur, Sudáfrica, India y Malawi. Su importancia varía de país a país, pero solamente en el caso de Tailandia y Malawi se han mantenido estos esquemas como una parte dinámica de la intermediación financiera, en tanto en los demás han sido reemplazados por la banca comercial.

Cuadro 4

Ahorro postal como porcentaje de cuasidinero	
Tailandia	9,88
Mauricio	3,58
Sudan	3,80
Kenia	6,55
Gambia	1,45
Korea	6,55
India	5,12

Fuente: Vogel.R.C. y Burkett P. Mobilizing Small-Scale Savings. Approaches, Cost and Benefits. The World Bank. Industry and Finance Series. Volume 15. July 1986. Pag. 15.

## El modelo centralizado en América latina

### Brasil

El sistema financiero de Brasil mantiene un espacio para el ahorro popular, mediante la "Caixa Economica Federal". Esta caja fue instalada en 1861 y junto a ella pasó a funcionar también el Monte Socorro (Monte de Piedad). Posteriormente cada estado brasileño contó con una entidad autónoma, pero todas ellas orientadas y supervisadas por el Consejo Superior de las Cajas Económicas Federales, con sede en la ciudad de Río de Janeiro. En 1970, las veintidós Cajas Económicas Federales existentes entonces en los estados, fueron unificadas para formar la actual Caja Económica Federal, empresa pública con capital exclusivo de la Unión. Tal como acontece en los países asiáticos, la Caja se utiliza como el brazo financiero de la acción social del gobierno central. Los activos totales son de 34,000 millones de dólares y equivalen a 9,7 por ciento del PIB.

La operación de la Caja funciona sobre la base de fondos y programas, siendo los principales los siguientes:

a) *Fondo de garantía por tiempo de servicio o cesantía.* Tiene como fuente la contribución obligatoria mensual de las empresas de 8 por ciento sobre la nómina y ese valor se consigna en cuenta vinculada en nombre de cada trabajador, con renta de intereses de 3 por ciento al año y con reajuste monetario trimestral del saldo. Ese fondo se aplica en financiamiento de casas populares y obras de sanidad urbana. El saldo de la cuenta individual puede ser retirado por el empleado en caso de dimisión o en las hipótesis de jubilación, pago de parte de las cuotas de financiamiento de casa propia, o por los dependientes en caso de muerte del empleado. El Fondo de Garantía por Tiempo de Servicio tiene un saldo de 26,000 millones de dólares, cabiéndole a la Caja Económica Federal aplicar esos recursos.

b) *Fondo de apoyo al desarrollo social*. Tiene por objeto respaldar programas y proyectos considerados como prioritarios dentro del contexto de los Planes Nacionales de Desarrollo, para la ejecución de proyectos en el área de educación, salud, infraestructura urbana y equipos comunitarios y seguridad pública entre otras.

c) *Programa de integración social*. Los recursos de este programa proceden de la contribución mensual de las empresas y proporciona remuneración indirecta al trabajador, siendo un instrumento de disminución de las desigualdades sociales.

d) *Construcciones financiadas para la clase media*. La caja financia con recursos de las cuentas de ahorro la construcción de unidades residenciales. En 1990 realizó obras por 1,167 millones de dólares.

e) *Construcciones financiadas para habitación popular*. En este caso con recursos del Fondo de Garantía por Tiempo de Servicio se construye vivienda popular y el programa de sanidad e infraestructura, en donde se realizan obras gubernamentales en áreas estratégicas.

En las actividades bancarias, la Caja Económica Federal actúa como banco múltiple, prestando los siguientes servicios: en la captación, se reciben consignaciones al contado, ahorros, certificados de consignaciones bancarias, recibos de depósitos bancarios, recaudaciones de tarifas públicas, impuestos y tasas de los gobiernos federal, departamental y municipal; en préstamos, se otorgan a un plazo de hasta 18 meses y garantías de acuerdo con la modalidad. Su posición en el mercado se ha fortalecido con la puesta en marcha del Fondo de Aplicaciones Financieras, que en 1990 obtuvo un patrimonio de 14,000 millones de dólares.

## Colombia

En este caso existe un sistema mixto de ahorro popular, uno inducido por el gobierno a través del gobierno y otro de cajas de ahorro privadas. En el caso del gobierno el principal intermediario para estos fines es la caja agraria, que fue creada en 1931 como una sociedad anónima de economía mixta, perteneciente al sector agropecuario y vinculada al ministerio de Agricultura. La caja tiene por objeto hacer operaciones de crédito para inversiones agrícolas, ganaderas y mineras; y todas aquellas actividades que desarrolla una institución bancaria. Cuenta con 882 oficinas a nivel nacional, distribuidas en seis gerencias regionales que agrupan 29 gerencias departamentales y una gerencia local, a lo que se suman 450 almacenes de provisión agrícola. Esta amplia cobertura geográfica le permite a dicha institución captar un poco más de la tercera parte del total de los depósitos, tal como se puede observar en el siguiente cuadro.



Cuadro 5

<b>Colombia</b>			
<u>Comportamiento depósitos de ahorro de caja agraria</u>			
<u>(en millones de pesos)</u>			
Año	Depósitos Caja Agraria	Depositos Sistema Bancario	(1/2)
1980	16611	58385	28,5
1985	48905	142600	34,3
1990	143296	412848	34,7

Fuente: Caja Agraria. Subgerencia Bancaria.

Para poder competir con los demás intermediarios financieros la caja, que tiene una amplia cobertura geográfica, dispone de todos los servicios para el crédito en pesos con plazos y tasas bancarias, pero con capacidad para dar a un solo cliente hasta 3,356 millones de pesos, lo cual dado el costo operativo y administrativo de tener varios bancos con cupos pequeños, hace atractiva la vinculación a la institución.

## Chile

En el caso chileno, el ahorro de los hogares es alentado por el gobierno a través de una institución que promueve el ahorro y un esquema descentralizado de pensiones. El Banco del Estado de Chile es una institución creada con el fin de captar y apoyar a los grupos de bajos ingresos, participando con el 17 por ciento de los activos del sistema financiero y con 18 por ciento de las colocaciones. Es un banco con tradición en la sociedad chilena, en donde se combina el propósito de sufragar el gasto al gobierno central con el financiamiento a particulares. El 27 por ciento de sus activos se encuentra en valores gubernamentales, el 28 por ciento en préstamos, 12 por ciento en préstamos a instituciones financieras y 33 por ciento en otros activos. El banco obtiene recursos de la captación y colocaciones de valores y de obligaciones con el exterior, lo cual hace una diferencia importante con los esquemas de los bancos de ahorro asiáticos, en donde el modelo de expansión se fundamenta en la obtención de recursos de ahorro.

Cuadro 6

Chile				
<u>Participación de instituciones financieras en fondos del sistema financiero.(porcentajes a fines de los años que se indican)</u>				
Instituciones	Colocaciones		Activos	
	1974	1990	1974	1990
1.Bancos nacionales	45,3	65,0	51,3	57,7
2.Banco del Estado	34,6	18,2	36,5	16,9
3.Bancos extranjeros	0,4	14,8	0,4	24,2
4.Sociedades financieras	0,0	2,0	0,0	1,2
5.Asociaciones de ahorro y préstamos	19,7	0,0	11,7	0,0
Sistema financiero	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

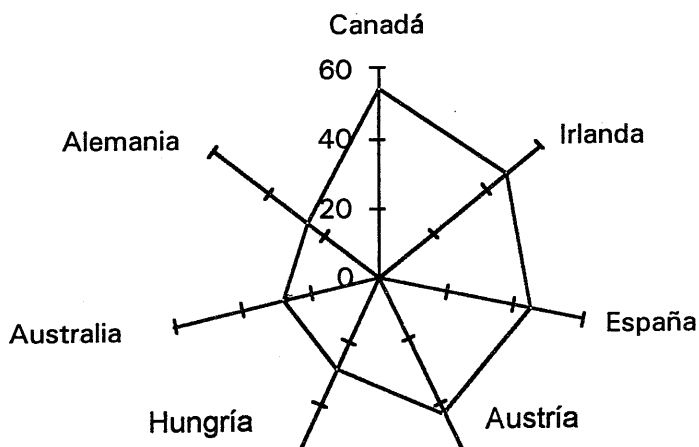
Por lo que se refiere a la captación, esta se encuentra concentrada en la región de Santiago y Valparaíso (60%), siendo marginal en otras zonas del país. Su estructura en términos de plazo es fundamentalmente a plazo (98%). Su operación es rentable obteniendo una utilidad sobre ingresos de operación de aproximadamente 3 por ciento, cifra similar a la que obtiene el banco del ahorro postal de Japón. En cuanto al financiamiento a particulares, existe un sistema de ahorro vinculado a la vivienda con más de un millón de cuentas.

### III.- Esquema descentralizado: el caso de las cajas de ahorro

El esquema de crédito y ahorro popular descentralizado se fundamenta en las cajas de ahorro, las cuales han tenido una fuerte participación en la intermediación financiera, representando un importante porcentaje del ahorro regional. Su origen es europeo pero se han desarrollado en América latina en forma exitosa, especialmente en Perú y México. En Europa existe actualmente un amplio debate relacionado con el papel que han de jugar estas instituciones en la zona unificada.

Hoy por hoy se ha querido que estas instituciones se transformen, de una intermediación especializada hacia un modelo de banca universal, por lo que las cajas de ahorro prácticamente realizan cualquier tipo de operación financiera y están insertas en el proceso de modernización en la prestación de servicios, contando con un enorme número de cajeros electrónicos y con operaciones a través del servicio telefónico. En casi todos los países europeos el sistema de cajas de ahorro coexiste con el sistema de ahorro postal y está directamente relacionado con la organización regional y municipal, atendiendo de manera combinada las demandas del sector privado y del sector público a diferentes niveles. A continuación se describen algunos de los casos más representativos y exitosos del sistema europeo.

**PAISES CON MAYOR PENETRACION DE LAS CAJAS DE AHORRO**



#### España

En el caso español se ha desarrollado un sistema de ahorro popular descentralizado, que descansa en tres tipos de instituciones: cajas de ahorro confederadas, caja postal de

ahorros y cooperativas de crédito. Dentro de este sistema las cajas de ahorro son las que tienen mayor peso, concentrando el 45 por ciento de la cuota de mercado de los recursos ajenos. En los últimos años las cajas de ahorro han sufrido un cambio fundamental en su organización. De ser instituciones financieras concentradas en la prestación de servicios especializados, fundamentalmente vivienda y apoyo a las obras sociales, se han transformado en bancos universales, ofreciendo prácticamente todos los servicios financieros.

La organización inicial de las cajas de ahorro surge de las provincias, restringiendo su operación a esa circunscripción. Sin embargo, la idea de la competencia y la unificación europea ha llevado a la realización de reformas que permiten una operación más amplia para las cajas de ahorro, autorizándoseles realizar operaciones fuera de su circunscripción original. Los cambios en la legislación han llevado también a una reglamentación sobre la asignación de los recursos por tipo de inversiones; se estipula que el 18 por ciento será destinado a coeficiente de caja.

En inversiones obligatorias con el fin de: a) financiar al sector público español; b) fomentar las exportaciones; c) promover la inversión o el empleo; d) proteger a los sectores retrasados en el proceso de restructuración de la economía; y e) atender necesidades de carácter social, el porcentaje máximo será de 45 por ciento de los recursos computables y dentro de este coeficiente el gobierno puede establecer un porcentaje de los recursos computables, no superior al 15 por ciento, a cubrir exclusivamente con títulos de deuda (a corto plazo o medio plazo) emitida por el Tesoro o el Estado.

La legislación de 1985 especifica que la regulación se hará por la vía de comunidades autónomas, con excepción de aquellos casos en donde la caja obtiene más del 50 por ciento de sus recursos fuera de la comunidad donde tiene su sede, en cuyo caso depende del Estado. De igual forma, la legislación promueve la conformación territorial de federaciones de cajas de ahorro con el fin de unificar la representación ante los poderes públicos territoriales y colaborar con estos; así como prestar servicios técnicos y financieros comunes a las entidades federativas.

A su vez la legislación de 1985 regula los órganos confederados de las cajas de ahorro, señalando que la Confederación Española de Cajas de Ahorro tiene como propósitos principales la representación nacional e internacional de las cajas de ahorros; la colaboración con los poderes públicos y la colaboración con las cajas de ahorro.

Cuadro 7

Penetración de las cajas de ahorro en España (% de penetración por grupo)	
Media	89
Sexo	
Hombre	92
Mujer	88
Edad	
Menor 30 años	44
30/50 años	91
Mayor de 50 años	88
Status Ocupacional	
Alto	98
Medio	99
Bajo	81
Amas de casa	75
Jubilados	89
Ingresos familiares	
Altos	97
Medios	89
Bajos	86
Hábitat	
Rural	92
Urbano	87
Grandes poblaciones	96
Fuente: CNB. Las cajas de ahorro: estudio comparativo entre México y España. Primavera de 1992	

Se establece en la legislación que todas las relaciones de las cajas de ahorro y de la Confederación Española de Cajas de Ahorros con el Ministerio de Economía en las materias reguladas, se establecerán a través del Banco de España. De esta forma, las cajas de ahorro quedan sujetas a la regulación del Banco Central, estableciéndose que las operaciones de compensación se realizan a través de dicha institución.

Con la nueva forma de organización política en España, las cajas de ahorro han adquirido un papel relevante mediante la realización de obras sociales, las cuales pueden o no estar ligadas al partido en el poder. De esta forma, la designación de ciertos funcionarios en las cajas de ahorro se ha politizado.

Para el caso que nos ocupa, es sumamente notable que existe una amplia penetración de estas instituciones entre los grupos de más bajos ingresos, tanto en el hábitat urbano como rural; convirtiéndose así en instituciones sumamente atractivas para romper con el círculo de los mercados informales.

**Alemania**

El caso alemán es otro de los más exitosos en la promoción del ahorro popular. En este caso el mecanismo ha sido a través de las cajas de ahorro, cuya organización está fundamentada en la división política municipal y distrital, respondiendo al sistema federal del Estado. Actualmente existen 588 cajas de ahorro, con 17,200 sucursales, lo que permite que *2 de cada 3 alemanes tenga una cuenta en una caja de ahorro*. En este caso los recursos obtenidos por las cajas de ahorro, en lugar de concentrarse en un solo fondo, se destinan a financiamientos particulares tal como lo hacen los bancos universales privados, con la sola diferencia de que las cajas de ahorro son de beneficio común y por lo mismo generan ganancias en la perspectiva de una creciente capitalización, pero no como meta primordial.

Este modelo de operación es un sistema descentralizado, cuyo objetivo básico es promover el ahorro privado vinculado a beneficios de la propia comunidad y al depositante, más que concentrar recursos para realizar grandes proyectos de inversión pública como en el caso japonés.

El sistema de supervisión y control de las cajas de ahorro pasa por las federaciones regionales, a su vez afiliadas a la Confederación Alemana de Cajas de Ahorro y de Giro. Los bancos regionales/centrales de giro son los institutos centrales de crédito de las cajas de ahorro de cada una de las regiones cubiertas por una federación regional, realizando la función de "compensación" para las operaciones de pago por transferencias; a la vez que supervisa la existencia de suficiente liquidez en cada una de las cajas de ahorro. Además, en las operaciones de títulos-valores y en las operaciones con el extranjero prestan toda una serie de servicios a las cajas de ahorro regionales; son institutos de emisión de cédulas hipotecarias y de obligaciones municipales. En materia de créditos de gran envergadura, les incumbe un papel decisivo: junto con las cajas de ahorro conceden créditos integrales para municipios, industria y particulares.

## **Francia**

El sistema de ahorro francés tiene en la actualidad 258 cajas de ahorro con más de veinte mil sucursales, con depósitos equivalentes al 26,5 por ciento del ahorro líquido. El tipo de productos que ofrecen estas instituciones se empezó a diversificar desde fines de la segunda guerra mundial y, de hecho, ofrecen hoy los mismos servicios que la banca comercial.

La legislación de 1983 bajo la cual operan las cajas de ahorro y previsión en Francia, señala que éstas son organismos privados a nivel local habilitados para recibir depósitos, otorgar créditos y realizar operaciones de tipo bancario, pero conservando su objetivo de servicio público. Las cajas de ahorro y de depósito son accionistas a su vez de establecimientos financieros regionales denominados Sociedades Regionales de Financiamiento (Sorefi) y son miembros constitutivos del Centro Nacional de Cajas de Ahorro (Cencep), que es la coordinadora de la red de cajas de ahorro.

El soporte principal de este tipo de instituciones estuvo ligado fundamentalmente a la adquisición de vivienda. Sin embargo, a partir de 1970 se diversificaron los productos ocupando un papel cada vez más importante en el financiamiento de estas instituciones. No obstante, la cuota otorgada por las cajas de ahorro continúa destinando una parte esencial para la vivienda, tal como se puede observar en el siguiente cuadro.

Cuadro 8

<b>Francia</b>	
<u>Estructura de los préstamos de las cajas de ahorro</u>	
<u>(porcentaje)</u>	
Préstamos de tesorería particulares	2,5
Préstamos inmobiliarios	36,2
Préstamos a los gobiernos locales	55,7

Fuente: Assemblée Nationale "Rapport D'Information", 1990.

En 1990 se presentaron ante la Asamblea Nacional algunas recomendaciones para mejorar la actividad de las cajas de ahorro en el marco de la integración europea; señalándose que estos intermediarios financieros deberán ser competitivos con una clara estrategia comercial, con mecanismos de coordinación central y deberán formarse recursos humanos que apoyen una estrategia de desarrollo de las cajas de ahorro.

### Suecia

En el caso sueco la promoción del ahorro popular también se da a través de las cajas de ahorro, en donde un poco más del 40 por ciento de los asalariados tienen una cuenta salarial en esas instituciones. Al igual que en el caso alemán, su organización está ligada directamente a las comunidades locales y se puede concebir como una entidad semipública, existiendo 115 en total con siete agrupaciones regionales.

En la organización de las cajas de ahorro suecas no existe un mecanismo de garantía central, sino que cada una debe mantener un mínimo de fondos propios para garantizarlo. Empero, tal sistema ha tenido problemas para su expansión debido a la falta de nuevos recursos de capital. Todas las cajas de ahorro locales son miembros de la Asociación Sueca de Cajas de Ahorro, en donde cada una tiene un representante por cada billón de coronas suecas; adicionalmente todas tienen acciones en el Swedbank, que es el banco central y comercial de tales instituciones de ahorro. Estos dos órganos son los que definen las políticas respectivas.

## México

En el caso mexicano las cajas de ahorro surgen como parte del movimiento sinarquista, formalizándose su constitución en 1951 como un medio para promover la educación popular y el ahorro, inspiradas en las cooperativas de pescadores de Antigonish, Nueva Escocia, Canadá y en las sociedades de ahorro y préstamo de Estados Unidos cuya asociación (CUNA) brindó su apoyo y asesoría para la organización y funcionamiento de las sociedades mexicanas. Desde entonces han evolucionado como organizaciones sociales de tipo cooperativo sin regulación legal, hasta su reconocimiento jurídico en 1991.<sup>2</sup>

Este reconocimiento, sin embargo, fue parcial puesto que se fijaron reglas demasiado severas para su operación, por lo que la mayor parte de ellas se mantiene al margen del proceso de regulación. De acuerdo con un censo levantado a principios de los años noventa, existen alrededor de 380 entidades la mayor parte de las cuales cuenta con recursos por abajo de los requisitos legales para su registro.

La normatividad impuesta señala que *las sociedades deberán contar con un mínimo de 500 socios; cuando las sociedades cuenten con un número inferior al antes señalado sin que sea menor de 100, deberán tener por lo menos el monto de activos totales que determine la Secretaría de Hacienda durante el primer trimestre de cada año (los activos totales para el presente ejercicio son de 1.500,000 nuevos pesos, de acuerdo a la Regla Segunda transitoria de los mismos).*<sup>3</sup> Estos montos equivalen a 500 mil dólares, cifra que rebasa la capacidad de ahorro de la mayor parte de los hogares mexicanos, impidiendo que se establezca un sistema de ahorro popular que salga al paso del mercado informal.

Un intento para crear un circuito de crédito popular entre los grupos de más bajos ingresos, ha sido establecido por el programa Solidaridad. Se ha convenido con los agricultores que los recursos recuperados de los créditos otorgados con recursos federales, pueden ser utilizados para la constitución de cajas de ahorro agrarias. La primera de ellas se abrió en la región del Pacífico (Nayarit), en diciembre de 1992 y a partir de entonces operan en otras regiones del país. Pero se requiere de una recreación institucional mayor que efectivamente constituya un circuito de ahorro popular en México, de lo contrario el mercado informal se fortalecerá.

## Esquema descentralizado de mercado: Estados Unidos

El esquema de ahorro de los hogares estadounidenses es uno de los más diversificados. Del ingreso personal disponible colocado en activos financieros, 32 por ciento se invierte en seguros y fondos de pensión, 20 por ciento en el mercado de valores, 16 por ciento se invierte en instituciones de ahorro y el 32 por ciento restante en bancos comerciales y uniones de crédito.



La gran proporción de recursos de los hogares que se destina a seguros y fondos de pensión, está directamente relacionado con el esquema de seguridad social estadounidense que no cubre gastos médicos y tiene un débil sistema de pensiones; el 20 por ciento de recursos que se invierte en el mercado de valores, está directamente relacionado con el desarrollo de fondos de inversión para pequeños ahorradores. Por lo que se refiere a las instituciones de ahorro, es un esquema privado descentralizado constituido fundamentalmente por "asociaciones de ahorro y préstamo" y "cajas de ahorro", que ofrecen los mismos tipos de servicios financieros.

En la actualidad existen 3,367 instituciones de ahorro con más de 26,000 sucursales y 140,000 cuentas, cuyo depósito promedio es de 8,741 dólares. El total de los depósitos es de 1.2 billones de dólares estadounidenses. Por lo que se refiere a las operaciones activas de estas instituciones, hasta principios de los años ochenta se especializaron fundamentalmente en préstamos a largo plazo para la vivienda (los préstamos se otorgaron a 20 o 30 años), siendo todavía hoy la principal fuente de financiamiento hipotecario (actualmente otorgan el 35 por ciento del total de este tipo de créditos).

El esquema de financiamiento hipotecario con base en los ahorros de las familias, funcionó sin mayor problema en tanto las tasas de interés se mantuvieron a bajos niveles, compatibilizándose las operaciones activas y pasivas de las asociaciones. Sin embargo en los años setenta, cuando se empezaron a elevar las tasas de interés, las asociaciones debieron competir en el mercado por los depósitos, teniendo que ofrecer mayores tasas de interés. Pero las fuentes de ingreso no se ajustaron, puesto que los préstamos se habían concedido a largo plazo y por lo mismo existía poca flexibilidad para actualizarlos, lo que provocó un desbalance en su operación y se empezaron a generar pérdidas.

Con el fin de remediar esta situación, en 1980 se autorizó que estas asociaciones invirtieran hasta 25 por ciento de sus activos en préstamos al consumidor, bonos corporativos y en papel comercial. Esto en lugar de resolver el problema lo agravó, puesto que las asociaciones no estaban preparadas para entrar a un mercado de préstamos más sofisticado, lo cual acrecentó el riesgo y las pérdidas de las asociaciones, muchas de las cuales tuvieron que enfrentarse a retiros masivos de sus depositantes, lo que generó una crisis.

Para hacerle frente, el Federal Home Loan Bank Board, órgano de regulación y supervisión de tales instituciones, modificó sus reglas contables permitiendo que registraran las operaciones en varios años y redujo los niveles de capitalización necesarios. No obstante la crisis se agudizó, puesto que al posponer el registro de la pérdida y reducir los niveles de capitalización necesarios, llevó finalmente a que las asociaciones más débiles asumieran mayores riesgos, lo que provocó que éstas aumentaran.

Ante este panorama el gobierno federal tuvo que poner en marcha un programa de rescate de las asociaciones, que se estima costará entre 130 y 176,000 millones de dólares.

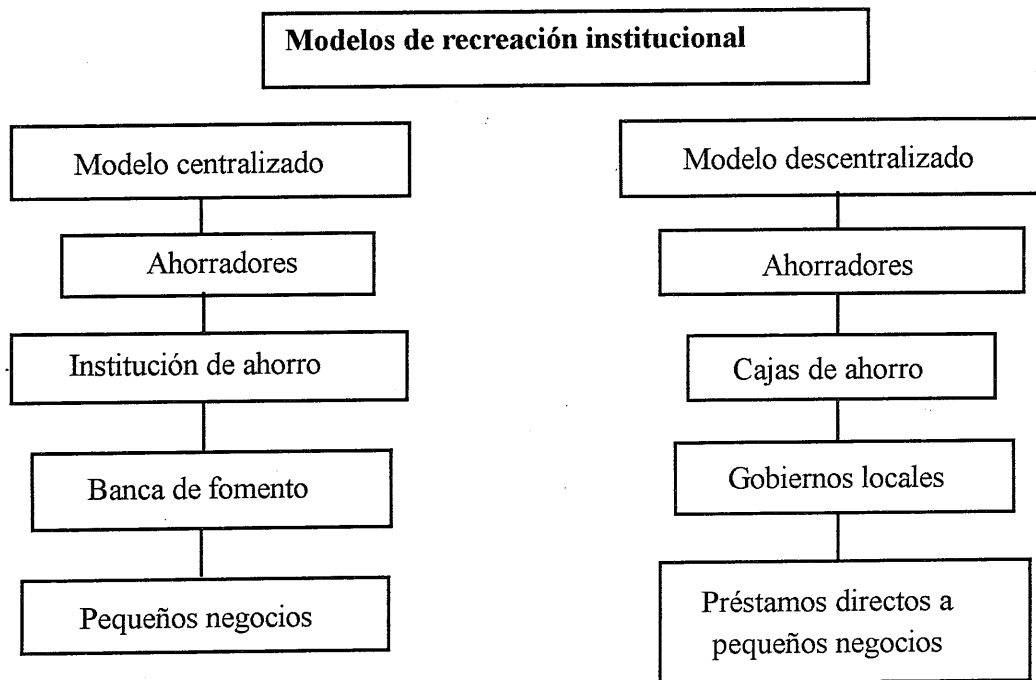
Adicionalmente, en 1989 emitió un decreto de Reforma y Recuperación de las Instituciones Financieras que modificó los niveles de capitalización de las asociaciones, a la vez que sustituyó el órgano regulador (Federal Home Loan Bank Board) por la Oficina de Supervisión del Ahorro, dependiente de la Tesorería. También creó el Savings Association Insurance Fund para asegurar los depósitos, sustituyendo al Federal Deposit Insurance Corporation.

El problema fundamental que enfrentaron estas asociaciones fue básicamente de inadecuada regulación, lo cual se intentó resolver por el camino de la liberación financiera en un marco de laxitud institucional, lo que agravó aún más el problema en lugar de resolverlo.

#### **IV.-Modelos de intermediación financiera como respuesta a los mercados informales**

La respuesta institucional frente a la informalidad ha sido sumamente amplia, los modelos adoptados son de lo más diversos y han dado diferentes cuadros de intermediación financiera. En todos los casos la recreación institucional ha permitido el desarrollo de mecanismos de financiamiento más razonables para los pequeños empresarios. Sin embargo, se requiere que esta recreación institucional sea permanente, para ir creando de manera paulatina circuitos de crédito más eficientes en términos de la acumulación de capital de los grupos de menores ingresos.

Este recuento muestra que existe una gama importante de opciones para promover el crédito y el ahorro popular. El modelo centralizado muestra la eficiencia que se puede tener en la canalización del ahorro popular en apoyo al gobierno central para su programa de inversiones; en tanto el modelo descentralizado ligado a las autoridades regionales o locales, ha mostrado ser un elemento de apoyo para la obra municipal y la construcción de vivienda de los asociados a las cajas de ahorro. De igual forma, las asociaciones de ahorro y crédito de Estados Unidos mostraron ser eficientes para financiar la construcción de vivienda, pero la falta de un esquema de regulación adecuado motivó una de las mayores crisis financieras en la economía estadounidense.



A continuación se presentan algunos rasgos básicos de estos modelos:

a) Una característica común al modelo centralizado y al descentralizado europeo, es que ambos financian obra pública. El primero de ellos concentrando recursos en el Ministerio de Finanzas y el segundo concediendo préstamos a los gobiernos locales.

b) Otra característica es que ambos modelos han tendido a diversificar sus servicios financieros, participando cada vez más en el mercado financiero a semejanza de los bancos comerciales, siendo cada vez menos sus funciones de intermediarios especializados.

c) Las formas de control y coordinación han sido más fáciles en el modelo centralizado, en tanto que en el modelo descentralizado se han presentado problemas de regulación. El caso más difícil ha sido el de las asociaciones de ahorro y préstamo de Estados Unidos, pero también en algunos países europeos como España, en donde se ha ligado la designación de responsables de las cajas de ahorro al proceso político.

d) El modelo centralizado es de carácter nacional, en tanto el segundo tiene por lo general un carácter regional, aun cuando en los ochenta se les dio acceso a las cajas de ahorro para que operasen extrarregionalmente.

e) La utilización del modelo japonés en los países asiáticos y africanos para echar andar el ahorro popular mediante la implantación del sistema de ahorro postal, muestra que es posible utilizar inicialmente un tipo de instituciones y adaptarlas posteriormente a la situación nacional.

f) La crisis de los ochenta de las asociaciones de ahorro y crédito de Estados Unidos, es una muestra clara de la necesidad de mantener esquemas de supervisión y evaluación que se adapten a las condiciones nacionales y de operación de las instituciones que promuevan el ahorro popular.

g) El caso de las asociaciones de ahorro y crédito de América latina que funcionan bajo un esquema subsidiado, muestran que la ineficiencia en la operación apoyado con el subsidio estatal, no pueden suplir a una operación transparente de los intermediarios financieros con capitalización con base en las utilidades de su operación cotidiana.

h) Los modelos de crédito y ahorro popular han operado en forma rentable, su expansión y modernización se ha realizado con sus propios recursos en base a la capitalización de sus utilidades, mostrando que no es necesario subsidiar este tipo de ahorro para que funcione de manera eficiente. Cabe mencionar que el subsidio temporal que se dio por medio de la exención de impuestos a los modelos del ahorro postal, fue un elemento de competencia que desapareció posteriormente.

## Notas

1. Para el diseño de esta tipología se utilizó la discusión del libro "Informal Finance in Low Income Countries", editado por Dale W. Adams y Delbert A. Fitchett, *Westview Press*, 1992.

2. Véase el estudio elaborado por la CNB titulado "Las cajas de ahorro: estudio comparativo entre México y España", primavera de 1992.

3. CNB, Disposiciones del Banco de México expedidas el 31 de agosto de 1992 con el objeto de establecer las características mínimas que deberán observar las sociedades de ahorro y préstamo en la celebración de sus operaciones.

## Bibliografía

Adams, D. W. y Fitchett, D. A., "Informal Finance in Low Income Countries", *Westview Press*, 1992.

Ashe, J. / Cosslett, E. C., "Credit for the Poor", Past activities and Future Directions for the United Nations Development Programme, UNDP, 1989.

Bank Negara Malasya, "Money and Banking in Malaysia", Kuala Lumpur, 1989.

CNB, "Sociedades de Ahorro y préstamo: estudio comparativo entre México y España", primavera de 1992.

CNB, "Sociedades de ahorro y préstamo: estudio comparativo entre México y Estados Unidos", verano de 1992.

Desjardins, "La grande aventure d'Alphonse Desjardins", octubre de 1990.

Holt, S. L. y Ribe H., "Developing Financial Institutions for the Poor and Reducing Barriers to Access for Women", World Bank Discussion Papers 117, 1991.

Prealc-OIT, "Lecciones sobre crédito al sector informal", 1990.

PNUD, "Economía popular. Una vía para el desarrollo sin pobreza en América Latina", noviembre de 1991.

Sheng-Yi Lee, "Money and Finance in the Economic Development of Taiwan", Macmillan, 1990.

Vogel, R. C. y Burkett, P., "Mobilizing Small Scale Savings. Approaches, costs and benefits", *Serie Industry and Finance Series*, Vol. 15, publicado por el Banco Mundial, Washington, D. C., 1986.

Banco Mundial, "Financial Systems and Development. Policy and Research", Serie 15, Washington D. C., octubre de 1990.

## **Parte B. Desarrollos teóricos**





# **RIESGO, SOCIEDAD Y EXPECTATIVAS UN MODELO SOBRE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES**

**Juan Castaingts Teillery**

## **Introducción**

Los mercados de capitales, en especial la parte correspondiente a las bolsas de valores, juegan un papel cada vez más importante al interior de las economías. Este hecho es válido tanto para los países industrializados como para los atrasados, o los intermedios como es el caso de México.

Se han realizado, desde un punto de vista teórico, importantes avances en la comprensión del funcionamiento de las bolsas de valores de los países industrializados; pero estos modelos, aún insuficientes para estudiar lo que en éstas ocurre, tienen deficiencias todavía mayores si se trata de teorizar sobre las bolsas de valores de los países atrasados o intermedios.

Para este último caso, que es nuestro objeto de estudio, las dificultades en la comprensión teórica de lo que sucede en las bolsas de valores tienen su origen en tres causas:

a) Las carencias analíticas de los modelos existentes para las bolsas de valores de las economías industrializadas;

b) las especificidades esenciales que se presentan en las otras bolsas de valores y que, naturalmente, no son tomadas en cuenta por las teorizaciones señaladas; y

c) el hecho de que buena parte de los modelos analíticos disponibles, se basa en razonamientos lógicos deductivos y que las hipótesis de partida suelen tener escasa o nula correspondencia con los procesos realmente existentes.

Este artículo es un intento de reflexión teórica dirigido a subsanar algunos de los problemas provenientes de la especificidad de las bolsas de valores de los países intermedios, así como a buscar modelos analíticos que tengan como punto de partida los procesos realmente existentes.

Entre las especificidades esenciales que se encuentran en un mercado bursátil como el mexicano, se pueden mencionar tres: la doble moneda, la doble estructura de expectativas y la existencia de una sociedad distinta con una formación peculiar de expectativas.

a) La doble moneda.

En países como México no se tienen circuitos monetarios estructurados por una sola unidad monetaria, en los cuales las otras monedas que circulan tienen un papel secundario o marginal, tal y como ocurre en la mayoría de los países industrializados. La situación más común es que en los países intermedios y en los atrasados, se tengan circuitos monetarios integrados por una doble moneda: el dólar dominante y la moneda nacional dominada. Este hecho hace que los circuitos monetarios, tanto mercantiles como los de capitales y bursátiles, funcionen de manera diferente.

b) La doble estructura de expectativas.

En los mercados bursátiles se suelen presentar dos demandas de activos, con una configuración estructural que le es propia en cada caso. Una es la demanda interna y la otra es la demanda externa, con una importancia creciente. Cada una de las demandas depende de cómo integra la relación entre la esperanza de rendimiento de los activos a adquirir y su riesgo; y cada una realiza esta operación en forma distinta y conduce a la existencia de precios relativos diferenciados, hecho que implica inestabilidad en la formación de precios.

c) La existencia de una sociedad distinta, con estructuras de valores culturales que le son propias y que implican una formación peculiar de expectativas.

De la primera especificidad nos hemos ocupado en artículos anteriores; aquí trataremos sobre la segunda y la tercera de ellas

La teorización que usamos expone la herencia conceptual recibida, si bien el factor integrador de las proposiciones teóricas no han sido las hipótesis de trabajo de las teorías existentes; por el contrario, se buscó que la coherencia analítica proviniese de los procesos

reales, en especial el referente a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). La integración de los enunciados proviene de lo real, por eso fue posible utilizar operadores lógicos originados en diferentes teorías. Dado que la herencia teórica es insuficiente para comprender los procesos reales, se han agregado proposiciones teóricas de nuestra elaboración.

No se trata de un trabajo acabado, sino sólo de la proposición de nuevos caminos en la reflexión analítica para la comprensión del funcionamiento de los circuitos intermedios en países intermedios.

Dividimos nuestra exposición en tres partes. En la primera se estudiará la formación de las expectativas desde un punto de vista social; es decir, se expondrá la manera en que los procesos sociales actúan en la formación de expectativas de los agentes que intervienen en las bolsas de valores. En la segunda se presenta el modelo de base al cual se le integra la doble estructura de expectativas; esto es, tratará sobre el cálculo de los rendimientos probables y su integración con la formación de expectativas. Por último, presentamos la dinámica de funcionamiento, la fragilidad de los mercados y la configuración de los ciclos formativos de los precios bursátiles.

## **I. Riesgo, sociedad y expectativas**

La inversión en bolsa implica dos elementos fundamentales: la elaboración de un cálculo y la configuración de una expectativa.

El cálculo consta de dos componentes: la medición de la tasa de rendimiento probable de los activos que tienen posibilidad de adquirirse y la estimación del riesgo (que generalmente se mide por la varianza del rendimiento de la acción en un lapso determinado).

La expectativa requiere de un marco cognoscitivo sobre la situación del mercado, una anticipación sobre la situación futura y una escala de valores por medio de la cual se pueda calificar el conocimiento del mercado y la anticipación temporal. La teoría económica convencional ha privilegiado el caso de las llamadas "expectativas racionales". Sin embargo, es indispensable considerar que el marco social dentro del cual se realizan las expectativas, tiene una amplia escala de posibilidades y que sólo una de ellas es la que correspondería a las expectativas racionales.

Hemos dividido esta primera parte en tres secciones. Inicialmente se enunciarán los factores que intervienen en la evaluación del mercado, en la anticipación del futuro y en la formación de la escala de valores que califica. Luego se propondrá una función de proba-

bilidad bivariada, a efecto de medir las expectativas realizadas. En el último apartado se diferenciará a una sociedad que rechaza riesgos, frente a otra que tiende a aceptarlos.

### **Factores que intervienen en la evaluación del riesgo y la incertidumbre**

La relación entre los procesos culturales y la formación de expectativas se ha presentado en otro trabajo<sup>1</sup>. Aquí se retoma lo entonces señalado.

Se seguirá una tradición que en la sociología proviene de Emile Durkheim y que consiste en reconocer el hecho social como tal, sin imponer ningún requisito ligado a un posible deber ser.

El hecho social de la formación de expectativas es, ante todo, un proceso complejo en el que participan y se entremezclan un conjunto de elementos sociales diversos. Por lo limitado de este artículo no podemos analizar el conjunto de factores que intervienen en la formación de expectativas, pero es factible mencionar brevemente alguno de ellos:

#### **1. Las creencias**

El tipo de creencias sobre el futuro, sobre la ideología dominante y sobre el entorno político es un elemento que influye considerablemente en la formación de expectativas. Por ejemplo, en la Bolsa Mexicana de Valores han tenido fuerte repercusión las creencias sobre la fuerza del presidente mexicano (Carlos Salinas de Gortari), la posibilidad de la firma del Tratado de Libre Comercio (TLC) de América del Norte, la ideología del Partido Revolucionario Institucional (PRI) así como la de los partidos Republicano y Demócrata de Estados Unidos.

#### **2. La información disponible**

La calidad, cantidad y oportunidad de la información disponible es un elemento clave. Contrariamente a las hipótesis de la racionalidad completa, nunca se dispone de la totalidad de la información correspondiente a los mercados; además la información tiene errores, puede estar sesgada e, incluso, manipulada. Entonces, el agente debe procesar la información realmente disponible para formar sus expectativas y orientar sus acciones.

#### **3. Racionalidad limitada**

La hipótesis teórica de Simon sobre la racionalidad limitada, es mucho más realista que la racionalidad completa de la tradición neoclásica. En este artículo se supone que el agente actúa con racionalidad limitada, si bien dicha racionalidad no es la única orientación con la que se opera ya que junto a procesos racionales limitados coexisten creencias,

deseos de poder y el conjunto de ideas que constituyen las herramientas de operación del agente.

#### 4. Las ideas del agente sobre su entorno social

Todos los agentes tienen un conjunto de ideas sobre su entorno social. En ocasiones éstas incorporan un fundamento científico pero generalmente corresponden a una amalgama de ideología, ciencia, creencias, ansias de poder y de que la realidad corresponda a sus deseos, etcétera. Independientemente de lo bien o mal fundado de sus criterios, el agente sólo puede configurar sus expectativas y orientar su acción en función de sus ideas ya que, incluso los consejos que pueda recibir, pasan por ese filtro.

#### 5. Deseos de poder

La búsqueda de poder como mecanismo de dominio y de sobreposición hacia los otros, es uno de los grandes resortes de la acción humana. Hay una relación importante entre las expectativas que se establecen y la búsqueda de poder del agente que las configura.

En síntesis, tanto para evaluar el mercado como para anticipar el futuro, el agente económico que participa en la bolsa de valores hace uso de la información disponible, la procesa de la mejor manera posible por medio de una racionalidad limitada y la valora según sus creencias, sus ideas sobre el entorno social y sus deseos de poder. Los operadores lógicos en que se inscribe la cultura del agente implican, junto con los elementos arriba mencionados, un marco cognoscitivo dentro del cual se evalúa el mercado y se realizan las anticipaciones sobre el mercado bursátil.

En términos de inversión bursátil, lo que existe es el presente; el futuro es una construcción imaginaria que se realiza hoy, en torno de la posible sociedad que puede existir mañana. El futuro siempre es una construcción simbólica en la que se integran no sólo las informaciones del presente y la racionalidad limitada con que se las procesa, sino que, además, en la formulación simbólica que se hace hoy sobre la configuración imaginaria del mañana, intervienen forzosamente las creencias, las ideas sobre el entorno social, los deseos de poder, así como todo un conjunto de operadores simbólicos que constituyen el inventario mitológico de una sociedad.

### **La relación entre esperanza de rendimiento y riesgo**

La evaluación del mercado y la formación de expectativas, van a reflejarse en una actitud del agente ante los dos elementos claves del mercado: la esperanza de rendimiento de los activos que pueden comprarse y su riesgo.

El agente bursátil (grande o chico, eventual o permanente), de una u otra manera, hace una evaluación y plantea una actitud ante el rendimiento y ante el riesgo.

Naturalmente que lo expresado líneas arriba, corresponde a actitudes sociales y no a determinaciones individuales. Es cierto que el agente que actúa no es un ente social, sino un individuo particular. Pero este individuo está inscrito en el seno de una sociedad y, por tanto, tiende a actuar en términos de los patrones culturales y sociales prevalecientes.

También es cierto que los individuos no van a actuar todos de la misma manera y que, por consiguiente, habrá diferencias entre cada uno de ellos. Pero cuando se considera la fuerza de los patrones culturales y sociales, se puede concluir que una parte importante de los individuos que componen la sociedad, tenderá a mostrar un relativo acercamiento a una media social determinada por los patrones de comportamiento cultural y social descritos en la sección anterior.

Los patrones culturales y sociales no conducen a un comportamiento único y rígido, sino que marcan una fuerza que se ejerce sobre los individuos. Por ello, aunque cada individuo tiene un comportamiento distinto, hay una fuerza (más o menos grande) que los acerca a un espacio de comportamiento. Además, debe tomarse en cuenta que toda sociedad implica conductas desviantes, las cuales no eliminan la fuerza de las conductas por ella normalizadas.

De hecho, en toda sociedad hay una fuerte probabilidad de que la mayor parte de los individuos se acerque a las medias determinadas por las normas sociales y culturales; y una probabilidad más reducida de encontrar individuos más o menos alejados de tales normas.

Desde un punto de vista estadístico, se podrían hacer encuestas para conocer la función de probabilidad que describe el acercamiento o alejamiento de los individuos a las normas establecidas. Independientemente de que se pudiesen conocer con claridad estas funciones de probabilidad, la Ley de los Grandes Números permite suponer que una función normal conduce a un buen acercamiento del hecho social, ya que en todo mercado bursátil el número de agentes que participan es elevado.

Dado que los dos elementos claves que determinan el comportamiento bursátil son la esperanza del rendimiento de los activos y su riesgo, de lo que se trata es de evaluar funciones de probabilidad en relación con estos dos factores.

En todas las sociedades existe un conjunto de ideas en torno de lo que debería ser el rendimiento de una inversión. Los rendimientos de los activos no son en sí mismos ni altos ni bajos, sino que se valoran como satisfactorios o insatisfactorios, atendiendo a la norma socialmente existente de lo que se considera como rendimiento adecuado. Hay

sociedades, o épocas determinadas, en las cuales lo que se podría denominar "rendimiento socialmente satisfactorio" es elevado y otras en que tal rendimiento es bajo.

Lo elevado o reducido del rendimiento socialmente satisfactorio, depende de un conjunto de factores tales como los rendimientos obtenidos con anterioridad, el grado de optimismo o pesimismo socialmente existente, el tipo social del empresariado existente, etcétera.

Frente al riesgo, sucede una situación similar que ante los rendimientos. En cada sociedad existe lo que se podría denominar "riesgo socialmente aceptable" y que expresa la cantidad del riesgo que en un momento dado la mayoría de los empresarios se encuentra dispuesto a asumir.

Si se toma como centro el rendimiento socialmente satisfactorio y el riesgo socialmente aceptable, se pueden construir funciones de probabilísticas normales en torno de dichos conceptos, que en términos estadísticos se expresan como las medias de las funciones normales.

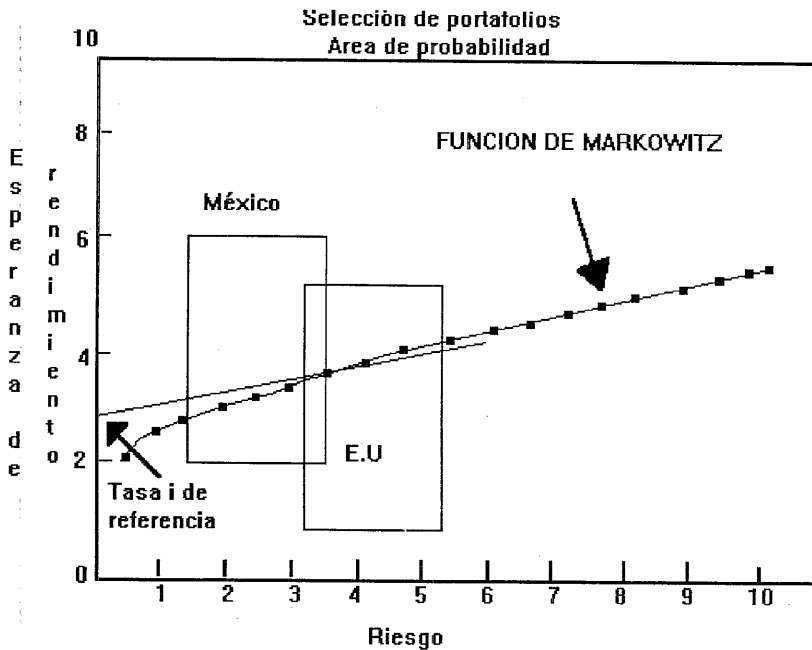
La varianza, que es otro parámetro que define la función de probabilidad normal, va a medir el grado de dispersión en que se encuentran los individuos participantes en dicha sociedad. Una varianza amplia indica que en esa sociedad las normas sociales tienen una presencia relajada, que el número de conductas desviantes es más amplio y que los comportamientos miméticos en bolsa, son poco frecuentes; una varianza pequeña es signo de una fuerza importante de las normas sociales, de pocas conductas desviantes y de persistentes comportamientos miméticos.

La relación ante la esperanza de rendimiento y el riesgo, se puede medir en una gráfica que tenga como ordenada a la primera y como abscisa al segundo.

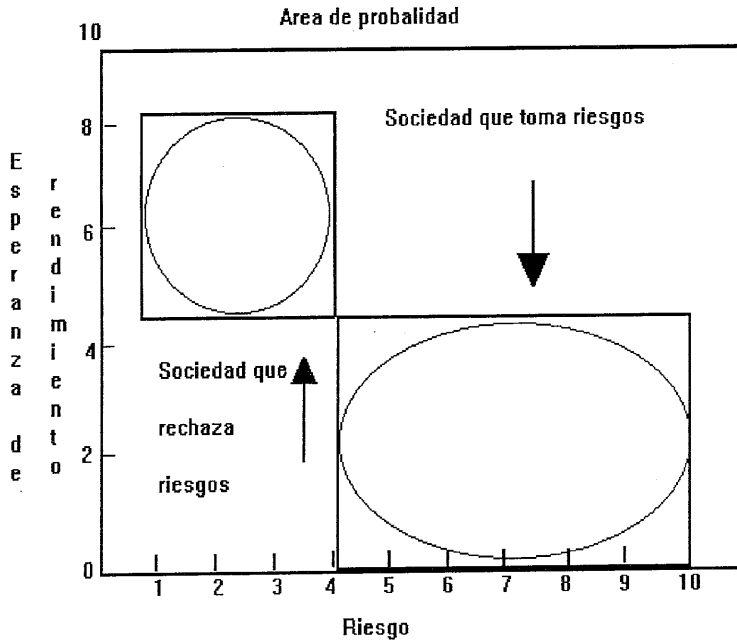
La esperanza del rendimiento, lo mismo que el riesgo, se puede reestructurar en una escala que varía entre el cero y el diez. Cuando las esperanzas de rendimiento son elevadas, el rendimiento socialmente satisfactorio se acercará al diez y cuando son bajas, se aproximará al cero. Lo mismo ocurrirá con los riesgos.

De esta manera, se puede establecer un área en la cual se tiene una elevada probabilidad de encontrar a la mayoría de los agentes individuales que participan en la bolsa. Dicha área se establece con las coordenadas de las medias establecidas por el rendimiento socialmente satisfactorio y el riesgo socialmente aceptable. La varianza de las funciones de probabilidad se expresa por lo ancho y lo largo del área. Si el comportamiento ante el riesgo tiene una varianza elevada, ello se expresará por una mayor anchura del área; si la varianza es elevada en cuanto al comportamiento frente al rendimiento, el largo del área será mayor.

De esta forma, tal y como aparece en la gráfica adjunta, se puede establecer un espacio de alta probabilidad del comportamiento de los agentes bursátiles para cada sociedad o para cada época. A esta área la podemos denominar "espacio social de actitud ante la ganancia y el riesgo".







### Sociedades que rechazan riesgos y sociedades que toman riesgos

En el marco de este estudio, conviene distinguir dos tipos de sociedades: aquella que rechaza riesgos y la que los acepta.

La sociedad que rechaza riesgos muestra las siguientes características:

a) *Conservadurismo*. Se trata de sociedades en las cuales los empresarios son conservadores y se encuentran muy poco dispuestos a la innovación, prefieren el mantenimiento de las estructuras existentes. Se suelen conformar con las ganancias que proporcionan las empresas, las cuales frecuentemente son elevadas. El conservadurismo es tal que si no existe la esperanza de ganancias elevadas, no se realizará ninguna inversión.

b) *Cultura de elevadas ganancias*. Como en estas sociedades las ganancias han sido históricamente elevadas, existe la cultura de que para que una inversión se pueda considerar redituable, es necesario que genere elevadas ganancias.

c) *Cultura de ganancias fáciles*. No sólo se espera que las ganancias sean elevadas, también se pide que sean fáciles; es decir, que no implique un gran problema el obtenerlas. Esta estructura de ganancias elevadas y fáciles suele presentarse en sociedades

poco competitivas y sujetas a un proteccionismo muy elevado; además en ellas el espíritu empresarial de tipo shumpeteriano, suele estar casi totalmente ausente.

d) *La estructura simbólica de la cultura.* Conduce a que la valoración de la información disponible y del procesamiento de la misma por la racionalidad limitada, esté generalmente sujeta a procesos restrictivos simbólicos muy fuertes. La valoración del trabajo también suele ser negativa; no se acepta el riesgo como mecanismo para el logro de ganancias; se tienen pocas disposiciones a la innovación; etcétera.

En la gráfica adjunta se representa el espacio social de actitud hacia la ganancia y el riesgo para inversionistas bursátiles, en una sociedad que rechaza riesgos.

Por el contrario, una sociedad que asume riesgos tiene características muy diferentes. En ella se aceptan como socialmente satisfactorias, inversiones que dejan ganancias menores; no se espera que las ganancias sean fáciles, ya que se tiene una competencia importante a la cual hay que hacerle frente y a la que no se le puede vencer sin innovaciones administrativas, tecnológicas y de penetración en mercados; son sociedades más dispuestas al cambio y en ellas hay un fuerte impulso de los empresarios de tipo shumpeteriano. La estructura simbólica por medio de la cual se valorizan los cálculos, implica una alta valoración al trabajo y la toma de riesgos.

En la gráfica adjunta se observa la contraposición entre las sociedades que rechazan riesgos y las que los aceptan.

En general, la sociedad de inversionistas bursátiles en México tiende a parecerse a la sociedad que rechaza riesgos. Es cierto que en la Bolsa Mexicana de Valores se presenta una fuerte especulación, pero ésta ocurre por el rechazo al riesgo y no por su aceptación.

## II.- Hacia un modelo de simulación de la Bolsa Mexicana de Valores

En esta segunda parte se dará un contenido formal a los análisis presentados en el acápite I.

El punto de partida son los análisis de Markowitz sobre la formación de portafolios, en lo que él denomina la *frontera de eficiencia*. En ella se establece la formación de portafolios de máximo rendimiento, dado un determinado nivel de riesgo. Lo que se busca cuantificar son los porcentajes de inversión que se deben realizar en cada activo disponible, para lograr una esperanza de rendimiento máxima a cada nivel de riesgo.

La frontera de eficiencia de Markowitz se establece calculando la esperanza de rendimiento de los activos y el riesgo de cada portafolio constituido. La esperanza de rendimiento se cuantifica por los rendimientos de los activos en periodo de tiempo pasado y el riesgo se expresa por la varianza de los precios de dichos activos, durante el mismo lapso.

La frontera de eficiencia no implica ningún tipo de comportamiento de los agentes, ya que ella calcula solamente cuál es el portafolio, establecido por los porcentajes de inversión en cada activo, de máxima esperanza de rendimiento a cada uno de los niveles de riesgo posibles. En la teoría neoclásica convencional, el comportamiento de los agentes se establece por la curva de indiferencia, proveniente de la función de utilidad entre la esperanza de rendimiento y el nivel de riesgo. En este cuerpo teórico se supone que el comportamiento del agente se da en el punto en que la curva de indiferencia ante el riesgo y la esperanza de rendimiento, se hace tangente con la frontera de eficiencia de Markowitz.

En este trabajo no se usa el supuesto de la racionalidad absoluta de los agentes que presupone la teoría neoclásica. Se parte de una racionalidad limitada que opera con la información disponible, que normalmente suele contener importantes sesgos y de su evaluación en términos simbólicos por una cultura en la que intervienen las creencias, las ideas sobre el entorno social y los deseos de poder.

En la primera sección de esta segunda parte, hacemos una presentación sintética del modelo de Markowitz; luego analizamos la forma en que se integran los espacios de probabilidad estudiados en el capítulo I con la frontera de eficiencia de Markowitz, para determinar el comportamiento (probabilístico desde este punto de vista teórico) de los agentes bursátiles.

### **El modelo de Markowitz**

Para comprender el funcionamiento de una bolsa de valores como la mexicana, se tomó como punto de partida el modelo de Markowitz. Éste proporciona las bases fundamentales para la comprensión de la configuración de portafolios. La enorme ventaja del modelo es que no sólo indica la base lógica teórica a usar en la configuración de portafolios, sino que constituye la lógica práctica conque cada vez más se tienden a estructurar los portafolios en el quehacer cotidiano.

Expondremos primeramente una síntesis de las ecuaciones básicas del modelo y, luego, algunos de sus resultados fundamentales.

El lector que no se muestre interesado por las matemáticas puede brincar esta sección y pasar a la siguiente, ya que a su inicio se presenta en términos sencillos una síntesis del análisis que a continuación desarrollamos.<sup>2</sup>

Las ecuaciones básicas del modelo se forman por el planteamiento matemático que debe resolverse. Definamos las siguientes variables:

$E(R_i)$ , es la esperanza matemática de rendimiento del activo  $i$ .

$E(R_p)$ , es la esperanza de rendimiento del portafolio en su conjunto.

$-ij$ , es la matriz de varianzas y covarianzas de los activos  $i, j$ .

$x_i$ , es la proporción del activo  $i$  que participa en el portafolio. Se supone que  $x_i$  es mayor o igual que cero y menor o igual a uno.

La esperanza de rendimientos del portafolio y la varianza de tales rendimientos, es por definición:

$$E(R_p) = S(x_i * E(R_i)) \quad [1]$$

$$-(R_p) = [SSx_i * x_j * _ij]^{(1/2)} \quad [2]$$

Aquí el signo  $*$  se usa para denotar la multiplicación.

En el modelo de Markowitz, se supone que la varianza de los rendimientos es la figura estadística que mide los riesgos del portafolio. Cuando en el pasado se ha presentado una gran variabilidad de los rendimientos, entonces se supone que ese hecho es indicativo de un alto riesgo futuro.

Lo que se pretende hacer por medio de este modelo es maximizar la esperanza de rendimientos del portafolio, minimizando sus riesgos, es decir, su varianza. Desde un punto de vista matemático, este hecho es idéntico a minimizar los riesgos buscando que los rendimientos sean máximos.

Planteado en términos de minimización de riesgos (minimizar la ecuación [2]), se construye la siguiente ecuación lagrangiana:

$$L = [SSx_i * x_j * _ij]^{(1/2)} + \beta_1 * [E(R_p) - S(x_i * E(R_i))] - \beta_2 * [1 - Sx_i] \quad \text{tal que } x_i \geq 0 \text{ para toda } i \quad [3]$$

En esta ecuación  $\beta_1$  y  $\beta_2$  representan los multiplicadores lagrangianos que se encuentran asociados a las dos restricciones existentes: la que plantea maximizar la esperanza del rendimiento del portafolio y la que establece que la proporción  $x_i$  para cada activo  $i$ , debe ser mayor o igual que cero.

Cuando se calculan las derivadas adecuadas de [3], se logra conocer las proporciones en que debe participar  $x_i$  en el portafolio cuando se minimizan los riesgos.

La función de Markowitz se presenta en la segunda gráfica. En ella se observa la curva que indica el rendimiento que se obtiene a cada nivel de riesgo, cuando se resuelve la función lagrangiana [3]. Es evidente que a cada nivel de riesgo, el portafolio que maximiza los rendimientos es diferente. La función de Markowitz marca la frontera de los rendimientos máximos que se pueden obtener en un momento dado del mercado, a cada nivel de riesgo. Es obvio que no se podrá obtener una mayor esperanza de rendimiento del portafolio, si el agente no se encuentra dispuesto a jugar un mayor riesgo.

Podemos presentar los resultados fundamentales de la ecuación [3], cuando se obtienen de ella las derivadas correspondientes a la solución de minimización de la misma.

$$\begin{aligned} d_{(Rp)}/dx_i &= S(x_j^* \cdot \beta_j) / \beta_i \\ &= \text{Cov}(R_i, R_p) / \beta_i \end{aligned} \quad [4]$$

Esta ecuación nos indica que el aumento de la varianza del rendimiento del portafolio (el riesgo del mismo), cuando se incrementan en una fracción pequeña las tenencias del activo  $i$ , va a ser una función creciente de la covarianza del rendimiento del activo  $i$  en relación al portafolio en su conjunto; y una función decreciente de la varianza el rendimiento del portafolio.

Un hecho muy importante es cuando existe un activo que se considera libre de riesgo. Es decir, un activo que casi siempre es de renta fija y que deja un rendimiento con un riesgo considerado nulo.

Sea  $R_f$  el rendimiento cuando todo el dinero se coloca en el activo libre de riesgo; y  $R_a$  el rendimiento del portafolio cuando todo el dinero se coloca en activos riesgosos. Sea, también  $w$  el porcentaje del dinero colocado en el activo libre de riesgos y  $1-w$ , el porcentaje colocado en el portafolio con riesgos. Entonces:

$$E(R_p) = w \cdot R_f + (1-w) \cdot E(R_a) \quad [5]$$

En consecuencia la nueva varianza (riesgo) del portafolio, cuando se considera la existencia de un activo sin riesgos, es:

$$\sigma^2(R_p) = (1-w)^2 \cdot \sigma^2(R_a) \quad [6]$$

Con el uso de [5] y [6] y calculando sus derivadas, se puede medir el cambio en la esperanza del rendimiento del portafolio ante un cambio en el riesgo del mismo (su varianza).

$$dE(R_p)/d\sigma(R_p) = [E(R_a) - R_f] / \sigma(R_a) \quad [7]$$

De la ecuación [6] se puede calcular  $w$ , o sea la proporción del dinero invertido en el activo sin riesgos  $R_f$ .

$$w = [\sigma(R_a) - \sigma(R_p)] / \sigma(R_a) \quad [8]$$

Usando el conjunto de ecuaciones de [5] a [8], se puede encontrar que la esperanza del rendimiento del portafolio queda especificada de la manera siguiente:

$$E(R_p) = R_f + \frac{[E(R_a) - R_f]}{\sigma(R_a)} \cdot \sigma(R_p) \quad [9]$$

Si se observa bien la expresión [9], se verá que denota una función lineal cuya ordenada al origen es  $R_f$  y la pendiente es la parte subrayada del lado derecho de la ecuación.

Debe agregarse que esta parte subrayada se encuentra multiplicada por la raíz cuadrada de la varianza del portafolio, que es lo que se ha definido como el riesgo del mismo; por tanto, se puede concluir que esa parte subrayada indica el crecimiento en el riesgo que se tiene cuando se quiere aumentar el rendimiento del portafolio; es decir, se trata de la prima por el riesgo corrido, esto es, lo que el mercado ofrece como mayor rendimiento por efecto de un aumento en el riesgo corrido.

En la segunda gráfica, esta línea se encuentra representada por una recta. Debe tomarse en cuenta que cuando la recta se hace tangente a la frontera de eficiencia de Markowitz, anteriormente definida, entonces la línea recta se tiende a curvar por efecto de la relación que existe entre el riesgo del portafolio global y el riesgo de la parte del portafolio que contiene los activos riesgosos.

Conviene tener presente que la prima del riesgo baja a medida que disminuye el rendimiento del activo sin riesgos.

### **Las expectativas sociales y la frontera de eficiencia de Markowitz**

Para el lector no interesado en las matemáticas y que obvió la sección anterior, se debe señalar que en la segunda gráfica la función de Markowitz indica la máxima esperanza de rendimiento que se puede obtener con cada uno de los riesgos marcados por el eje de la abscisa. En esta gráfica se han reestructurado las escalas de riesgo y de esperanza de rendimiento, para reubicarlas del cero al diez.

La función de Markowitz denominada también frontera de eficiencia, nos indica cuál es el porcentaje de cada activo existente en el mercado que se debe adquirir para configurar un portafolio de manera tal que, a cada nivel de riesgo, se pueda obtener la esperanza de rendimiento lo más elevada posible.

Cuando se considera la existencia de un activo sin riesgo que ofrece un rendimiento positivo, por ejemplo los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, entonces la función de Markowitz se transforma ligeramente y se debe tomar en cuenta ahora la línea recta marcada en la gráfica. El punto de cruce con las ordenadas indica el rendimiento del activo. En esta nueva situación, la frontera de la eficiencia se determinará por la línea recta hasta el punto de tangencia con la antigua función de Markowitz y, a partir de ahí, la frontera se determinará por esta función.

En la nueva frontera constituida por la recta y la función de Markowitz, la pendiente marcará el incremento en la esperanza de rendimiento por efecto de un aumento en el riesgo. De ahí que a esta pendiente se le denomina prima de riesgo.

La frontera de eficiencia indica el conjunto de posibilidades que en un momento determinado ofrece el mercado, pero nada dice en relación con la actitud que adoptarán los agentes que en él operan.

Para conocerla, es necesario saber cómo es que ellos ubican la formación de sus expectativas y cómo valorizan la esperanza de rendimiento de los activos. En ese sentido, hacemos la siguiente proposición teórica: integrar nuestros análisis presentados en la primera parte de este trabajo, con el modelo de Markowitz.

Esta integración analítica se encuentra representada en la segunda gráfica. Las áreas de probabilidad social de acción de los agentes surgidas de las normas sociales y culturales en cuanto a información disponible, racionalidad limitada, creencias, ideas sobre el entorno social y deseos de poder, se manifiestan en las áreas denominadas México y Estados Unidos.

Si se toma el caso de México, el rectángulo marca el área de alta probabilidad de acción de los agentes que actúan en el mercado bursátil y, por consiguiente, los puntos de cruce acotan el riesgo máximo y mínimo que éstos están dispuestos a tomar; es decir, marcan los límites de alta probabilidad en que se van a ubicar dichos agentes.

En síntesis, la idea propuesta afirma que las expectativas culturales y sociales marcan un área de alta probabilidad de la acción de los agentes y que éstos van a tratar de aprovechar las posibilidades del mercado, en los términos señalados por la frontera de eficiencia de Markowitz. Por tanto, existe una alta probabilidad de que los agentes realicen una acción delimitada por el cruce del área de probabilidad descrita en la primera parte y la frontera de eficiencia de Markowitz, mencionada en las secciones anteriores.

### **III.- La dinámica del proceso**

Los operadores lógicos de tipo teórico presentados hasta aquí, permiten regresar al caso del mercado bursátil mexicano y estudiar su desarrollo.

#### **La doble configuración de expectativas y el doble mercado**

En la introducción señalamos que una de las peculiaridades esenciales de un mercado bursátil como el mexicano, era la presencia de una doble estructura de expectativas.

De hecho, desde el *crac* de noviembre de 1987, en el mercado mexicano se ha presentado una demanda creciente de sus títulos por parte de inversionistas extranjeros. La



parte de inversión extranjera de los títulos mexicanos cotizados en la Bolsa Mexicana de Valores, ha sido creciente y desde 1991 es una parte sustancial de la demanda.

La hipótesis es que la estructura sociocultural del espacio de actitud hacia la ganancia y el riesgo de los agentes mexicanos, es diferente al espacio correspondiente al de los inversionistas extranjeros; además estas diferencias, por mantenerse en el tiempo, configuran características muy importantes del mercado mexicano. Presentaremos los elementos determinantes de estos dos espacios.

a) La función de expectativas en México es solamente una, en la cual se pretende obtener ganancias más elevadas y con riesgos menores de lo que ocurre en otros países.

A pesar de que en México la tecnología usada por las empresas es más atrasada que en Estados Unidos, su tasa de ganancia suele ser mayor. Esto obedece a los bajos salarios y a los precios mayores del producto elaborado. Los precios son mayores por la existencia de una menor competencia interna y por la protección a las importaciones. Aunque ésta ha disminuido considerablemente, la competencia interna entre productores y entre productores e importadores sigue siendo reducida, lo que permite la presencia de precios relativamente mayores. Pero sobre todo las ganancias son elevadas porque los salarios son ínfimos.

La existencia de tasas de ganancia elevadas durante largo tiempo, impuso una cultura de ganancias altas. La carencia de competencia condujo a una cultura de bajos riesgos. La existencia de corrupción en muchos negocios entre iniciativa privada y gobierno, favoreció la cultura de ganancias altas y bajos riesgos.

b) La situación es distinta para el inversionista de Estados Unidos. En ese país la competencia interna y externa es muy alta, razón por la cual las empresas que no aceptan bajas ganancias y altos riesgos, no pueden sobrevivir. El empresario y los inversionistas institucionales de Estados Unidos, cuando evalúan sus expectativas en torno de los mercados bursátiles extranjeros, lo hacen a partir de las condiciones sociales y culturales internas.

En síntesis, tal y como lo muestra la segunda gráfica, en el mercado mexicano hay dos espacios permanentes en relación con la acción de los agentes. El agente mexicano tiene su espacio y el agente extranjero tiene el suyo, ambos se mantienen y no hay razón para que tiendan a acercarse.

Se determinan así dos estructuras de demanda de títulos, cada una de las cuales responde de manera distinta ante los precios de los activos y se configura como un polo de atracción hacia una estructura de precios relativos del mercado.

Es cierto que en otras naciones también concurren espacios sociales de actitud hacia la ganancia y el riesgo, que provienen de diferentes países. Pero en los mercados bursátiles de los países desarrollados, los espacios sociales de actitud hacia la ganancia y el riesgo no están muy diferenciados, por lo que las diferencias existentes entre cada uno de los espacios nacionales no son significativas; incluso, el conjunto de los espacios presentes en el mercado se puede asimilar a uno solo, en el cual la varianza es un poco mayor a la del país de origen. En naciones como México, la situación está determinada por la existencia de dos espacios irreductibles y por el hecho de que cada uno de ellos tiene suficiente presencia para influir decisivamente en el mercado.

### **La configuración de dos estructuras de precios relativos**

La más inmediata consecuencia de la presencia de dos espacios sociales de actitud hacia la ganancia y el riesgo, es que se configuran dos estructuras de precios relativos, hecho que conduce al mercado a un proceso permanente de inestabilidad.

La lógica de la conformación de una doble estructura de precios relativos, es la siguiente:

1. La demanda exterior de papel mexicano se encuentra limitada a unas cuantas grandes empresas --el grueso de las empresas cotizadas en bolsa, simplemente no interesan. De las empresas que sí importan, demandan tanto acciones como obligaciones.

2. La evaluación del riesgo y la esperanza de rendimiento de estas empresas, se realiza en relación al espacio social de actitud determinado en Estados Unidos; esto implica que cuando estas empresas ya no son redituables para los mexicanos, sí lo son para la demanda extranjera. Dicha demanda exterior por encima de la demanda interna, conduce a que los precios relativos de las empresas de interés externo, tiendan a subir mucho más allá de lo que lo harían en términos de la demanda interna.

3. El aumento de los precios relativos, más allá de lo determinado por la demanda interna, genera dos reacciones de signo contrario:

a) Una especulación tendente a la compra de estos activos, ante la esperanza de que sigan subiendo sus precios relativos.

b) Una baja brutal de la demanda, cuando la esperanza de un persistente aumento deja de existir; en este momento se hace evidente en el mercado que para la demanda interna son excesivos los precios relativos de dichos activos.

Las dos posibilidades no coexisten en el tiempo, sino que se suceden una a la otra.

4. Los precios relativos de los activos de empresas que no son objeto de demanda externa, tienden a la baja a un nivel que va más allá del determinado sólo por la demanda interna.

5. Con los activos que no se demandan por el exterior se da una operación inversa, pero no simétrica, a la descrita en el punto tres.

Inversa, ya que la compra de estos activos se desalienta por el hecho de que los capitales tienden a ubicarse en los activos de demanda externa, en los periodos de ascenso de precios.

No simétrica, ya que cuando se da la caída en los precios relativos de los activos de demanda externa, no hay un aumento correspondiente en la demanda de los activos no sujetos a demanda externa, debido a que en esos momentos la depresión del mercado afecta a todo el conjunto.

En síntesis, la bursatilidad del mercado en su conjunto tiende a concentrarse en los activos de demanda externa, presentándose una diferenciación muy importante en cuanto a bursatilidad y expectativas entre los activos de demanda externa y de demanda no externa.

De esta manera, el mercado tiende a volverse inestable y concentrado en la demanda de unos cuantos activos.

Estos hechos corresponden claramente a lo acontecido en la Bolsa Mexicana de Valores a partir de 1990, época en que la participación de la demanda externa comenzó a ser significativa.

### **La formación inestable de precios monetarios**

La diferenciación social y cultural que se encuentra en el origen de la doble estructura de demanda, no solamente tiene incidencia en la formación de precios relativos sino también en la evolución de los precios monetarios o absolutos del mercado.

Cuando existe esta doble demanda en el mercado, la lógica de la evolución de los precios monetarios tiende a establecerse de la siguiente manera.

1. La formación de precios monetarios depende de dos estructuras de precios relativos; ante el impacto de la demanda externa, los precios relativos de las empresas sujetas a esta demanda aumentan más allá de lo que hubiese sucedido en su ausencia.

Como el mercado se encuentra dominado por este tipo de empresas, se establece una imagen de bonanza y de ganancias especulativas. De esta manera, la inversión global aumenta y todo el mercado vive aumentos de precios.

2. El auge tiende a retroalimentarse por efectos de que el aumento generalizado de precios hace muy atractivo al mercado, por las rápidas ganancias que se obtienen.

3. Pero el auge no puede durar demasiado tiempo ya que los inversionistas extranjeros actúan en relación con la frontera de eficiencia de Markowitz que han construido, no sólo en función de los precios de los activos mexicanos, sino de los precios de los activos de Estados Unidos y de otras partes del mundo.

Es así que en dicha frontera de eficiencia, los activos mexicanos únicamente tienen un porcentaje muy pequeño de participación. En esta situación, cuando los precios relativos y monetarios de esos activos tienden a crecer, el riesgo aumenta a la par que decrece la esperanza de rendimiento. Cuando ello ocurre, su participación porcentual en estos portafolios tiende a decaer.

Los inversionistas extranjeros, que son generalmente inversionistas institucionales, suelen hacer reestructuraciones en sus portafolios para ponerlos al día en términos de la lógica de Markowitz. Por eso, cuando los activos mexicanos aumentan su riesgo y disminuyen su esperanza de rendimiento, la reestructuración conduce a su venta.

4. Ante la venta de los activos por parte de los extranjeros, se hace evidente para el mercado interno que se manejaban precios relativos y absolutos totalmente por encima de las condiciones determinadas por el espacio social de actitud ante la ganancia y el riesgo internos. En ese momento la demanda interna también se hunde y, por ello, los reacomodos a la baja en el mercado suelen ser muy bruscos e intempestivos.

Debe señalarse que el proceso anterior corresponde a las ecuaciones presentadas. La ecuación [7] que muestra la derivada de la esperanza de rendimiento del portafolio con respecto a la varianza del mismo, indica que ésta depende de la varianza de la parte riesgosa del portafolio y de su esperanza de rendimiento. Como se indica en la ecuación [9], la derivada indicada corresponde a la prima por riesgo que ofrece el mercado.

De ahí que cuando aumenta el riesgo y disminuye la esperanza de la parte con riesgo del portafolio referido a empresas mexicanas, la prima por riesgo que ofrece el mercado mexicano disminuye relativamente frente a las de otros mercados y, por consiguiente, la reestructuración del portafolio implica necesariamente la disminución en las tenencias de estos activos. Las bajas serán más pronunciadas cuanto más riesgo se esté dispuesto a aceptar por parte del agente bursátil. En efecto, la aceptación de alto riesgo implica compras amplias aunque el riesgo sea elevado y la esperanza de rendimiento sea

baja, pero el hecho inverso ocurre cuando se venden los activos. En los altos niveles de riesgo, la sensibilidad ante las compras y las ventas es mayor.

### **El ciclo de la formación de precios**

Se puede decir que por efecto de la doble estructura de la demanda, la evolución de los precios bursátiles tiende a realizarse en medio de ciclos más o menos prolongados de auge que terminan con caídas bruscas. Estos hechos corresponden a la historia reciente de la Bolsa Mexicana de Valores.

Queda por explicar lo que sucede después de la caída brusca en las cotizaciones de la Bolsa. En esta situación nuevamente se impone la lógica de la doble estructura de la demanda, la cual actúa en este caso de la siguiente manera.

1. La caída en los precios por las ventas de los tenedores de activos extranjeros, se ve profundamente reforzada por las ventas internas. Por ello, la caída de los precios es más que proporcional a lo que hubiese implicado la sola existencia del espacio social de actitud ante la ganancia y el riesgo, por parte de los extranjeros. Si la caída hubiese sido delimitada solamente por dicho espacio, entonces podría llegarse a una relativa estabilidad de precios relativos y monetarios; pero como la caída es mucho mayor, al final ocurre que para la demanda externa los activos mexicanos vuelven a ser atractivos.

2. Los nuevos precios atractivos de los activos mexicanos restablecen las compras extranjeras, con lo cual los precios se inclinan a un ligero repunte. Éste no puede ser muy elevado, ya que las expectativas internas se encuentran deprimidas y como las mismas son conservadoras en el sentido de que aceptan pocos riesgos y piden altos rendimientos, sus recompras de activos serán pequeñas.

3. Un nuevo reajuste, por pequeño que este sea de parte de las tenencias extranjeras, conduce al mercado nuevamente a la caída y a un nuevo proceso como el indicado en los puntos 1 y 2 anteriores. Pero al final de cada recurrencia, el sector externo termina con un mayor porcentaje de acciones internas.

4. Lo antes señalado se ve reforzado por el hecho de que, frente a la baja del mercado bursátil, puede desatarse una ola de pesimismo en toda la economía; lo que conduce a una reducción en la actividad económica y, por consiguiente, en los niveles de utilidad de las empresas. Ante la baja en las utilidades el mercado interno, que es conservador, tiende a vender, los precios de los activos bajan y por tanto se hacen atractivos a los inversionistas extranjeros que compran. Estas compras no conducen a una nueva alza del mercado pero evitan su desplome, el cual suele llegar a niveles bajos e inestables.

Lo presentado en los cuatro incisos anteriores describe el mercado mexicano, desde su caída en junio de 1992 a junio de 1993 y corresponde a la lógica de la doble estructura de la demanda.

Tómese en cuenta que la larga depresión del mercado mexicano se puede explicar por el modelo presentado, en el cual no se han considerado las expectativas creadas por el TLC. No queremos decir que éstas no sean importantes, sólo deseamos señalar que el comportamiento del mercado se puede explicar por la lógica de la doble estructura de la formación de expectativas que se revela como un componente esencial del mercado. La adición de las expectativas del TLC implicaría tendencias que refuerzan a las anteriormente presentadas, pero correspondería a un análisis que excede los límites del actual.

**Notas:**

1 "Un modelo de interpretación de la Bolsa Mexicana de Valores. Análisis de algunas repercusiones del TLC", será publicado en el libro "Integración financiera y TLC. Retos y perspectivas", coordinado por Alicia Girón, María Eugenia Correa y Edgar Ortiz, de próxima aparición.

2 La presentación del modelo de Markowitz se realiza en base al análisis que del mismo hace Vickers.

**Bibliografía**

Bouginat, Henri y Artus Patrick [1989], "Théorie Economique et Crises des Marchés Financiers", Editorial Económica, París, 1989.

Ejea, Guillermo, Celso Garrido, Cristian Leriche y Enrique Quintana [1991], "Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990", Serie Economía, UAM Atzacapozalco, México, 1991.

Mansell Carstens, Catherine [1992], "Las nuevas finanzas en México", Editorial Milenio S. A., Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas e Instituto Tecnológico Autónomo de México, México, 1992.

Lacque Labarthe, Dominique [1980], "Analyse Monétaire", Editorial Dunod, París, 1980.

Markowitz, Harry M. [1987], "Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets", Editorial Basil Blackwell, Oxford, 1989.

Sheffrin, Steven M. [1983], "Expectativas racionales", Alianza Editorial, Madrid, 1985.

Vázquez Seijas, Alicia [1989], "Mercados internacionales de capital", UAM Atzacapozalco, México, 1989.

Vickers, Douglas [1987], "Money Capital in the Theory of the Firm", *Cambridge University Press*, Estados Unidos, 1987.

---





# **DESPEGUE AL DESARROLLO, ETAPAS DE DESARROLLO FINANCIERO Y EL FINANCIAMIENTO ACCIONARIO. UN MARCO TEÓRICO PARA EL CAMBIO DE LOS SISTEMAS Y LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS**

**Edgar Ortiz \***

## **I. Despegue al desarrollo y los mercados financieros**

El desarrollo económico no es un proceso lineal o automático. Tampoco un patrón particular de éxitos económicos; puede ser tomado como un ideal a ser seguido por otros países. Sin embargo, la persistencia del subdesarrollo en algunas naciones ha hecho imperativo que se formulen análisis más profundos de experiencias exitosas pasadas y presentes, a fin de extraer algunas lecciones importantes que sirvan para enriquecer las políticas de desarrollo de aquellos países que permanecen rezagados. Ha sido igualmente necesario construir modelos que contribuyan a buscar caminos hacia el desarrollo más rápidos, menos tortuosos y más eficientes.<sup>1</sup>

Esta búsqueda de alternativas para el desarrollo ha generado importantes contribuciones en análisis históricos, institucionales, comparativos y teóricos los cuales no han estado desprovistos de controversia. No obstante, un rasgo común a dichos estudios ha sido su identificación de "factores o características esenciales" que propician importantes rompimientos con los patrones tradicionales de actividad económica y bienestar. Existe un punto crítico en el cual las naciones "despegan" hacia el desarrollo. En términos de política económica es preciso, por tanto, identificar todos aquellos elementos que en experiencias pasadas y presentes han propiciado que tales características propulsoras del desarrollo aparezcan y se afirmen, a fin de inducir las en otros países;

promoviendo cambios institucionales y políticas innovadoras de tal suerte de acelerar sus procesos de desarrollo.

Uno de los razonamientos al que más se ha recurrido en la construcción de modelos, ha sido el referido a la relación entre el ahorro y la inversión. Como una extensión a éstos, estudios históricos e institucionales han resaltado la importancia de los mercados e intermediarios financieros en el desarrollo económico. Finalmente, estudios transversales y estudios comparativos han servido para identificar diferencias en sistemas financieros, políticas financieras y regulación y su papel en el desarrollo económico.

Es, por tanto, posible identificar las características que debe tener un sistema financiero para convertirse si no en el principal, al menos en uno de los primordiales factores que inducen un despegue al desarrollo. Una contribución al respecto es la identificación de las etapas de desarrollo financiero. Para tener una visión comprensiva de este fenómeno, es necesario examinarlo considerando los cambios en la estructura financiera, el financiamiento del desarrollo mediante fuentes internacionales y el desarrollo de los mercados de capital. Esta visión debe completarse con sendos análisis sobre la relevancia del financiamiento bancario versus el realizado a través de los mercados de capital, la integración financiera doméstica e internacional y los patrones de la conformación del proyecto nacional. Esto es precisamente lo que se aborda en el presente trabajo.

Se ofrece un esquema de las etapas de desarrollo financiero, siguiendo esta perspectiva exhaustiva. Las etapas se presentan de una manera simplificada, dando énfasis a la relación entre financiamiento y desarrollo para evitar las rigideces que implicaría proponer un camino preconcebido de desarrollo. De hecho, debido a la complejidad del cambio socioeconómico, los países en vías de desarrollo presentan hoy en forma simultánea características que pueden ser identificadas con diversas etapas de desarrollo financiero. Los niveles de desarrollo económico y financiero, son igualmente muy heterogéneos entre las naciones.

Así, el marco teórico que aquí presentamos pretende servir como un referente de apoyo para la formulación de políticas capaces de promover cambios en los sistemas e instituciones financieras de cada país, en función de caminos alternativos para el desarrollo en un contexto de economía globalizada y competitiva que ha surgido al final del presente siglo y que determinará el crecimiento económico mundial de las próximas décadas.

## II. Etapas del desarrollo financiero

Los países en vías de desarrollo (PVD) se caracterizan por su baja formación del ahorro y sus mercados financieros débiles. Por ello deben recurrir al financiamiento internacional, para promover un crecimiento económico más rápido. Por otro lado, los países altamente desarrollados (PAD) exportan capital, realizando inversiones reales y financieras en otros sitios para aprovechar oportunidades alternativas de inversión. Entre estos dos tipos de movilización del capital se encuentra un largo proceso de desarrollo de mercados e instituciones financieras, un muy bien diferenciado uso del endeudamiento y capital accionario para promover la actividad económica; y patrones muy claros en el uso del financiamiento doméstico e internacional y de integración financiera.

### Profundización financiera y desarrollo

Los mercados e instituciones financieras permiten la movilización del ahorro de las unidades de gasto superavitarias, a las unidades de gasto deficitarias, inversionistas. Esto es posible mediante la creación de títulos financieros. Mientras más sofisticado, grande e innovador es tal sistema de mercados, instituciones y activos financieros, mayor y más eficiente es la movilización del ahorro y su asignación a las inversiones. El sector financiero se convierte en la superestructura que apoya la infraestructura de la riqueza nacional, la producción y los activos reales de la economía.

La importancia del sector financiero de una economía y su nivel de desarrollo, pueden ser medidos por el nivel de títulos financieros --activos y pasivos vigentes-- en relación con la riqueza nacional total, o bien con la producción nacional, Producto Interno Bruto (PIB) lo que generalmente se denomina profundización financiera. Mientras más alta es la profundización financiera, más alto es el nivel de desarrollo financiero y más alta aún la importancia de dicho sector en la actividad económica. Los niveles más elevados de profundización financiera, deberían también propiciar cambios cualitativos en la economía. Se pueden distinguir seis etapas de desarrollo financiero, correspondientes a atributos específicos de desarrollo económico.<sup>2</sup>

#### 1. PREFINANCIERA

En esta etapa no existen mercados, instituciones o títulos financieros. El trueque predomina en el intercambio de bienes y servicios, aunque ya comienzan a utilizarse formas rudimentarias de dinero. La producción y la inversión, orientadas a la subsistencia, son generalmente comunales; se generan excedentes marginales --ahorro-- con el fin de reproducir los ciclos agrícolas y se canalizan algunos recursos para la

creación y mantenimiento de bienes de capital embrionarios: herramientas rudimentarias. No existen, por tanto, medidas de profundización financiera.

## 2. EMBROGENIA FINANCIERA.

En una segunda etapa de desarrollo financiero aparecen los mercados reales y el dinero, título financiero, se usa para las transacciones como un equivalente general, comúnmente en formas metálicas. La producción agrícola prevalece, coexistiendo la agricultura de subsistencia con grandes tenencias de tierra dedicadas al cultivo. Se generan pequeños excedentes, derivados de la explotación de la tierra con mano de obra intensiva. El intercambio con otras sociedades es casi nulo. Los excedentes se canalizan para inversiones de simple reproducción (estancamiento) y el consumo suntuario. El ahorro aparece como forma primitiva de atesoramiento y el crédito se canaliza a través de mercados informales y formas incipientes de intermediación financiera. La producción per cápita permanece baja y relativamente constante a través del tiempo. La profundización financiera se mantiene muy baja.

## 3. MONETARIA TRADICIONAL

En esta etapa surgen los intermediarios financieros monetarios (bancos) y sus activos.<sup>3</sup> El crédito que resulta de la creación del dinero propicia una mayor actividad económica. La producción agrícola prevalece. La producción se dirige principalmente hacia el consumo local, pero comienza a tener lugar el intercambio con otras sociedades. También aparecen los negocios familiares, dedicados al comercio y las artesanías. Sus necesidades de liquidez son apoyadas con créditos de los intermediarios financieros monetarios. Los mercados financieros formales coexisten con los informales. El producto per cápita se incrementa lentamente. Las razones de intermediación financiera permanecen por debajo de la unidad pero también se incrementan en el tiempo, revelando la creciente importancia de los mercados e instituciones financieras en el desarrollo económico.

## 4. POSMONETARIA TRANSICIONAL

En esta fase aparecen los intermediarios financieros no monetarios, pero con un alcance limitado.<sup>4</sup> La banca comercial se acerca a la madurez<sup>5</sup> y otras formas de intermediación financiera se multiplican. Los mercados de capital también aparecen, pero canalizan insignificantes cantidades de ahorro a la inversión. En general, existe ya un conjunto complejo de instituciones financieras, pero sus actividades permanecen limitadas por imperfecciones en los mercados reales y financieros. El producto por habitante se incrementa a tasas moderadas y de manera irregular.

Surgen también las empresas concentrando sus actividades en el comercio, artesanía y actividades industriales embrionarias. La productividad y las economías de escala son bajas, pero la producción de factorías crece en importancia lo que conlleva a la industrialización en bienes tradicionales.<sup>6</sup> Las empresas son de propiedad y control familiares. Las inversiones se financian especialmente con las utilidades retenidas y la depreciación, pero el crédito de la banca comercial crece en importancia. El uso de estos créditos para financiar las inversiones incrementa la actividad económica, pero induce inestabilidad en el sistema financiero y una gran sensibilidad de las empresas a los cambios en el ciclo económico, debido a los problemas relacionados con el refinanciamiento del crédito bancario por naturaleza de corto plazo. Los gobiernos comienzan a regular la intermediación financiera.<sup>7</sup> Las razones de profundización financiera son mayores a la unidad, pero permanecen debajo de dos.

## 5. FINANCIAMIENTO DE DESPEGUE

La persistencia de condiciones que permiten la generación de excedentes conducen a un desarrollo acelerado, así como al rápido cambio tecnológico. La industrialización se expande a la manufactura más avanzada,<sup>8</sup> la productividad se incrementa rápidamente y las economías de escala comienzan a ser significativas. El incremento en estas variables en uno o más sectores puede ser muy notable, transformándolos en sectores líderes de la economía. Las necesidades de ahorro e inversión se incrementan también en forma significativa.

Un apoyo adecuado a estas necesidades provoca importantes cambios cuantitativos y cualitativos en la economía real, de tal forma que la economía despega hacia el desarrollo, dejando atrás los esquemas tradicionales de producción y de bajos estándares de vida. Las instituciones financieras se convierten en el vasomotor de estos procesos de cambio. La consolidación de los mercados de endeudamiento a largo plazo y accionario, permiten una más eficiente movilización del ahorro e inversión. Así, el sector financiero se caracteriza por una creciente importancia de los intermediarios no monetarios y mercados de capital "emergentes" muy dinámicos.

Los coeficientes de profundización financiera son ahora más significativos, cercanos a dos, revelando la importancia del sector financiero. El crecimiento de los títulos financieros es proporcionalmente más alto que el crecimiento en la producción. Durante esta etapa de desarrollo financiero, también tiene lugar un cambio en los patrones de financiamiento de créditos a corto plazo de la banca comercial a financiamiento a largo plazo realizado a través de los mercados de capital. El despegue al desarrollo tiene lugar cuando las empresas inician y consolidan, como parte inherente a sus actividades, el desarrollo tecnológico y financian sus oportunidades de inversión mediante los mercados de capital.

El financiamiento corporativo cambia de financiamiento primariamente bancario a financiamiento con fuentes de los mercados de capital. El financiamiento accionario incrementa su importancia. Además, la aversión al riesgo hace que los propietarios busquen alternativas para diversificarlo en los mercados reales y financieros, por lo que terminan por ceder el control de la empresa. La corporación pública se convierte en la forma preferida de propiedad de una empresa y administradores profesionales la controlan en representación de los accionistas.

Si surge una falta de correspondencia en el desarrollo de los mercados financieros y los reales (o aparecen otros obstáculos significativos) debido a la persistencia de patrones tradicionales de crecimiento, el proceso de desarrollo se interrumpe y el despegue hacia al desarrollo tampoco tiene lugar o aborta. De hecho, el despegue al desarrollo generalmente se caracteriza por un proceso doloroso de saltos y retrocesos, hasta que realmente se reúnen las condiciones para un despegue ininterrumpido.

## 6. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA MADURA

En una economía madura los mercados e instituciones financieras están plenamente desarrollados; la permanente innovación de productos y servicios, es uno de sus rasgos característicos. Los títulos financieros constituyen los vehículos básicos para vincular el ahorro y la inversión. La manufactura se expande a la industria pesada y de alta tecnología; los productos de consumo incorporan altos niveles de desarrollo tecnológico. La productividad y las economías de escala y de alcance, son altas. A largo plazo, el sector de los servicios es el más importante en la economía. Las tasas de crecimiento son moderadas, pero considerablemente más altas que el crecimiento poblacional. El producto por habitante es alto y el bienestar y calidad de la vida, también lo son. Los altos niveles de consumo y los rápidos cambios tecnológicos mantienen elevada la demanda de bienes y servicios, creando amplias oportunidades de inversión. La corporación pública es la forma preferida de propiedad de las empresas; amplios sectores de la población poseen títulos financieros emitidos por las empresas, para sostener su crecimiento. Las razones de profundización financiera son superiores a dos.

## 7. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DECADENTE

Una caída relativa frente a otros países en la innovación tecnológica y la competitividad, crea crecientes brechas entre el ahorro y la inversión.<sup>9</sup> La sociedad produce y consume más allá de su capacidad, llenando las brechas con financiamiento externo, déficit comerciales y déficit fiscales. Los mercados e instituciones financieras son incapaces de revertir dichas tendencias e, incluso, pueden contribuir a profundizarlas. Igualmente, burbujas especulativas debilitan aún más a los mercados e instituciones financieras. La persistencia de estas condiciones provoca tasas de crecimiento bajas y estancamiento. La economía retrocede frente a otras naciones y los estándares de vida

de sus habitantes declinan. Los índices de profundización financiera disminuyen secularmente.

### **Etapas del financiamiento de una nación y sus empresas**

El desarrollo de los mercados e instituciones financieras en un país, abre las oportunidades para que éste se beneficie de la movilización de fondos internacionales en apoyo de las inversiones y para acelerar el desarrollo. Esta alternativa está directamente relacionada con el nivel de desarrollo y de integración financiera de una nación, con los mercados financieros internacionales. Se pueden distinguir ocho etapas en este proceso de desarrollo financiero, que de una total autarquía termina en un financiamiento del desarrollo completamente abierto.<sup>10</sup> Dichas etapas comienzan en el periodo de embriogenia financiera de desarrollo financiero.

#### **1. CRÉDITO AISLADO**

La generación y movilización del ahorro para la inversión es local e informal y se lleva a cabo mediante la usura, principalmente de ciertos individuos. Créditos solidarios entre miembros de la familia extendida e individuos, son también comunes. Debido a estigmas sociales o creencias religiosas, las actividades crediticias son muy reservadas y secretas.

#### **2. FINANCIAMIENTO LOCAL**

En una sociedad monetaria tradicional, la actividad económica es financiada primordialmente a través de mercados e instituciones financieras locales, principalmente bancos comerciales, aunque el crédito informal continúa siendo importante. El crecimiento económico se limita a la generación local del ahorro. No obstante, aparecen las instituciones bancarias internacionales y las instituciones de seguro. Las primeras apoyan el comercio internacional entre las naciones, el cual se realiza principalmente por negocios familiares.

#### **3. PRESTATARIO INTERNACIONAL SUBDESARROLLADO**

Durante la etapa posmonetaria de transición de desarrollo financiero, los ingresos y ahorro local son insuficientes para promover los niveles de inversión necesarios, destinados a alcanzar el pleno empleo y sobreponer estándares de vida bajos. Entonces, el Estado recurre al endeudamiento externo para mejorar la infraestructura nacional y canalizar préstamos preferenciales a las empresas. El endeudamiento público también tiene como propósito apoyar guerras de independencia, o bien consolidar la soberanía y la formación del Estado-nación. Sin embargo, el país generalmente pide prestado más allá de su capacidad de pago. Hay crecimiento económico pero es inestable. El endeudamiento

damiento externo tiende a incrementarse en relación al PIB, muchas veces más allá de niveles manejables. Aun más persisten el desempleo, déficit comerciales y los problemas sociales en salud, educación, vivienda, etcétera. Consiguientemente, el país presenta con frecuencia severos desequilibrios y problemas de pago. Las políticas de ajuste que se implementan conllevan grandes retrocesos en los logros alcanzados durante los periodos de auge económico.

#### 4. PRESTATARIO INTERNACIONAL EN DESPEGUE

En esta etapa, el crecimiento a largo plazo y el endeudamiento externo pueden ser reconciliados. A largo plazo, el crecimiento económico genera excedentes suficientes para cumplir con las obligaciones internacionales. Profundos cambios económicos, propios de esta etapa de financiamiento al despegue, tienen lugar simultáneamente con una creciente internacionalización de la economía. Particularmente, la producción hacia afuera --exportaciones-- y las inversiones extranjeras, se convierten en el motor del desarrollo de la economía nacional. Las empresas encuentran y desarrollan importantes nichos para sus productos en los mercados internacionales. El endeudamiento externo continúa siendo importante, pero las empresas internacionalizan su financiamiento para reforzar sus oportunidades de inversión locales e internacionales. El endeudamiento externo permanece alto en relación con la producción nacional.

Pueden ocurrir severos problemas de pago, siendo eventualmente necesarias políticas draconianas de ajuste si no se identifican adecuadamente los niveles de endeudamiento sostenibles; y si los flujos de pago no se identifican correctamente y reconcilian con los patrones de pago esperados, así como con las necesidades de los prestamistas. Una identificación adecuada de las alternativas existentes fortalece el papel del financiamiento externo del desarrollo.

#### 5. PRESTAMISTA INMADURO

El proceso de desarrollo aún no termina, pero en las fases finales del despegue al desarrollo y fases iniciales de la intermediación financiera madura, la generación del ahorro local y excedentes generados por las exportaciones superan la capacidad para absorber el capital. Comienza entonces la exportación de capital con depósitos en bancos extranjeros y algunas inversiones de cartera en valores públicos y privados de los países más avanzados. Las empresas nacionales expanden sus actividades, por lo que igualmente comienza a tener lugar la inversión directa en otros países, particularmente en naciones vecinas. Algunas empresas internacionalizan plenamente sus operaciones y promueven el desarrollo tecnológico nacional. El endeudamiento externo crece como proporción del PIB.



## 6. PRESTAMISTA MADURO

Se sobrepone el subdesarrollo. El ahorro local y excedentes de la exportación de bienes y servicios, continúan siendo más altos que las necesidades nacionales. El endeudamiento externo se reduce substancialmente en relación con la producción nacional. Las grandes empresas y monopolios locales internacionalizan su producción. Consiguientemente, la inversión extranjera directa es el vehículo principal para canalizar fondos al extranjero. Las instituciones financieras locales también internacionalizan sus operaciones para apoyar las inversiones y operaciones de las empresas multinacionales de origen local. A través de sus operaciones en los mercados locales y otras en los mercados internacionales, las instituciones financieras también hacen préstamos a empresas y gobiernos extranjeros. Los ciclos económicos conllevan periodos de bonanza y de agudas restricciones en el crédito internacional. Todavía más, en periodos de crédito restringido, el crédito soberano y las empresas extranjeras pueden desestabilizar a las instituciones financieras internacionales, debido a una sobreexposición en créditos de prestatarios inmaduros en despegue al desarrollo.

## 7. PRESTAMISTA/PRESTATARIO MADURO

El desarrollo económico y los estándares de vida permanecen altos. La internacionalización de la economía y un continuo refinamiento en los gustos y preferencias de los consumidores, provoca incrementos significativos en las importaciones, así como en la inversión directa de empresas de otros países que desean aprovechar las oportunidades en los mercados locales. Puede aparecer déficit en el comercio exterior, pero éste generalmente se balancea con los recursos generados (utilidades, dividendos, intereses, regalías) por las inversiones realizadas en otros países.

La madurez de los mercados financieros locales también atrae grandes inversiones de portafolio por parte de inversionistas extranjeros, pero éstos están sujetos a la competencia internacional en tasas de interés. En general los movimientos bidireccionales de capital, hacia adentro y hacia afuera, tienden al equilibrio a largo plazo. La solidez de la economía le permite soportar *shocks* externos, así como periodos en los cuales los préstamos adquiridos en el extranjero superan la generación de recursos en el exterior; a largo plazo, el sector externo permanece balanceado y el crecimiento económico puede sostenerse.

## 8. PRESTAMISTA/PRESTATARIO DECADENTE

Los ingresos permanecen altos pero la propensión al ahorro es muy baja para financiar las inversiones necesarias, capaces de sostener los estándares de vida. La in-

novación tecnológica también decae y pronto las importaciones superan a las exportaciones. El déficit público y el endeudamiento externo son utilizados crecientemente para mantener la producción e importaciones deseadas, pero se crean mayores desequilibrios. Todos estos problemas pueden igualmente estar barnizados por otros factores, tales como guerras y gasto militar excesivo. Así el endeudamiento interno y externo, público y privado, se incrementa en forma desmedida. El endeudamiento externo crece de tal forma que supera la generación de recursos en el extranjero. La economía se vuelve más vulnerable a los ciclos económicos y los *shocks* externos. Las crisis se tornan recurrentes y difíciles de sobreponer, lo que provoca una pérdida en los niveles de vida de la población.

### **Etapas de desarrollo de los mercados de capital**

Son los mercados de capital y sus instituciones los que hacen posible un despegue al desarrollo. Las inversiones, a largo plazo por naturaleza, son entonces apoyadas con la emisión de títulos financieros de estos mercados, concebidos igualmente a largo plazo.<sup>11</sup> Este financiamiento permite que las empresas sostengan sus operaciones más allá de sus recursos internos y a largo plazo, de acuerdo con la vida útil de las inversiones. Las empresas puede concentrarse en mejorar su especialización en la producción de bienes y servicios reales, así como en el desarrollo tecnológico y de nuevos productos. Los mercados de capital permiten igualmente que la empresa deje atrás el financiamiento de "subsistencia" y, afirmando su planeación estratégica, aproveche sus oportunidades de inversión y optimice sus operaciones. Es posible identificar seis etapas de desarrollo de los mercados de capital.<sup>12</sup>

#### **1. EMBRIÓNICA**

Los títulos financieros de largo plazo llegan tardíamente al sistema financiero de un país. Aparecen durante la etapa de transición posmonetaria de desarrollo financiero, después de la aparición de las instituciones bancarias que surgen durante la etapa previa de intermediación monetaria. En la etapa embriónica de desarrollo de los mercados de capital, comienzan también a conformarse y crecer los mercados de dinero. Los mercados de capital y sus instituciones, así como otros intermediarios no-monetarios, surgen pero no alcanzan mucha relevancia. En una primera fase estos intermediarios más bien permanecen en estado embriónico. Se parecen a clubes de inversionistas que consolidan sus alianzas y buscan capital adicional, incorporando a sus empresas a terratenientes tradicionales y mercaderes.

No existe propiamente una clase de capitalistas emprendedores, sino una élite tradicional que se aprovecha de las oportunidades de inversión en actividades comerciales y de industrialización tradicional. Las empresas son principalmente de propiedad familiar. Así, la oferta de capital accionario en los mercados de capital es muy limita-

da, en tanto que su demanda se reduce a pequeños grupos de inversionistas de la élite que buscan oportunidades de inversión fuera del sector primario u otras actividades tradicionales. La actividad de los mercados de capital es reducida.

## 2. MERCADOS DE ENDEUDAMIENTO IMPERFECTOS

Durante las fases iniciales del despegue al desarrollo, los mercados de capital crecen lentamente, pero sus actividades se concentran en títulos de endeudamiento -- bonos. Ofertas gubernamentales de estos instrumentos permiten financiar proyectos de desarrollo específicos. Los títulos de endeudamiento de las empresas son primordialmente de corto plazo y la oferta de capital accionario es muy limitada. Sin embargo, durante este periodo los inversionistas pertenecen a una pequeña pero creciente clase capitalista. Las inversiones institucionales en los mercados de valores son casi desconocidas y se limitan a las realizadas por las instituciones bancarias. Los mercados de capital son muy delgados e imperfectos. La banca comercial es responsable de la mayor parte del ahorro y créditos generados en la economía. Aun más, las empresas y las instituciones bancarias establecen fuertes vínculos entre sí en cuanto a capital y administración.

Las relativamente grandes empresas industriales continúan siendo primordialmente de propiedad y control familiares y se convierten en núcleos de conglomerados que invierten en múltiples productos. Estos "grupos" permanecen altamente apalancados, adquiriendo créditos preferenciales de sus propias instituciones bancarias.<sup>13</sup> Los mercados de capital forman parte de este circuito de financiamiento, a través de los lazos existentes entre las instituciones bancarias comerciales y la banca de inversión e intermediarios bursátiles.

## 3. PROGRESIÓN DE LOS MERCADOS DE DINERO

Con el paso del tiempo la actividad de los mercados de capital se incrementa y se torna más sofisticada. Sin embargo, antes de que las ofertas de capital accionario se consoliden, emergen los mercados de dinero bien diferenciados de los mercados de capital. Además de ser una valiosa fuente de financiamiento para el despegue al desarrollo, estos mercados se convierten en un importante cimiento para el desarrollo del financiamiento accionario. Los certificados de tesorería y otros valores gubernamentales, son importantes fuentes para el financiamiento gubernamental. Las negociaciones en estos tipos de títulos predominan en los mercados de valores. Más adelante, los títulos de corto plazo gubernamentales se convierten en el principal mecanismo para controlar la oferta monetaria y el crédito. Todo ello contribuye a una profundización del desarrollo de los valores a largo plazo y, en especial, a establecer las bases para una eficiente valuación de las empresas en los mercados financieros.

Los certificados de tesorería pasan a ser el punto clave de referencia --activo libre de riesgo--, para requerir un premio al riesgo a otras inversiones gubernamentales o privadas; se establecen así las condiciones de equilibrio entre el riesgo y el rendimiento. En los mercados de dinero y capital, comienzan a echar raíces las inversiones realizadas por una clase media ascendente. Estos accionistas sólo mantienen posiciones minoritarias en la propiedad empresarial y la protección a sus derechos no está bien desarrollada. El despegue al desarrollo está en proceso, pero puede sufrir severos retrocesos debido a crisis económicas y al mal diseño y administración inadecuada de la política económica, particularmente la represión financiera y la excesiva intervención estatal.

#### 4. MERCADOS DE CAPITAL ACCIONARIO EMERGENTES Y DE DESPEGUE

El despegue al desarrollo crea amplias oportunidades de inversión, pero el financiamiento interno y los patrones de financiamiento de los grupos son insuficientes para sostener el crecimiento corporativo. Incluso, la competencia de los mercados locales e internacionales induce a las empresas a buscar rápidos cambios tecnológicos. El financiamiento cambia de financiamiento bancario a corto plazo a financiamiento a largo plazo a través de los mercados de capital, creciendo la importancia del financiamiento accionario. Los altos niveles de apalancamiento, propios del financiamiento de los "grupos", son sobrepuestos con la colocación de capital accionario. Las operaciones en los mercados de valores crecen rápidamente y los mercados accionarios "emergen" como la fuente más importante de financiamiento para el despegue al desarrollo.

Consiguientemente, los propietarios-administradores tienden a ceder el control de sus empresas. Las empresas se vuelven corporaciones públicas en pleno. Incrementos en el ingreso y su distribución más equitativa, levantan la participación en los mercados de valores por parte de los inversionistas de las clases medias. Una creciente participación de inversionistas institucionales también propicia la dispersión de la propiedad, pero la propiedad empresarial continúa siendo concentrada. Sin embargo, los propietarios minoritarios ya cuentan con una adecuada protección legal y administradores profesionales manejan la empresa. En general, los mercados accionarios muestran un crecimiento explosivo y sus imperfecciones tienden a disminuir.

El crecimiento rápido de la economía hace que los mercados accionarios sean altamente sensitivos a factores económicos clave, que determinan su riesgo sistemático. Los mercados de capital locales se integran de manera creciente con los mercados financieros internacionales y movilizan cantidades significativas del ahorro externo, para financiar las inversiones de sus empresas; esto es posible gracias a los altos premios al riesgo, que los mercados locales ofrecen en relación con los activos libre de riesgo internacionales.

## 5. MERCADOS DE CAPITAL PERFECTOS

Junto con la maduración de la economía y la madurez en la intermediación financiera, los mercados accionarios también maduran. Las imperfecciones en los mercados desaparecen ya que las asimetrías en la información son mínimas y la oferta y demanda de valores de riesgo, es amplia y competitiva. La forma preferida de propiedad corporativa es la corporación pública. La propiedad y control de la empresa están, por tanto, separados. Las empresas financian sus oportunidades de inversión, principalmente con bonos y capital accionario. La emisión de valores es sumamente innovadora y la fijación de precios de los activos financieros, es una función de la relación (*trade-off*) entre el riesgo y el rendimiento inherente a los flujos esperados de las empresas. El valor de la empresa y sus decisiones, son establecidas en los mercados de valores. Una amplia dispersión de la propiedad, así como una amplia participación de las clases medias, hace que la fijación de precios de los activos financieros y las decisiones empresariales sean socialmente orientadas.

Las inversiones institucionales, hechas a nombre de inversionistas individuales -fondos de pensión, fondos mutualistas- movilizan crecientes cantidades del ahorro a la inversión. Los mercados de capital maduros no están, sin embargo, libres de burbujas especulativas y de periodos de alta volatilidad, inducidos por bajas en los ciclos económicos nacionales o internacionales.

## 6. MERCADOS DE CAPITAL DECADENTES

Los deterioros estructurales de la economía son también seguidos por un deterioro de los mercados financieros. La pérdida de competitividad de una economía, junto con los síntomas que lo acompañan, generan un proceso de desintermediación financiera. En estos procesos los mercados de valores se vuelven más especulativos y volátiles. Retorna igualmente una alta concentración en la propiedad corporativa. El riesgo sistemático tiende también a incrementarse en relación con otros mercados; de tal manera que los inversionistas altamente reticentes al riesgo buscan otros mercados. Los límites de la erosión económica están fijados por la capacidad de la economía para recuperar su iniciativa tecnológica y para corregir sus problemas estructurales.

## II. Financiamiento bancario versus financiamiento accionario

Una etapa de avanzada de desarrollo financiero y económico, es también posible sin la presencia de mercados de capital fuertes. En su lugar, un sólido sistema bancario puede convertirse en el mecanismo principal para vincular el ahorro y la inversión. En este caso se establecen complejas redes de vinculación entre las empresas y los bancos

comerciales, para sustituir a los mercados de capital. Ciertamente, esta es la experiencia histórica de gran parte de los países europeos y de Japón. En esas economías, fuertes vínculos entre las instituciones financieras y entre las instituciones financieras y las empresas, han fomentado el surgimiento de importantes grupos comerciales e industriales altamente competitivos a nivel internacional, los cuales han contribuido de manera significativa al desarrollo de sus países.

En oposición a dichas experiencias, el desarrollo de Estados Unidos ha estado fuertemente asociado con la evolución de sus mercados de capital. Igualmente, el surgimiento y éxito de grandes conglomerados y empresas multinacionales en ese país y en gran medida su hegemonía económica durante la mayor parte del presente siglo, están relacionados en forma determinante con la evolución de sus mercados de capital.

Así, dos patrones de desarrollo económico y financiero compiten aparentemente en el mundo capitalista actual. Éstos han sido identificados como el modelo Renano y el modelo (norte) Americano. Aun más, se ha argumentado que la experiencia europeo-japonesa es más eficiente y socialmente justa. Se asume que el modelo estadounidense es menos eficiente y socialmente menos equitativo, debido al "excesivo peso" que en ese contexto tienen el mercado y el logro personal. Por ello los administradores se vuelven exageradamente preocupados con las tendencias a corto plazo del mercado y del comportamiento, a corto plazo también, de los consumidores e inversionistas. Esta preocupación está particularmente presente en relación con el financiamiento y el desempeño empresarial.

Una atención inmoderada sobre las tendencias de los mercados de capital termina dificultando la planeación a largo plazo y hace surgir luchas debilitantes por el control corporativo entre propietarios y administradores (luchas de representación -- *proxy fights*-- , compras mediante endeudamiento --*leveraged buy outs*-- , etcétera). Finalmente, un énfasis excesivo en el logro individual propicia una solidaridad social muy débil. La pobreza y muchos problemas sociales son vistos simplemente como resultado del fracaso individual; por esta razón dichos problemas reciben un tratamiento inadecuado.

Al contrario, las redes industrial-financieras que caracterizan al modelo Renano promueven un financiamiento y planeación estables, lo cual fortalece el desarrollo tecnológico, la productividad y la competitividad. Igualmente, una mayor solidaridad social propicia una mayor justicia social a través de sofisticados mecanismos de seguridad social.<sup>14</sup>

Así, determinar cuál de los dos modelos es más eficiente es motivo de controversia que debe ser resuelta para promover políticas económicas sólidas, particularmente en relación con los cambios que los países en vías de desarrollo necesitan promover

en sus sistemas financieros. Sin embargo, seis hechos importantes confirman la necesidad de promover el desarrollo de los mercados de capital, como una condición necesaria para inducir un despegue al desarrollo.

Primero, la banca y la bolsa no son mutuamente excluyentes en el proceso de financiamiento del desarrollo. Además, la banca en los países en vías de desarrollo ha tenido un desenvolvimiento diferente al experimentado en los países desarrollados europeos y anglófonos, mientras que las economías en desarrollo presentan algunos problemas de dualidad económica. De ahí que para sobreponer el subdesarrollo resulte imperativo modernizar el sector bancario y promover otros frentes de financiamiento para el desarrollo, por ejemplo, mercados de capital.

Segundo, la importancia de los mercados de capital en el desarrollo ha sido ampliamente reconocida; muchos estudios teóricos y empíricos confirman su relevancia en este aspecto.<sup>15</sup> Tercero, aunque los patrones de vínculos bancario-industriales en Europa y Japón continúen prevaleciendo localmente por algún tiempo, el crecimiento e internacionalización de los mercados de capital resaltan claramente su importancia. Los mercados de capital juegan ahora un importante papel complementario del financiamiento bancario para las empresas europeas y japonesas. Seguramente, el rol de estos mercados se incrementará con los años y podría alcanzar una importancia igual a la que han tenido los mercados de capital en Estados Unidos.

Cuarto, la globalización económica y financiera, junto con la innovación tecnológica y financiera, están representando importantes cambios en los mercados e instituciones financieras. Uno de ellos es el surgimiento de la "banca universal". La banca especializada continuará coexistiendo con esta nueva forma de ofrecer servicios financieros. De todas maneras, ambas instituciones necesitan de un amplio y eficiente sistema financiero para promover un proceso de ahorro-inversión más efectivo. Los mercados de capital y sus instituciones, son esenciales para la provisión de un conjunto bien diversificado de títulos financieros que satisfagan las necesidades de los inversionistas y las empresas en términos de rendimientos o costos, cobertura del riesgo y madurez.

Quinto, en la mayoría de los países en vías de desarrollo los grandes negocios familiares, "grupos industriales", han mantenido tradicionalmente relaciones muy cercanas con la banca comercial; similares a las relaciones mantenidas con instituciones financieras por las empresas japonesas y europeas. Estos vínculos, empero, tuvieron lugar en un contexto de modelos de crecimiento cerrados y de excesiva intervención y participación del Estado en la economía. Las políticas de liberalización que ahora están instrumentando los países en vías de desarrollo, tratan precisamente de romper con esas condiciones restrictivas de crecimiento.

Para responder a los retos de una economía competitiva globalizada y para aprovechar sus oportunidades, los países en vías de desarrollo necesitan forjar empresas viables. La corporación pública, con una amplia distribución de la propiedad, constituye la alternativa más adecuada. Inicialmente, las corporaciones privadas o de capital mayoritario concentrado (grupos) pueden jugar un papel importante en las actividades de apertura y modernización de los países en vías de desarrollo. Pero su potencial permanecerá limitado si su crecimiento es restringido a sus recursos y fuentes de financiamiento bancario tradicional. Los propietarios-administradores tendrán eventualmente que considerar el financiamiento accionario y ceder el control de la corporación para poder aprovechar sus oportunidades de inversión y, además, ser capaces de diversificar sus tenencias y así minimizar riesgos. Este paso crucial no puede darse en ausencia de mercados de capital bien desarrollados.

Sexto y finalmente, en la actualidad la movilización de grandes volúmenes de financiamiento a los gobiernos y las empresas se realiza mediante fuertes vínculos entre mercados de capital locales con los internacionales. Esto es, los países que no cuenten con mercados de capital o éstos sean delgados e ineficientes, tendrán oportunidades limitadas para canalizar el ahorro internacional para la inversión en infraestructura y la actividad empresarial interna. Su desarrollo será limitado.

En resumen, tanto el financiamiento bancario como el financiamiento a través de los mercados de capital, son importantes para el desarrollo económico. El peso específico que este tipo de instituciones debe tener en cada país depende tanto de sus patrones pasados de crecimiento, como de las políticas que sean instrumentadas para fomentar el crecimiento. El camino específico al desarrollo que cada nación en vías de desarrollo escoja, depende de hechos económicos y políticos domésticos y de sus enlaces con la economía internacional. En todo caso, una decisión soberana debe tomarse considerando que los mercados de capital pueden jugar un papel importante en la movilización del ahorro doméstico e internacional, para apoyar la actividad económica nacional. Además, la selección de políticas económicas debería siempre tomar como punto obligado de referencia el sostenimiento del crecimiento económico.<sup>16</sup>

El proceso de desarrollo financiero adquiere una mayor complejidad una vez que se considera la naturaleza del "proyecto nacional", la construcción del Estado-nación. Un aspecto debe ser resaltado: la relación entre el surgimiento y consolidación del capitalismo y la formación del Estado nacional. Si estos dos procesos marchan a la par, como fue el caso de los países europeos y de Estados Unidos, el desarrollo financiero comienza en forma temprana y prosigue conjuntamente con y apoya al desarrollo económico. Las especificidades en los patrones de desarrollo dependen en gran medida de cuán temprano o tarde el desarrollo capitalista tiene lugar y en la dotación de recursos y la capacidad para la innovación de cada país.



Los países en los cuales el capitalismo vino como un *shock* externo y su desarrollo nacional fue conformado por el colonialismo, muestran un desarrollo económico y financiero rezagado. Los mercados reales y las instituciones financieras dan un gran salto en relación a las condiciones precoloniales, a menudo caracterizadas por desarrollo prefinanciero o de embrogenia financiera. Sin embargo, los mercados reales y las instituciones financieras se desarrollan para extraer excedentes en beneficio del poder colonial. Con el advenimiento de la independencia, comienza un proceso tardío y doloroso de construcción de la nación. El proceso de desarrollo de los mercados reales y financieros se complica todavía más por las condiciones socioeconómicas rezagadas y por las profundas desventajas en relación con los países capitalistas maduros. Un círculo vicioso de subdesarrollo se hace manifiesto en algunos países. Su dotación en recursos, la formación de mercados de significativo tamaño y la producción orientada hacia afuera, coadyuvan a que algunas naciones sobrepongan el subdesarrollo.

El despegue al desarrollo procede con saltos adelante y caídas. Las innovaciones son generalmente aplicadas aprendiendo de experiencias pasadas y copiando los avances de los mercados desarrollados. Surge la cooperación financiera internacional e induce la creación de instituciones locales e internacionales, dirigidas a llenar las brechas en el financiamiento del desarrollo. De suprema importancia entre estas instituciones son los bancos de desarrollo. Éstos se convierten en los agentes del gobierno para obtener el crédito internacional y sobreponer los limitantes de un desarrollo incipiente de los mercados de capital. Los créditos preferenciales a las empresas y otros incentivos fiscales y financieros permiten el surgimiento de una pequeña clase capitalista, que en parte es complementada y apoyada por la actividad de las empresas estatales. Esta relación, sin embargo, se vuelve conflictiva conforme pasa el tiempo y se restringe el desarrollo económico.

El despegue al desarrollo se consolida cuando los mercados reales y financieros son liberados de las restricciones impuestas por el desarrollo hacia adentro y de la excesiva regulación e intervención estatales en la economía. Entonces, los mercados de capital emergen y encabezan el financiamiento de despegue; la forma preferida de rectoría empresarial es la corporación pública. Este proceso caracteriza hoy a algunos países en desarrollo.

Actualmente, la realidad ofrece otra complicación en el desarrollo financiero. Algunos países desarrollados se encuentran rezagados en el desarrollo de sus mercados reales y financieros. Sus experimentos de décadas con un socialismo dirigido por Estados totalitarios, terminó estrepitosamente. Ahora estos países se encuentran en una etapa de transición durante la cual deben crear sus mercados e instituciones. En los aspectos financieros, el establecimiento de instituciones bancarias probablemente no sea muy problemático, basándose en las instituciones previamente existentes. Por otro lado, los mercados de dinero y capital están comenzando de cero. Así, su desarrollo tomará

características muy peculiares, diferentes de las experiencias de las economías de mercado desarrolladas y ciertamente diferentes de las experiencias de los países en vías de desarrollo. <sup>1</sup>

#### IV. Integración financiera y desarrollo financiero

Para que el crecimiento de los mercados e instituciones financieras sea exitoso, éste debe ir acompañado de la integración financiera. Las segmentaciones a nivel nacional conducen a agudas diferencias en el desarrollo sectorial y regional. Como resultado, los sectores rezagados inhiben el desarrollo económico. Todavía más, mercados financieros sobredesarrollados y segmentados, inducen fugas de capital de las áreas menos desarrolladas para promover el desarrollo de las regiones más desarrolladas, profundizando el desarrollo regional desigual. Estos procesos adquieren características específicas para cada nación, de acuerdo con sus niveles de desarrollo económico y financiero.

A nivel internacional, una segmentación con los mercados financieros mundiales limita la movilización de los recursos internacionales para el uso doméstico. Este proceso de integración está, no obstante, condicionado por la evolución de los mercados financieros internacionales y su integración *per se*. Durante periodos de alta liquidez internacional, los mercados financieros incrementan sus niveles de integración y los créditos son relativamente fáciles de adquirir, incluso por los gobiernos y empresas de las naciones en desarrollo. Durante periodos recesivos del ciclo económico, los mercados tienden a segmentarse y el otorgamiento de créditos se vuelve restringido.

Otros dos factores afectan la integración financiera internacional: el volumen del comercio internacional y la cantidad y calidad de la internacionalización de la producción. Los incrementos y cambios positivos en estas variables, contribuyen a profundizar la integración financiera. El desarrollo financiero nacional es afectado por los esquemas de integración financiera, inducidos por el grado de apertura de la economía al comercio y las inversiones.

Finalmente, otro factor que afecta la integración financiera internacional es el nivel de desarrollo financiero existente entre los diferentes países del orbe. La integración tiende a proseguir entre las naciones financieramente más desarrolladas. Esto conduce al surgimiento de un cuerpo de mercados financieros desarrollados que interactúan activamente; y una serie de mercados periféricos que intercambian principalmente con un mercado del centro, en función de la intensidad de sus relaciones comerciales y de

inversión. Cabe resaltar que bajo estas circunstancias, la globalización de los mercados financieros mundiales tiene lugar entre los mercados de capital desarrollados y, muy secundariamente, entre los mercados de capital emergentes y los mercados de capital desarrollados. La integración entre los mercados emergentes es casi nula.

De todos modos, la integración financiera de los mercados de capital promueve que la movilización de los recursos internacionales se aleje del otorgamiento de créditos a los gobiernos, iniciándose el financiamiento a las empresas de los países en vías de desarrollo mediante formas innovadoras de titulación para capital accionario y endeudamiento, tal como lo revelan las experiencias recientes. Sería de esperar que de esta manera la integración de los países en vías de desarrollo con los mercados financieros internacionales, corresponda a una fase final del financiamiento de despegue al desarrollo.

**Notas:**

\* El autor agradece el respaldo para llevar a cabo la investigación del Programa de Apoyo a Proyectos de Investigación e Innovación Docente (PAPIID), de la Dirección General de Asuntos del Personal Académico de la UNAM.

1 La identificación de estas etapas de desarrollo se basa en los trabajos empíricos que tratan sobre la estructura financiera y la profundización financiera. Una bibliografía selecta incluye: Gurley y Shaw [1957; 1960]; Gurley [1968]; Shaw [1973]; Goldsmith [1969; 1972]; Bennet [1965]; Ben Amor [1974]; Burns [1967]; Powers [1971]; Ortiz [1977; 1980]; Drake [1980]; Townsend [1983]; Gupta [1984]; Kindlegerger [1984]; Patrick [1984]; Kitchen [1986]; Fry [1990]; Dow [1993]; Giovannini [1993].

2 La función principal de los intermediarios financieros es comprar valores emitidos por prestatarios finales y emitir endeudamiento indirecto para los portafolios de los prestamistas finales. Los títulos primarios corresponden a los pasivos y patrimonio de las unidades de gasto (familias, negocios, gobierno). Las unidades superavitarias, generalmente las familias, generan ahorros que entonces son prestados a las unidades de gasto deficitarias (negocios y gobierno) a través de los intermediarios financieros. Los intermediarios financieros monetarios son aquellas instituciones en los cuales parte de sus pasivos son parte del medio de cambio (dinero). Es decir, compran títulos primarios y crean dinero, y administran los mecanismos de pago.

3 Bancos de ahorro, uniones de crédito, compañías de seguro, instituciones de ahorro y crédito, fondos mutualistas, fondos de pensión, etcétera. Estas instituciones compran títulos primarios de las unidades de gasto y emiten títulos (derechos) no monetarios sobre sí mismos. Los incrementos en el ingreso disminuyen las necesidades de liquidez de las unidades superavitarias. Estas buscan alternativas adicionales para el ahorro y la cobertura del riesgo. Nuevos tipos de instituciones financieras que ofrecen títulos no-monetarios aparecen para satisfacer dichas necesidades. Una proporción importante de estos derechos financieros son, por naturaleza, de largo plazo (por ejemplo los seguros de vida) lo que promueve la canalización de préstamos a largo plazo a las unidades deficitarias inversionistas y a su vez fortalece sus decisiones de inversión, liberándolas de problemas de refinanciamiento. El crecimiento económico se incrementa y es sostenido. En esta etapa de desarrollo, empero, estas instituciones se encuentran en una fase germinal y el financiamiento a largo plazo de las empresas es limitado. Por esta razón las inversiones y el crecimiento económico están fuertemente influenciados por los problemas de refinanciamiento y la evolución del sector monetario. La banca central, si existe, influencia fuertemente con sus políticas los procesos de inversión y crecimiento económico.

4 La banca comercial también atraviesa por un complejo proceso de desarrollo. Este tema ha sido tratado con éxito por otros autores, por lo que el presente artículo se concentra en el desarrollo financiero desde las perspectivas indicadas en la primera sección. Cabe, sin embargo, resaltar que de acuerdo con Jung [1986] en sus etapas iniciales la banca provee principalmente el custodio seguro de tenencias de dinero de los ahorradores, en tanto que en etapas avanzadas es principalmente creadora de crédito. Apoyándose en esta proposición, Chick [1983; 1988] y Chick and Dow [1988] presentan seis etapas de desarrollo bancario. St Hill [1992] explora la relevancia de esas fases del desarrollo bancario en el desarrollo económico, dando énfasis al caso de economías duales.

5 Cuáles son bienes tradicionales (y otras características tradicionales de una economía en desarrollo) debe entenderse en el contexto de un periodo histórico específico. En el mundo actual algunos PVD presentan ciertos rasgos que se asemejan, por ejemplo, a esta etapa de desarrollo financiero. Su sector industrial, no obstante, puede estar produciendo bienes que de manera alguna podrían ser considerados tradicionales en el siglo XIX. Estos bienes son, sin embargo, tradicionales en comparación con los nuevos tipos de productos de alta tecnología generados hoy por el sector industrial de los PAD. Igualmente, un país en el cual sólo se ensamblan productos de alta tecnología (carece de su propia tecnología) debería ser considerado tradicional en el contexto del marco teórico aquí presentado. Así, un país con un sistema de producción tradicional, como aquí se aclara y un sector financiero que todavía se caracteriza por el predominio de los intermediarios financieros monetarios, en términos de financiamiento del desarrollo, debería instrumentar políticas que fortalezcan los intermediarios financieros no-monetarios para alcanzar las condiciones necesarias para un despegue al desarrollo. Proceso que debería caracterizarse entre otras cosas por un alto grado de desarrollo tecnológico autónomo, lo que de ninguna manera presupone la autarquía.

6 Desde una perspectiva histórico, esto se refiere a la aparición de la Banca Central y otras agencias gubernamentales reguladoras. Aunque algunas agencias regulatorias pueden ser necesarias para el caso de algunos PVD, éstas serían más bien situaciones excepcionales. Al contrario, en el contexto de las actuales tendencias económicas mundiales, los países en vías de desarrollo necesitan "modernizar" sus instituciones financieras y revisar sus mecanismos legales y de regulación, a fin de eliminar la sobreregulación, liberalizar sus sistemas financieros y hacerlos más competitivos. Aún más, la liberalización financiera es necesaria para promover una mayor integración con otros mercados, lo cual en el caso de los PVD significa la adquisición de fondos para el desarrollo en los mercados financieros internacionales desarrollados.

7 Esto implica, bajo un enfoque histórica, un paso de la industria tradicional a la ligera. En el contexto del presente trabajo esto debe entenderse como un cambio cualitativo en la industrialización de formas tradicionales, tomando en cuenta la aclaración hecha anteriormente, a formas más avanzadas de industrialización y con mayor participación de la tecnología nacional.

8 La declinación económica, la vía al subdesarrollo, es una posibilidad que los gobernantes deben tomar en cuenta para evitarla. Por tal razón nuestro trabajo incluye dicha etapa en el conjunto de ciclos de desarrollo financiero, presentados en ésta y las siguientes secciones.

9 Las fases aquí presentadas difieren, pero muestran algunas afinidades con una conceptualización anterior de las etapas del financiamiento con endeudamiento externo. Ver: Growzet [1972]. El esquema aquí presentado se ha beneficiado de estudios históricos y empíricos posteriores sobre el problema del endeudamiento externo, particularmente para el caso latinoamericano: Eichengreen y Lindert [1989]; Sachs [1989; 1990]; Marichal [1989]; Green [1981; 1988]; Ortiz [1987; 1988a; 1988b; 1989]; etcétera.

10 Etapas de desarrollo económico avanzado pueden también ser sostenidas con las instituciones bancarias, lo cual ha sido la experiencia de algunos países. Las etapas aquí presentadas reconocen la importancia de los mercados de capital no sólo tomando en cuenta la experiencia exitosa de algunos países, sino también considerando las tendencias actuales de globalización financiera y de transferencias de capital a los gobiernos y a las empresas de los países en vías de desarrollo, gracias a los vínculos de los mercados de capital internacionales con los mercados de capital emergentes. Esta controversia entre el financiamiento bancario versus el financiamiento a través de los mercados de capital, es tratada en el siguiente apartado con el fin de identificar algunas opciones de política económica para promover el desarrollo financiero.

11 Kumar y Tsetketos [1992] identifican cinco fases de desarrollo financiero, correspondientes a las cinco etapas de desarrollo económico de Rostow. En el modelo de Kumar y Tsetketos los mercados de capital forman parte importante de las etapas de rumbo a la madurez y de madurez económica. Las etapas aquí presentadas difieren en su conceptualización con la proposición anotada. Aquí, los mercados de capital juegan un papel importante en el despegue al desarrollo. Además, dichos ciclos buscan integrar las experiencias tanto de los mercados desarrollados como de los mercados de capital emergentes. Algunos estudios relevantes sobre los mercados emergentes incluyen: Aspe [1981]; Cheng [1980]; Dawson [1984]; de Tarso Madeiros [1981]; Errunza [1979]; Khambata y Khambata [1989]; Kitchen [1986; 1987]; Ramos [1988]; Marshall R. [1991]; Fischer *et al* [1992; 1993]; Ortiz [1992]; etcétera.

12 Para un análisis de estos patrones de financiamiento y sus problemas ver: Fischer *et al* [1992; 1993].

13 En un sólido estudio argumentativo, Michel Albert [1992] identifica estos dos modelos y afirma que la experiencia europeo-japonesa es más eficiente y socialmente justa. Se identifica al modelo Renano principalmente con Alemania, Suiza, Bélgica, los Países Bajos, Luxemburgo y en general la Europa del norte y con ciertas variantes, Japón. Otros países estarían adoptando este modelo como es el caso de Francia, o deben adoptarlo por su superioridad sobre el modelo (norte) Americano y para hacer más plausible el crecimiento e integración económica de Europa. El modelo (norte) Americano es considerado como propio de Estados Unidos, aunque relajándolo un tanto puede también incluir al Reino Unido y otros países anglófonos tales como Australia y Nueva Zelandia. Reflexionando sobre los cambios económicos mundiales, Albert también recomienda el modelo Renano para el caso de los PVD, así como para los países ex-socialistas ahora en transición hacia economías de mercado.

14 Para referencias clave sobre esta cuestión ver: Ortiz [1993].

15 Por ejemplo, el endeudamiento externo debe ser adquirido dentro de niveles sostenibles; el financiamiento bancario privilegiado a los "grupos" no debería ser promovido si las imperfecciones del mercado son propicias para la aparición de monopolios y otras deficiencias corporativas; el financiamiento bancario debe ser preferido sobre el financiamiento accionario si no es posible desarrollar empresas viables por la vía patrimonial en los mercados de capital locales e internacionales, etcétera.

16 Sobre este tema ver: Kemme and Rudka [1992]; Giovannini [1993].

## Bibliografía

Aspe, Pedro [1981], "El desarrollo del mercado en el periodo post-devaluatorio mexicano", en B. Paul, "El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe", Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas, 1981.

Ben Amor, A. [1974], "The Role of Financial Intermediaries and Economic Growth in Tunisia", Ph. D. Thesis, New York University, 1974.

Bennet, R., L. [1965], "The Financial Sector and Economic Development. The Mexican Case", The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1965.

Burns, J. E. [1967], "Financial Intermediation and Economic Growth in Venezuela", Ph. D. Thesis, University of Oregon, 1967.

Cheng, H. [1980], "Financial Deepening in the Pacific Basin Countries", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, verano de 1980.

Chick, V. [1983], "Macroeconomics after Keynes", Cambridge, *MIT Press*, 1983.

Chick, V. [1988], "The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy", "Symposium on Monetary theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s", Berlín, agosto-septiembre, 1988.

Chick, V. y Dow, S. C. [1988], "A Post-Keynesian Perspective on the Relation Between Banking and regional Development", en Ed. P. Arestis, "Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling", Aldershot: Edward Elgar, 1988.

Dawson, S. M. [1984], "The Trend Toward Efficiency for Less Developed Stock Exchanges: Hong Kong", *Journal of Business Finance and Accounting*, 1984.

De Tarso Madeiros, P. [1981], "El desarrollo del sistema financiero y los mercados de valores. El caso de Brasil", en B. Paul, ed., "El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe", *op. cit.*, 1981.

Drake, P. [1980], "Moeny, Finance and Economic Development", New York: John Wiley and Sons, 1980.

Dow, Sheila C. [1993], "Money and the Economic Process. Hampshire", England: Edward Elgar, 1993.

Eichengreen, B. y P. H. Lindert [1989], "The International Debt Crisis in Historical Perspective", Cambridge, MA: *MIT Press*, 1989.

Errunza, V. R. [1979], "Efficiency and the Programs to Develop Capital markets. The Brazilian Experience", *Journal of Banking and Finance*, 1979, p. 3.

Fischer, K. P., E. Ortiz y A. P. Palasvirta [1993], "Risk Management and Corporate Governance in Imperfect Capital Markets", in D. K. Ghosh y E. Ortiz, eds., "The Changing Environment of International Financial Markets: Issues and Analysis", Londres, Macmillan Press, 1993.

Fischer, K. P., E. Ortiz y A. P. Palasvirta [1992], "From Banca to Bolsa: Corporate Governance and Equity Financing in Latin America", The Inaugural Conference on Financial Management, documento, Suffolk University, 1992.

Fry, M. J. [1990], "Dinero, intereses y banca en el desarrollo económico", CEMLA, México, 1990.

Giovannini, Alberto (Ed.) [1993], "Finance and Development; Issues and Experience", *Cambridge University Press*, Cambridge, 1993.

Goldsmith, R. W. [1969], "Financial Structure and Development", New Haven, *Yale University Press*, p. 1969.

Goldsmith, R. W. [1972], "Un siglo de desarrollo financiero en América Latina", en "Memoria de la X Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano", Banca Central de Venezuela, Tomo III, Caracas, 1972.

Green, Rosario [1988], "La deuda externa de México; 1973-1987. De la abundancia a la escasez de créditos", Editorial Nueva Imagen, México, 1988.

Green, Rosario [1981], "Estado y banca transnacional en México", CEESTEM/Nueva Imagen, México, 1981.

Growzet, F. [1972], "Capital Formation in the Industrial Revolution. Debates in Economic History", Methuen and Co. Ltd., Londres, 1972.

Gurley, J. G. [1968], "Repercusión del desarrollo económico en la estructura financiera: Estudio de cortes transversales", en Guido Di Tella (ed.), "Estructura financiera y desarrollo económico", Instituto Torcuato Di Tella, Buenos Aires, 1968.

Gupta, K. L. [1984], "Finance and Economic Growth in Developing Countries", Croom Helm, Londres, 1984.

Gurley, J. G. and E. S. Shaw [1957], "The Growth of Debt and Money in the United States, 1800-1952", The Brookings Institution, Washington, D. C., 1957.

Gurley J. G. y E. S. Shaw [1960], "Money in a Theory of Finance", The Brookings Institution, Washington, D. C., 1960.

Jung, Woo S. [1986], "Financial Development and Economic Growth: International Evidence", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 34, No. 2, enero de 1986.

Kemme, David M. y Andrezej Rudka [1992], "Monetary and Banking Reform in Postcommunist Economies", Boulder, CO: *Westview Press*, 1992.

Khambata F. y D. Khambata [1989], "Emerging Capital Markets: A Case Study of Equity Markets in India", *The Journal of Developing Areas*, abril de 1989.

Kindleberger, C. P. [1984], "Financial Institutions and Economic Development: A Comparison of Great Britain and France in the Eighteenth and Nineteenth Centuries", *Explorations in Economic History*, Vol. 21, No. 2, abril de 1984.

Kitchen, R. L. [1986], "Finance for the Developing Countries", New York: John Wiley and Sons, 1986.



Kitchen, R. L. [1987], "The Role of the Jamaica Stock Exchange in the Capital Market: An Historical Analysis," *Savings and Development*, XI, 3, 1987.

Kumar, P. C. y G. Tsetsekos [1992], "Securities Markets and Economic Growth", en K. P. Fisher y G. J. Papaioannou Editores, *Business Finance in Less Developed Capital Markets*, Westport, CT: *Greenwood Press*, 1992.

Marichal, Carlos [1989], "A Century of Debt Crisis in Latin America", *University of Princeton Press*, Princeton, 1989.

Marshall R., E. [1991], "El sistema financiero y el mercado de valores en Chile", CEMLA, México, 1991.

Ortiz, Edgar [1977], "Financial Intermediation and Financial Integration in Developing Nations: The Case of Mexico", Ph. Thesis, University of Wisconsin-Madison, 1977.

Ortiz, Edgar [1980], "Los países en vías de desarrollo y la intermediación financiera", *Monetaria*, Vol. 2, No.3, octubre de 1980.

Ortiz, Edgar [1987], "Mexico's Financial Crisis: Origins and Perspectives", en William E. Cole (ed.), "Mexico's Economic Policy: Past, Present and Future", University of Tennessee, 1987.

Ortiz, Edgar [1988a], "Foreign Debt and Trade: The Case of Mexico", en Khosrow Fatemi (ed.), "U. S. Mexican Economic Relations. Prospects and Problems", New York: Praeger, 1988.

Ortiz, Edgar [1988b], "Crisis y deuda externa: limitaciones de las políticas de estabilización y alternativas para el desarrollo y la renegociación del endeudamiento", *Cuadernos de Administración Pública*, FCP y S/UNAM, México, 1988.

Ortiz, Edgar [1989], "La crisis y la planeación en América Latina. Un Tratado Internacional para el Desarrollo", *Comercio Exterior*, México, julio de 1989.

Ortiz, Edgar [1993], "Emerging Capital Markets and Development", en "Foreign Exchange Issues, Capital Markets and International Banking in the 1990s", New York: Taylor and Francis, 1993.

Patrick, H. T. [1984], "Japanese Financial Development in Historical Perspective, 1868-1980", en Gustav Ranis *et al*, eds., "Comparative Development Perspectives", Boulder, CO: Westview, 1984.

Powers, T. A. [1971], "Financial Intermediaries and Economic Development in Costa Rica, 1953-1968", Ph. D. Thesis, University of Texas, Austin, 1971.

Remiss, J. [1988], "The Rise and Fall of Capital Markets in the Southern Cone", in M. Erode, ed., "Financial Liberalization and the Internal Structure of Capital Markets in Asia and Latin America", Tokyo: United Nations University, 1988.

Sachs, J. D. y S. M. Collins [1989 y 1990], "Developing Country Debt and Economic Performance", Chicago: *University of Chicago Press*, three volumes, 1989 y 1990.

Shaw, E. S. [1973], "Financial Deepening in Economic Development", New York: *Oxford University Press*, 1973.

St. Hill, Rodney L. [1992], "Stages of Banking and Economic Development", *Savings and Development*, Vol. XVI, No. 1, 1992.

---