

SISTEMAS FINANCIEROS EN TRANSICIÓN: EL CASO DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO

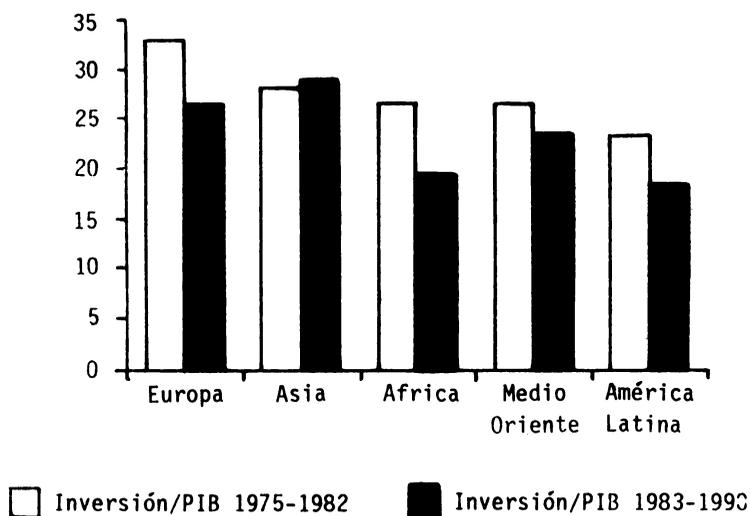
CLEMENTE RUIZ DURÁN

I. LA CAÍDA DE LA INVERSIÓN EN EL MUNDO EN DESARROLLO

Al finalizar el siglo, la heterogeneidad del mundo en desarrollo se ha acentuado; hoy, sus problemas son cada vez más complejos y sólo unos cuantos países han podido afrontar exitosamente el reto del bienestar. Muchos fueron los factores que llevaron a que en los ochenta esta situación se deteriorara; al problema de la estructura se sumaron problemas coyunturales: la acumulación de una gran deuda externa, la caída de los precios de las materias primas y el desplome del financiamiento soberano. Todo esto tuvo como consecuencia que un gran número de países tuviera que realizar procesos de ajuste que motivaron una fuerte caída del coeficiente de inversión en África, la Europa en desarrollo, Medio Oriente y América Latina. La excepción fue "la región asiática", la cual se benefició del crecimiento ocurrido en los ochenta en los países industriales¹ (véase gráfica 1).

En aquellas regiones en donde hubo una caída de la inversión, ésta se acompañó también de menores niveles de ahorro. Sin embargo, éstos disminuyeron en menor proporción que la inversión, lo que permitió reducir la brecha ahorro-inversión, generándose incluso un superávit de ahorros en el caso europeo y latinoamericano, haciendo

¹ En el periodo 1980-1990 los países industriales crecieron en promedio a una tasa anual de 2.7 por ciento, lo que tuvo un efecto limitado sobre el resto del mundo, excepto los países asiáticos que lograron aumentar su comercio exterior en forma más que proporcional con este grupo de países y, con ello, mantener un crecimiento de alrededor de 7 por ciento en promedio entre 1983 y 1991 (IMF, *World Economic Outlook*, mayo, 1991).

GRÁFICA 1. *Caída del coeficiente de inversión*

posible la transferencia de recursos derivados del sobreendeudamiento externo.²

*Brecha ahorro inversión en el mundo en desarrollo
(porcentajes del PIB)*

	1975-1982	1983-1990
África	-3.3	-0.4
Asia	-1.2	-0.1
Europa	-3.7	1.0
Medio Oriente	11.4	-3.7
América Latina	-1.7	2.5

FUENTE: IMF, *World Economic Outlook*, may, 1991.

² Sobre el problema de la transferencia existe amplia bibliografía. Sistematizada para el caso latinoamericano, se pueden mencionar los siguientes estudios: Devlin R. "América Latina: restructuración económica ante el problema de la deuda externa y de las transferencias al exterior", en *Revista de la CEPAL* 32, Naciones Unidas, agosto de 1987; Reisen, H. y

Existe consenso internacional de que esta depresión de la inversión ocurrida en los años ochenta es insostenible para el mundo en desarrollo, máxime si se considera que esto significaría un continuo deterioro en las condiciones de vida de la población, lo que acrecentaría la inestabilidad económica, política y social. La hipótesis de este ensayo es que de darse la recuperación de los niveles de inversión y crecimiento en los países en desarrollo en forma generalizada, se dará sobre bases diferentes a las del pasado y una de las áreas que mayores modificaciones tendrán será la del financiamiento del desarrollo. En este sentido, el gran reto para los países en desarrollo es consolidar un nuevo marco institucional que permita restablecer el crecimiento en forma sostenida dentro de un marco de estabilidad que a la vez pueda propugnar por que la ampliación del financiamiento tenga bases cualitativas, tanto en el apoyo a sectores claves para la modernización, como en la participación masiva de los diferentes grupos sociales.

II. EL MODELO DE FINANCIAMIENTO TRADICIONAL EN EL MUNDO EN DESARROLLO

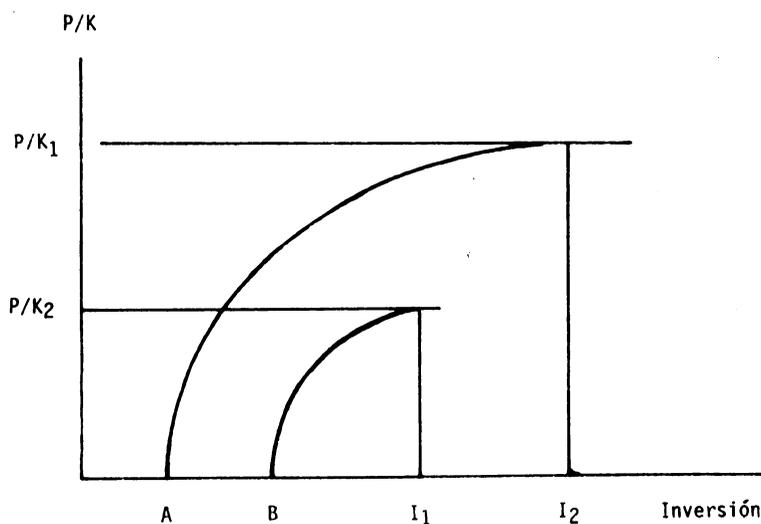
De acuerdo a un estudio de Honohan y Atiyas sobre los flujos intersectoriales, realizado en catorce países en desarrollo para los años ochenta, las empresas financiaban el 55 por ciento de su inversión con sus propios ahorros en la forma de depreciaciones y de utilidades retenidas. Los gobiernos financiaban el 72 por ciento de su inversión con ahorros propios, y los hogares financiaban toda su inversión con sus ahorros. Estiman que en forma conjunta el 55 por ciento de toda la inversión se lograba por la vía del autofinanciamiento.³ Este esquema tan amplio de autofinanciamiento dentro de las empresas en el mundo en desarrollo era sostenido a través de esquemas de protección que aseguraban tasas de ganancias por arriba de los niveles internacionales. Estos niveles de rentabilidad permitían capitalizar a las empresas vía flujos internos, en vez de tener que recurrir a la colocación de acciones o utilizar otros mecanismos de financiamiento externo, utilizando

Van Tortsenburg *The Budgetary and Transfer Problem*, París, OECD, 1988; "Deuda Externa, Crecimiento y Equidad", en *Crecimiento Equidad y Financiamiento Externo*, FMI, y FCE. *Lecturas del Trimestre Económico* 67.

³ Citado por el Banco Mundial en su estudio *Financial Systems and Development*, ensayo (15) de la serie *Policy Research and External Affairs*. First Printing October 1990.

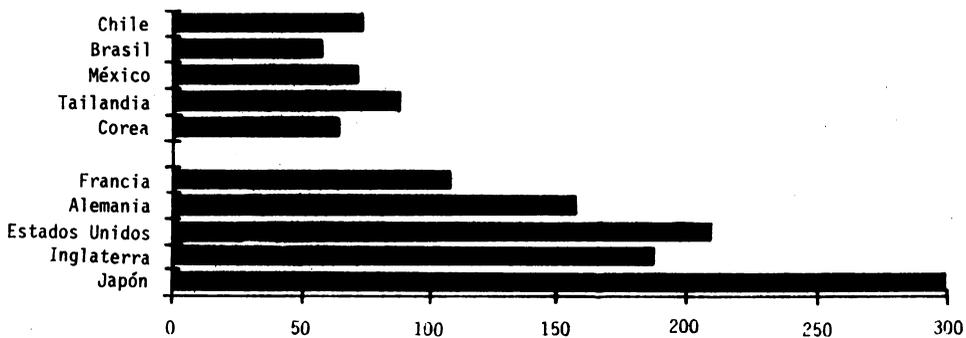
el financiamiento bancario fundamentalmente para su capital de trabajo. Esto tenía varias implicaciones: *en primer lugar, se puede argumentar que el nivel de inversión en los países en desarrollo fue mucho más limitado que en los países industriales debido a lo restrictivo de su esquema de financiamiento*, dado que descansa en mayor medida en el flujo de recursos que se puedan generar internamente, en vez de aprovechar el efecto multiplicador del financiamiento externo. Esto puede analizarse de mejor forma si se considera que el mecanismo de financiamiento mediante pasivos es menor en el mundo en desarrollo que en el desarrollado, por lo que la relación de pasivo a capital (P/K) es menor que en los países industriales, dando por resultado que también la inversión sea menor. Es posible mostrar esto de forma más clara mediante una gráfica, en donde se puede diagramar el caso de dos países en los que el nivel de P/K es mayor en el caso del país (1) que en el país (2), pero el nivel de autofinanciamiento es menor para el caso (1) que para el (2), tal como se expresa con las letras A y B. A partir del punto de autofinanciamiento, la inversión empieza a crecer hasta alcanzar el nivel de P/K compatible con la norma contable de cada país, que en este caso se supone es mayor en el primer país que en el segundo, lo que permite, por consecuencia, un mayor nivel de inversión (véase gráfica 2).

GRÁFICA 2



En segundo lugar, *el esquema de protección se extendió también para el sistema bancario*, lo que permitió una operación con amplios márgenes de intermediación financiera que hizo más costosa la inversión y relegó del mercado crediticio a las empresas de baja capitalización; tal es el caso de las micro, pequeña y mediana empresas que constituyen la mayor parte de las empresas en el mundo en desarrollo. De esta forma, el esquema de intermediación financiera tuvo un carácter elitista que llevó a que el nivel de profundización financiera (medido como activos financieros netos como porcentaje del PIB) fuera menor que en los países industriales (véase gráfica 3).

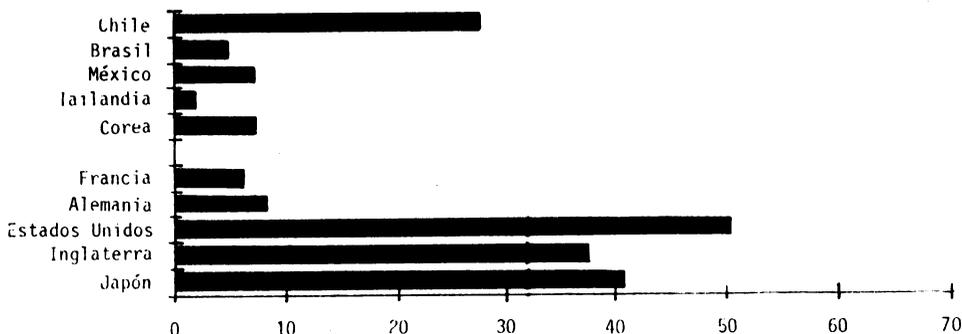
GRÁFICA 3. *Activos financieros netos como porcentaje del PIB*
(1985)



En tercer lugar, puede mencionarse que al esquema de protección se sumó el carácter familiar de la empresa del mundo en desarrollo, lo cual impidió que se desarrollaran en forma amplia los mercados de valores, los cuales se especializaban en el intercambio de bonos y valores gubernamentales, pero tenían un bajo número de empresas inscritas en Bolsa y se caracterizaban por su bajo nivel de capitalización al iniciarse los ochenta (véase gráfica 4).

Finalmente, dos elementos claves en el financiamiento de la inversión fueron la banca de desarrollo y los mercados informales de crédito y ahorro. En el primer caso, no tanto en su papel de fuente de crédito subsidiado a los empresarios, sino en el apoyo para ampliar el espectro empresarial en áreas claves, especialmente en el sector indus-

GRÁFICA 4. *Nivel de capitalización al inicio de los ochenta*
(capitalización como porcentaje del PIB)



trial. Uno de los casos más relevantes fue el mexicano, que a través de Nacional Financiera logró, en diferentes etapas, impulsar la creación de empresarios industriales.⁴ Respecto a los mercados informales de crédito (mecanismos que las empresas, especialmente las micro y pequeñas, utilizaban para allegarse recursos), no estaban sujetos a regulación y por lo mismo prestaban pocos recursos a tasas de agio, afectando la operación de las empresas.

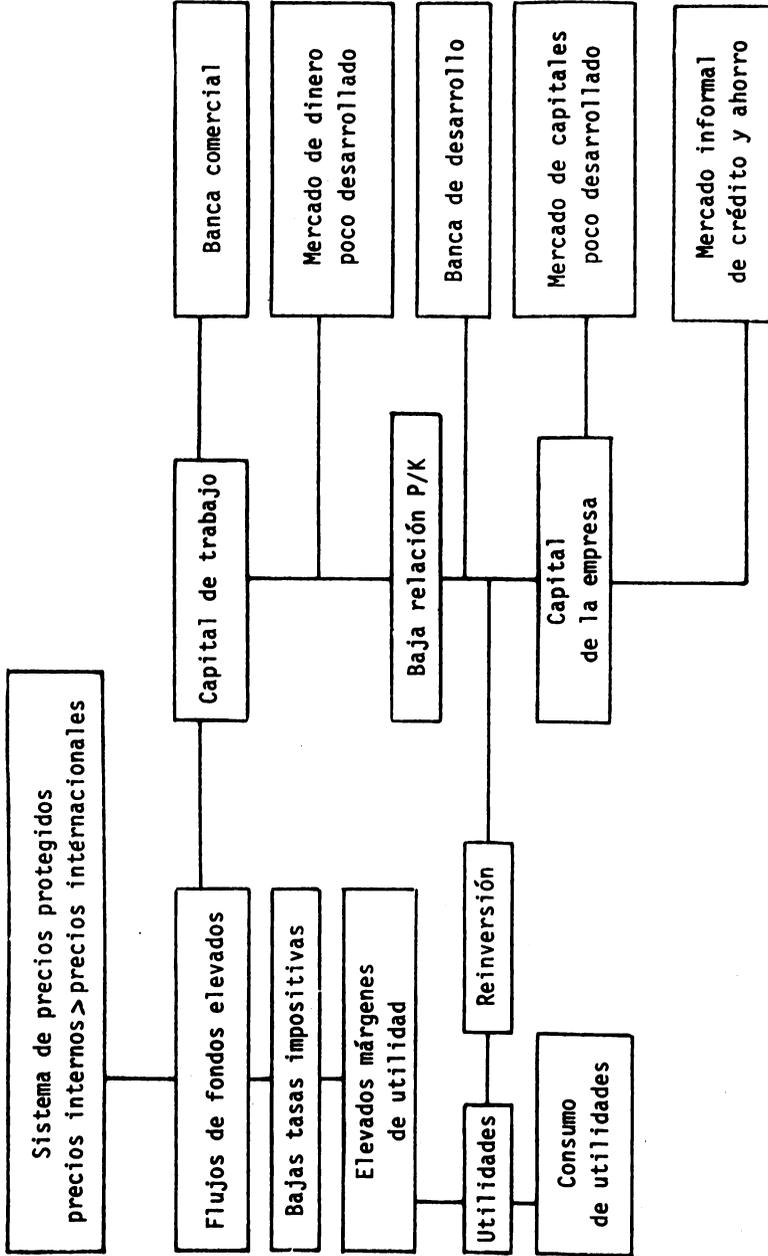
Si se consideran los elementos antes citados, podemos analizar diagramáticamente el circuito de financiamiento de la inversión que se daba en los países en desarrollo hasta el inicio de la década de los ochenta.

III. TRANSIÓN HACIA UN NUEVO MODELO DE FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN

En los años ochenta, ante la crítica situación de la mayor parte de los países en desarrollo, se pusieron en práctica diversos esquemas de ajuste; uno de los requisitos impuestos a este grupo de países para poder acceder a recursos del Fondo Monetario Internacional o del Banco

⁴ Esta situación se documenta en dos libros editados por Nacional Financiera: *1934-1984 Medio Siglo de Banca de Desarrollo. Testimonio de sus Directores Generales*, NAFIN, 1985; Villa R. O., *Nacional Financiera: Banca de Fomento del Desarrollo Económico de México*, NAFIN, 1976.

Esquema de financiamiento del desarrollo tradicional



Mundial era liberar su comercio exterior.⁵ Esto tuvo un significado especial para el esquema de financiamiento prevaleciente, puesto que uno de los elementos clave para el funcionamiento del financiamiento tradicional era el proteccionismo, que permitía mantener precios internos por arriba de los internacionales, afectando el nivel de utilidades de las empresas y los márgenes de operación de la banca.

De esta forma, al iniciarse el proceso de apertura de estas economías, los precios internos empezaron a ajustarse para hacerse competitivos con los internacionales y con ello las empresas han tenido que empezar a buscar la maximización de la utilidad por la vía del volumen, en vez de por la vía del precio. Esto reducirá el monto de los flujos internos y, con ello, los niveles de rentabilidad bruta (antes de impuesto) serán menores. A ello se suma otro elemento importante que es la elevación de las tasas de imposición (como consecuencia del ajuste fiscal). Todo esto da como resultado que la rentabilidad neta se reduzca y, por consecuencia, que los fondos disponibles para el autofinanciamiento disminuyan. De esta forma, la recuperación de la inversión demandará una apertura de los mercados de dinero y capitales y la institucionalización de los mercados informales como fuentes de financiamiento de la inversión. Asimismo, en este esquema jugará un papel importante la introducción de nuevos instrumentos financieros derivados de la innovación, que obviamente obligarán a crear nuevas instancias de financiamiento con el fin de dar una mayor flexibilidad de operación a las empresas. Hoy, la innovación financiera ha logrado un cambio fundamental en el financiamiento de la inversión, puesto que no sólo se tiene un rendimiento sobre cada una de las partes del balance de las empresas, sino que también ha sido posible eliminar, por la vía de nuevos intermediarios financieros (como el *factoring*), inflexibilidades en la utilización de los recursos (cuentas por cobrar), que anteriormente tenía que mantenerse sin utilizar hasta por un semestre. El cambio ha sido notable en este sentido, puesto que los plazos de movimiento del capital de trabajo se han incrementado sustancialmente gracias al esquema de nuevos instrumentos financieros desarrollados en el mercado.

En algunos países en desarrollo este cambio de hecho empezó a

⁵ Un ensayo que trata el tema en términos de la lógica de esta liberación es el ensayo de Sebastian Edwards, "The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Economies", *Essays in International Finance*, 156, December 1984. Princeton University.

darse en los ochenta: en la India, se triplicó el número de empresas registradas en Bolsa (en 1981 estaban inscritas 2 114 y para 1990 este número había alcanzado ya las 6 200); en Indonesia, se pasó de 8 a 125 en el mismo periodo; en Corea, de 343 a 669; en Malasia, de 187 a 282; en Taiwán, de 107 a 199; y en Tailandia, de 80 a 214. En América Latina, a pesar de que se elevó el nivel de capitalización, disminuyó el número de empresas inscritas en Bolsa en este periodo: México pasó de 229 a 199; Chile, de 242 a 215; Colombia, de 193 a 80; siendo la excepción Brasil, que pasó de 477 a 581.⁶ Por lo que se refiere a los mercados de dinero, éstos han empezado a cobrar fuerza a partir de que los gobiernos cambiaron su mecanismo de financiamiento de un sistema de encajes, hacia un sistema de operaciones de mercado abierto. Esto tiene dos implicaciones básicas: la primera es que reduce la presión sobre la banca comercial al liberarle recursos para su cartera libre, y la segunda se refiere al costo del financiamiento y la regulación monetaria. En este último caso, la tasa de interés del gobierno no es una tasa controlada sino de mercado, lo que da una orientación al mercado de la astringencia o exceso de recursos para financiamiento que existen en el mercado. Considerando los elementos anteriores, puede argumentarse que en cierta forma los cambios ocurridos en el esquema de financiamiento permiten pasar de un esquema controlado hacia uno de mercado.

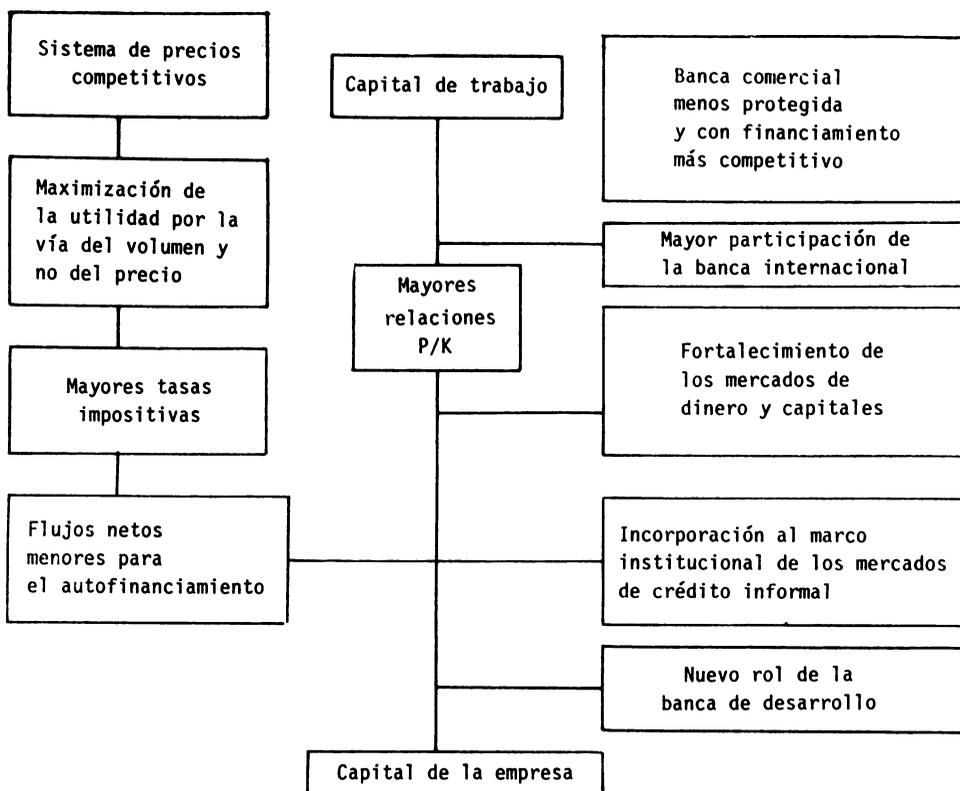
La parte más difícil es la ampliación del circuito financiero para apoyar a las empresas micro y pequeñas, que por lo general han quedado fuera del circuito financiero formal. En este aspecto poco se ha avanzado en el mundo en desarrollo, puesto que *el sistema de mercado que está consolidándose, en vez de incorporar a este rango de empresas, las margina, debido a que el esquema de garantías que solicita la banca comercial hace casi imposible el acceso a sus recursos por empresas poco capitalizadas*. En este sentido, la única experiencia que ha logrado exitosamente la incorporación de este mercado al financiamiento de la inversión es Taiwán, en donde las autoridades han establecido un mecanismo de intervención indirecta que le otorga un papel complementario de financiamiento, convirtiéndolo de hecho en un mecanismo reconocido que permitió, al finalizar los años ochenta, otorgar el 30% de los recursos crediticios totales.⁷ Sobre este par-

⁶ IFC, *Emerging Stock Markets Factbook 1991*, Washington, D. C., 1991.

⁷ Véase Sheing Yi Lee, *Money and Finance in the Economic Development in Taiwan*, Macmillan, 1990.

ticular, la banca de desarrollo en estos países podría ser una opción para otorgar las garantías necesarias, de forma que las instituciones del mercado formal pudieran otorgar financiamiento a las empresas micro y pequeñas poco capitalizadas y que actualmente se encuentran marginadas del mercado. Tal vez ésta sea la tarea más importante en materia de financiamiento del desarrollo, puesto que este grupo de empresas, en términos de establecimientos, son las que representan la mayor parte del mundo empresarial en el mundo en desarrollo.

Transición del esquema de financiamiento



IV. LA TRANSICIÓN EN MÉXICO

En el caso mexicano la situación no varía sustancialmente respecto a la transición que se está dando en el resto del mundo; durante la crisis, el sistema financiero sufrió una restructuración que ha permitido apoyar la recuperación de la inversión (entre 1982 y 1987 el coeficiente de inversión cayó de 22.9 por ciento del PIB a 15.9 por ciento, recuperándose lentamente a partir de 1988, hasta alcanzar un 18.9 por ciento en 1990).⁸ Este cambio se muestra a nivel macroeconómico en el flujo de fondos financieros que, entre 1980 y 1990, mostró un incremento en el crédito disponible para el sector público, una menor oferta neta de fondos a instituciones financieras por parte del sector privado y una reducción de la brecha inversión-ahorro.

Flujo de fondos financieros

	1980	1990
PIB	100.0	100.0
Sector financiero		
Crédito al sector privado	6.1	7.7
Crédito al sector público	4.7	-0.1
Cambio en activos extranjeros	0.6	1.6
Cambio en activos no clasificados	-1.6	-1.1
Fondos obtenidos del sector privado	9.9	8.1
Sector privado		
Oferta de fondos a instituciones financieras	9.9	8.1
Crédito al sector público	0.6	3.7
Crédito de instituciones financieras	-6.1	-7.7
Variación en la tenencia de activos externos	-1.9	-3.6
Oferta neta de fondos a instituciones financieras	2.4	0.6
Sector público		
Crédito de instituciones financieras	4.7	-0.1
Crédito del sector privado	0.6	3.7
Deuda externa	0.9	0.3
Déficit del sector público	6.1	3.9

⁸ Banco de México, *The Mexican Economy 1991*, p. 47.

Flujo de fondos financieros. (Continúa)

	1980	1990
Sector externo		
Oferta neta de fondos privados	2.4	0.6
Déficit del sector público consolidado	6.1	3.9
Cambio en activos netos no clasificados	-1.6	-1.1
Exceso de inversión sobre ahorro	3.6	2.2

FUENTE: Banco de México, *Informe Anual*, 1980-1990.

La pregunta que surge es: ¿de que forma este cambio en el flujo de fondos se reflejó en los acuerdos institucionales de financiamiento a la inversión? En principio, hubo un proceso de liberación comercial a partir del ingreso de México al GATT, lo que llevó a la conformación de un sistema de precios más competitivo internacionalmente, pero afectando a la vez el poder de monopolio que tenían las empresas fijadoras de precio en la economía y llevando a menores tasas de rentabilidad bruta. A esto se agregó una reestructuración de las finanzas públicas que permitió reducir los requerimientos de financiamiento interno, lo cual derivó en buena medida en la elevación de los ingresos tributarios, que de ser 6.1 por ciento en 1986, pasaron a 11.6 por ciento en 1990. Estas mayores tasas de imposición se reflejaron en una rentabilidad neta menor y, con ello, en un menor nivel de autofinanciamiento.

Ante la reducción de la rentabilidad, se elevó el nivel de crédito que el sector privado demandó con el fin de poder financiar su inversión (tal como lo muestra el flujo de fondos, el crédito otorgado a este sector pasó de 6 por ciento a casi 8 por ciento entre 1980 y 1990), esto permite suponer que hubo una elevación del apalancamiento financiero de las empresas (relación de pasivo a capital). Para dar salida a estos requerimientos adicionales de financiamiento, destacan las siguientes acciones:

a) *Cambio en la forma como operaba la banca de desarrollo*, que en vez de continuar apoyando a la empresa en forma directa, se transformó en una banca de segundo piso, multiplicándose por esa vía los apoyos crediticios otorgados a las empresas. Un ejemplo sobre este

particular es el caso de Nacional Financiera, que ha establecido como política la masificación del crédito, lo cual ha ido logrando poco a poco, elevando el número de empresas atendidas de 4 500 en 1989 a 51 mil en 1991.

b) *Ampliación del mercado de dinero*, lo que permitió la colocación de nuevos valores del sector privado para financiar su capital de trabajo.

c) *Surgimiento de nuevas instancias de financiamiento*, como es el caso del *factoring*, que permite una mayor flexibilidad a la operación de corto plazo de las empresas.

Sin embargo, *la transición del sistema financiero mexicano hacia un esquema más competitivo está por completarse*, puesto que hoy el sistema bancario continúa operando bajo los privilegios de un sistema protegido, en donde todavía los diferenciales entre tasas pasivas y activas es demasiado elevado para estándares internacionales, lo cual da por consecuencia una estructura de costos más elevada y margina a los empresarios más pequeños. En este sentido, la participación de la banca transnacional en el sector financiero ayudaría a reducir el costo del dinero, daría una mayor agilidad de operación a las empresas y permitiría el acceso de empresas poco capitalizadas.

Así pues, puede considerarse que el principal problema sobre la estructura financiera de apoyo a la inversión en el caso mexicano, es que no ha podido articular mecanismos de acceso a las micro y pequeñas empresas poco capitalizadas, lo que deriva de dos factores fundamentalmente: en primer lugar, de que el sistema financiero ha sido desarrollado para atender a los grandes centros urbanos, con población de altos ingresos, lo que ha dado por resultado la marginación de una buena parte de las empresas productivas, tan sólo por cobertura geográfica; en segundo lugar, puede argumentarse que el sistema de garantías de la banca comercial sigue siendo excesivo. Un primer paso para resolver estos dos problemas fue el reconocimiento legal del sistema de cajas de ahorro en diciembre de 1991, que busca ligar la intermediación popular con empresas poco capitalizadas.

De hecho, el potencial que tienen estas formas de intermediación popular son enormes, puesto que actualmente son casi 400 y destinan el 20 por ciento de sus créditos a propositos productivos; el reconocimiento de estas entidades abre la puerta a un esquema de financiamiento popular que puede convertirse en un circuito de financiamiento paralelo al de las instancias tradicionales y de más fácil acceso a las

empresas poco capitalizadas. El problema con este tipo de entidades es que su operación está concentrada geográficamente y, por lo mismo, requiere de un sistema de intermediación financiera de cobertura nacional que pueda atender a las áreas más deprimidas, que es donde se encuentran las empresas menos capitalizadas y que, por ende, tienen un mayor potencial que las firmas de alta capitalización.

La transición en México hacia un sistema financiero menos controlado y de más amplia cobertura geográfica está avanzando más aceleradamente que en la mayor parte de los países en desarrollo, pero en esta expansión el esquema regulatorio no se ha fortalecido, existiendo rasgos de fragilidad del sistema financiero para lograr alcanzar la meta de crecimiento sostenido. De esta forma, el gran reto de la política financiera mexicana es establecer un marco regulatorio eficiente para los intermediarios nacionales y extranjeros, y buscar que el nuevo sistema que surja tenga un carácter más amplio que dé acceso a las empresas menos capitalizadas.