

La paradoja del crecimiento crediticio: ¿camino hacia la crisis?

Carlos A. Rozo*

La paradoja del crecimiento

En el folclor analítico de la debacle financiera de 1929 figura la alegoría de que el principio del final de aquel suceso se dio cuando los limpiabotas de Nueva York empezaron a invertir en el mercado de valores. Si tomáramos tal alegoría como un indicador de precaución de lo que puede suceder en los mercados bursátiles de nuestros días, obviamente no podría esperarse ningún desastre financiero, pues en Estados Unidos ya casi no hay limpiabotas. Aunque no se cuente con este indicador, ello no impide ver que se están dando condiciones que apuntan en la misma dirección y sobre las cuales se han manifestado algunos de los más importantes participantes de las finanzas internacionales.¹

En la situación actual se plantea, por ejemplo, que el papel de los limpiabotas de otrora lo actúan los *yuppies* contemporáneos, jóvenes profesionales muy emprendedores que desean escalar las filas empresariales y volverse ricos muy rápidamente. Cierzo o no, el hecho es que en los últimos años la actividad financiera ha experimentado un vertiginoso movimiento al alza que no tiene indicios de desacelerarse, a pesar de las predicciones en contra.

Esta experiencia es particularmente visible en el mercado de valores. El índice Morgan Stanley de Perspectivas Internacionales apunta que, en términos generales, en 1986 el movimiento bursátil se incrementó 39%, aunque hubo amplias variaciones en los diversos mercados. Así, el índice Dow Jones se incrementó 31%, la Bolsa de Valores de Japón creció 56% en términos de yenes y 93% en dólares y la Bolsa Mexicana de Valores tuvo un aumento impresionante de 256% en pesos y 102% en dólares.²

Esta tendencia del mercado de valores es, sin embargo, sólo una evidencia del extraordinario crecimiento de los mercados financieros. Según la OCDE, en 1983 el mercado internacional de capitales tenía un monto aproximado de 154 000 millones de dólares, que para 1986 casi se había duplicado, hasta llegar a 300 000 millones.³ Por otro lado, en 1986 el movimiento cambiario, es-

1. Paul Volcker, "The Rapid Growth of Debt in the United States", en *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, mayo de 1986; Henry Kaufman, *Interest Rates, the Market and the New Financial World*, Times Books, Nueva York, 1986.

2. Véase "The Global Market", en *Business Week*, 29 de diciembre de 1986.

3. OCDE, *Tendencias del mercado financiero*, 1986.

trechamente ligado a los mercados financieros, fue de 50 billones de dólares, lo cual equivale a 200 000 millones por día hábil.

Otros indicadores también expresan la dinámica de crecimiento de los mercados financieros. En Estados Unidos, la rama de valores bursátiles (*securities industry*) presenta uno de los indicadores más sobresalientes, como es el crecimiento de los bancos de inversión. En efecto, en 1982 éstos contaban con un capital de 8 000 millones de dólares que en 1986 aumentó a 35 000 millones. Tan notable crecimiento ha sido resultado, en buena medida, del nuevo interés de los inversionistas individuales, quienes han impulsado el crecimiento del mercado de valores fuera de bolsa (*over the counter market*) de 7% en 1985 a 12% en 1986. Igual dinamismo se ha registrado en el mercado de fondos mutuos que ha transferido sus activos de los mercados monetarios a los bursátiles. Quizás una de las líneas de crecimiento más rápido, y en la cual a los bancos de inversión corresponde toda la responsabilidad, es la de los bonos chatarra, que de 1 000 millones de dólares en 1982 creció a 15 000 millones al inicio de 1986.

Lo más impresionante es lo que esas instituciones pueden hacer con tales montos. Salomon Brothers, la más importante en la actualidad, con un capital aproximado de 3 000 millones de dólares, mueve alrededor de 30 000 millones de dólares sólo en bonos del Tesoro de Estados Unidos. Dicho incremento ha permitido y propiciado que las diez empresas más grandes de Estados Unidos concentren y eleven el control de capital de la industria, el cual pasó de 35% en 1973 a 60% en 1986.

En la RFA, el financiamiento obtenido en 1986 por los sectores no financieros en el mercado de valores se acercó a 50% del total concedido, en contraste con sólo 9% en los años setenta.⁴ Igualmente, la entrada de capital extranjero pasó de 13 800 millones de marcos a 31 500 millones en los últimos dos años.

Estos indicadores de la dinámica de los mercados de capital y de dinero muestran asimismo un crecimiento acelerado de los mercados financieros que debe ser visto con precaución. Lo paradójico de este panorama es el contraste entre el crecimiento de los mercados financieros y el de las economías reales, es decir, entre el auge de la economía financiera y el casi estancamiento de la producción. En los países industriales, el crecimiento promedio del PNB fue de 2.7%: en Estados Unidos apenas alcanzó 2.5%, en Japón 2.3%, en el Reino Unido 2.5%, en Francia 2.0% y en la RFA 2.5%; en los países de la OCDE la tasa de crecimiento fue de sólo 2%.⁵ En el caso mexicano la paradoja es aún mayor, pues el PIB tuvo un decrecimiento real de 3.8 por ciento.

4. *Report of the Deutsche Bundesbank*, 1986, p. 43.

5. "Prevén un crecimiento económico sostenido pero moderado en la OCDE", en *Boletín del FMI*, 2 de febrero de 1987, p. 22.

* Profesor de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Xochimilco, México.

En la situación actual los mercados financieros nacionales e internacionales crecen a tasas inusualmente altas, mientras que la economía real lo hace a tasas sumamente conservadoras y sin perspectivas de aceleramiento. Ello conduce a proponer que hay un divorcio entre las dinámicas financieras y productivas, divorcio que, además, anuncia perspectivas de inestabilidad económica, pues las perturbaciones recurrentes en el proceso de acumulación se originan en los cambios acumulativos de la estructura financiera.⁶ Así, se puede sostener que existe fortaleza en los mercados financieros y debilidad en las economías reales, lo cual debe entenderse como un signo de fragilidad de la estructura económica, que a su vez deriva de la inestabilidad de los procesos de inversión necesarios para reanudar el crecimiento.

Ante este panorama, conviene preguntarse qué factores han ocasionado esta autonomía relativa de lo real y lo monetario, es decir, hay que conocer los elementos clave que conducen a esa transformación de las relaciones básicas de la economía que se inició a principios de los años setenta con el resurgimiento del pensamiento liberal y después del fracaso del sistema nacido en Bretton Woods. Surgen así varias preguntas: ¿cómo es que el auge del pensamiento neoliberal, tendiente a fortalecer las fuerzas del mercado, ha favorecido el auge de los mercados monetarios y la debilidad de las economías reales? En esta perspectiva, ¿puede considerarse que los mercados financieros son los mejores indicadores de la economía? ¿No es esta libertad de los mercados el factor central de la tendencia especulativa que caracteriza al actual auge bursátil? Sin embargo, más importante aún es considerar las implicaciones de esta paradoja en la tendencia hacia las cada vez más frecuentes crisis financieras que afectan la economía capitalista desde mediados de los años sesenta, y reflexionar sobre la capacidad real de la banca central para atenuar la fuerza de estas crisis. Lo anterior se complica más al recordar que tal paradoja se desenvuelve en un régimen de relaciones económicas mundiales.

Los factores del crecimiento financiero

En la evolución de esta paradoja consideramos que son dos los factores fundamentales que han provocado los cambios estructurales en el sistema financiero, propiciando su crecimiento e incrementando la vulnerabilidad del aparato crediticio. El primero es la desreglamentación que se está dando desde finales de los años setenta, originalmente en Estados Unidos pero que se ha extendido a todo el mundo. Con ella se pretende dar mayor flexibilidad al sistema, ampliar los servicios bancarios, satisfacer un mayor número de clientes y reducir los costos de operación. Dicho proceso, cuyo eje central ha sido la liberación de las tasas de interés, se inició con la eliminación de las diferencias entre los sectores bancario y no bancario (casas de bolsa, hipotecarias, ahorradoras, etc.) del sistema financiero estadounidense, pues se consideraba que al interferir en la competitividad del sector afectaban la captación e influían en los costos financieros. En el fondo se pretendía favorecer los márgenes de ganancia del sector bancario comercial que se consideraba gravado interna y externamente por la competencia, en el primer caso, del sistema financiero no bancario, y del euromercado, en el segundo.

Este proceso ha recibido el impulso de la ideología liberal, basada en los principios de la mayor competitividad de los merca-

dos y de la mínima participación del Estado en la economía, a fin de dar el uso óptimo a los escasos recursos de que dispone la sociedad. Igualmente, la desreglamentación responde a la adaptación del Estado a los cambios registrados en los mercados, que han erosionado las funciones tradicionales de las instituciones financieras y modificado e introducido nuevos elementos de riesgo e incertidumbre en la competencia intercapitalista.⁷ Un factor central de esta dinámica de transformaciones estructurales e institucionales es la introducción de la tecnología de las comunicaciones y la informática en el sector financiero.

Todas estas transformaciones se acentúan a causa de la desreglamentación que otros países industrializados están introduciendo en sus economías como respuesta a la presión del gobierno de Reagan. Así, el 29 de octubre de 1986 tuvo lugar en Inglaterra lo que se llamó la Gran Explosión (*Big Bang*), en analogía con el fenómeno que, se supone, dio origen al universo. La explosión consistió en que el mercado de valores de Londres, uno de los más regulados y conservadores del mundo, se liberalizó totalmente. Los mercados de Japón y de la RFA se encuentran en procesos semejantes de desreglamentación como una vía para resolver los problemas de déficit, fiscal y externo.⁸ El resultado son las transformaciones en la estructura y funcionamiento del sistema financiero internacional.

El segundo factor de cambio lo han inducido las nuevas tecnologías o la innovación de los instrumentos financieros. Aunque estimulado por la desreglamentación, tiene su propio objetivo y encuentra su razón de ser en: 1) otorgar créditos que de otra manera no se darían, y 2) propiciar la reducción de los costos y favorecer el aumento de las ganancias.⁹

El primer paso de importancia en este sentido fue permitir el financiamiento con tasas de interés flotantes. Ello abrió la puerta grande para minimizar los riesgos de las instituciones de crédito, pues los incrementos en los costos de los fondos prestables se podrían transferir directamente a los demandantes.

Estos dos factores han alentado el proceso de internacionalización y globalización de las estructuras financieras, sobre la base de una mayor y más aguda competencia internacional. Ésta, a su vez, sólo se puede entender desde la perspectiva del comportamiento global o mundial de los bancos y demás organizaciones crediticias, privadas u oficiales. El resultado es una integración de los sistemas nacionales en un mercado mundial que en los años ochenta funciona las 24 horas. En este mercado, los prestamistas buscan maximizar sus ganancias y los prestatarios aprovechar las fuentes más baratas de financiamiento sin preocuparse por el tipo de institución intermediadora, el país del cual

7. Federal Reserve Bank (Fed) of New York, *Annual Report*, 1986. En este documento se plantea claramente la situación y los retos futuros de la economía estadounidense en el marco de los cambios ocurridos en los últimos años; Maxwell Watson, Donald Mathieson, Russel Kincaid, Eliot Kalter, *International Capital Markets. Developments and Prospects*, FMI, Occasional paper 43, febrero de 1986.

8. Ian Kerr, *Big Bang*, Euromoney Publications, 1986; S. Haynes, M. Hutchison, R. Mikesell, "Japanese Financial Policies and the U.S. Trade Deficit", en *Essay in International Finance*, núm. 162, abril de 1986; "Innovations in International Banking", en *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, abril de 1986, pp. 25-34.

9. Bank of International Settlements, *Recent Innovations in International Banking*, abril de 1986; véanse también Fed of New York, *op. cit.*, Maxwell Watson, *et al.*, *op. cit.*, "Financial Innovations. Made to Measure"; suplemento de *Euromoney*, enero de 1987.

6. Véase "Will the System Tumble?", en *Euromoney*, septiembre de 1986, pp. 110-131.

proviene o la moneda en la que se disponen los fondos obtenidos. En el centro de estas transferencias está, entonces, la internacionalización de las relaciones económicas.¹⁰

Banca comercial vs banca de inversión

La desreglamentación y la innovación han ocasionado transformaciones estructurales y operacionales en el sistema financiero que han hecho que las instituciones crediticias ya no sólo sean los intermediarios financieros de la industria y el comercio; ahora también son sus accionistas, acreedores y corredores. Esto ha sido factible por la reducción de las distinciones entre los diferentes tipos de instituciones financieras a pesar de las restricciones legales, tales como la Ley Glass-Steagall en Estados Unidos y el artículo 68 de la Ley de Valores e Intercambio de Japón, que separan a la banca comercial de las otras instituciones de inversión.

La transformación bancaria se inició cuando la banca comercial se introdujo, desde principios de los setenta, en nuevos campos de actividad, como arrendamientos, facturaciones, servicios de especialistas fiscales, créditos documentarios, financiamiento del comercio, administración de préstamos, manejo de efectivo y consultoría financiera internacional.¹¹ Tales cambios implicaron, incluso, un abandono de la política conservadora y pasiva de los banqueros en la aceptación del riesgo y los llevó a entrar en líneas de actividad previamente reservadas para la banca oficial internacional, como los préstamos para proyectos de infraestructura y para resolver déficit presupuestales y de balanza de pagos de los países en desarrollo. Así, se abrió el ancho camino que propició y alimentó el desorbitante endeudamiento externo del mundo en desarrollo.

La reducción de las distinciones entre la banca y el sector financiero no bancario ha operado más en el sentido de sustituir a los bancos como las instituciones crediticias por excelencia, colocando en su lugar a los operadores monetarios (*money managers*), cuya función ha sido la de inundar con dinero a la economía al relacionar directamente a compradores y vendedores en los mercados de dinero y capital. Esta transformación parte de los conceptos tradicionales de la banca, que, al obtener ganancias por mantener bajo su control el dinero de los depositantes, es un factor inhibidor de la liquidez. La creación de los mercados financieros facilita la función de los operadores monetarios, pues por este medio han despojado a los bancos de los depósitos que tradicionalmente recibían. Estos ingresos se hacen llegar a las corporaciones, antiguos clientes de los bancos, por medio de la emisión de papel comercial, es decir, préstamos de corto plazo que han desplazado a los créditos bancarios.

10. Orlando Caputo Leiva, "La crisis económica mundial en las relaciones económicas internacionales", en *Investigación Económica*, octubre-diciembre de 1984, pp. 73-79; Raúl Conde, "Modalidades de la internacionalización del capital y crisis internacional", en J. Castaingts, *Posiciones frente a la crisis*, Universidad Autónoma Metropolitana (UAM), México, 1986, pp. 233-254.

11. J.M. Quijano y L. Bendesky, "Cambios recientes en el sistema financiero internacional", en J.M. Quijano (coord.), *La banca, pasado y presente*, Ensayos del CIDE, febrero de 1983; Robert Cohen, "La transformación de las finanzas internacionales en el decenio de los ochenta", y W. Andref y O. Pastre, "La génesis de los bancos multinacionales y la expansión del capital financiero internacional", en J. Estévez y S. Lichtenstejn, *Nueva fase del capital financiero*, Editorial Nueva Imagen, México, 1981.

Al inicio de los años ochenta este fenómeno se reforzó por la necesidad de los bancos comerciales de competir por las grandes ganancias de las actividades de inversión de cartera, las cuales a su vez fueron posibles por la carencia de reglamentación de los bancos de inversión, que les dio gran flexibilidad y ventaja frente a los comerciales. Un factor clave fue la instrumentación de los tipos de cambio flexibles que, al eliminar los controles cambiarios, dio rienda suelta a los flujos de capital y, en consecuencia, al proceso de internacionalización global de las prácticas financieras.

Una línea de los bancos de inversión que ha originado una intensa actividad y una mayor competencia con la banca comercial es el comercio de divisas ligado al servicio de pronósticos de movimientos cambiarios. Esta línea constituye una constante tentación para los especuladores, pese a que desde 1974 viene causando desastres, aun a algunos de los bancos más grandes como el National Westminster, el Herstatt, el Franklin, el Ambrosiano y el Continental Illinois.

La emisión de bonos y otros instrumentos de crédito en los mercados mundiales de capital, principalmente los de renta variable, que en los últimos cinco años han triplicado su participación en el mercado internacional, ha sustituido a la función prestamista de los bancos, que llegó a su máximo esplendor con el mecanismo de la sindicación. Como respuesta, los grandes bancos comerciales inventaron una nueva forma de liquidez, las obligaciones fuera de balance (*off balance sheet liabilities*), para hacer préstamos o transacciones en divisas o garantizar obligaciones de un cliente, en las cuales los bancos cargan jugosas comisiones sin necesidad de acumular reservas.

La guerra entre los bancos comerciales y de inversión¹² ha sido causa y efecto de las transformaciones del sistema financiero internacional, como es la agudización de la competencia en los mercados globales, de acuerdo con su capacidad para manejar valores, instrumentos de renta fija, futuros y opciones del mercado de divisas, actividades para las cuales existen diferencias y ventajas entre los distintos tipos de organizaciones financieras originados en las propias contradicciones de la reglamentación. En un medio internacional en el que aún no está clara la ruta que seguirán las autoridades, la pugna entre los bancos comerciales y de inversión continúa provocando incertidumbre. El resultado es elevar la probabilidad de una crisis financiera por la ineficiencia de la política económica frente a los cambios que se dan en las variables y las estructuras.

El crédito, factor de inestabilidad

La consecuencia central de esta dinámica monetario-financiera es el papel preponderante que ha adquirido el crédito en el sistema capitalista. Éste no se deriva solamente del mayor endeudamiento externo de los países en desarrollo, sino principalmente de la magnitud del endeudamiento generalizado de los países industriales.

La acumulación de capital basada en un proceso de gran endeudamiento, como se sostiene que lo hicieron los países subdesarrollados durante los años setenta, no es prerrogativa de éstos.

12. A estos dos tipos de bancos habría que agregar los llamados "no bancos" que efectúan actividades financieras, como Sears Roebuck o las empresas de seguros.

CUADRO 1

*Deuda gubernamental bruta de algunos países industriales
(Porcentajes del PNB)*

<i>País</i>	<i>1973</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>
Estados Unidos	41.9	45.0	45.8	48.3
Japón	17.1	68.2	69.3	69.4
RFA	18.3	40.1	40.8	40.6
Francia	25.1	29.8	31.8	34.0
Reino Unido	69.6	53.9	55.9	56.3
Italia	60.6	84.2	91.4	99.4
Canadá	46.7	58.7	63.4	69.2
Bélgica	69.5	107.6	115.7	121.7
Dinamarca	7.9	62.7	67.9	68.6
Países Bajos	43.2	62.3	66.9	70.3
Suecia	30.1	66.0	69.4	71.4
Suiza	36.4	38.3	39.5	—

El incremento virtualmente universal de la deuda es una característica de las finanzas públicas en el último decenio, como se demuestra en el cuadro 1.

La única excepción de esta tendencia es el Reino Unido, que de ser el país más endeudado a principios de los años setenta, cambió su tendencia y redujo su nivel de endeudamiento como porcentaje del PNB. Los demás países industrializados sí han recurrido fuertemente al crédito. El nivel de la deuda gubernamental de Japón, por ejemplo, pasó de 17.1% del PNB en 1973 a 69.4% en 1985. El caso de la RFA es igualmente significativo, aunque sólo pasa de 18.3 a 40.6 por ciento en el mismo período. El ejemplo extremo es el de Dinamarca que incrementó esta proporción casi diez veces.

En este contexto, no es casual que la economía más endeudada sea la de Estados Unidos. Se calcula que en 1985 el endeudamiento total privado, es decir, de las corporaciones, los consumidores y los productores agropecuarios, rebasaba los 5 billones de dólares, mientras en 1970 sólo alcanzaba 1.6 billones. Esto se debe a que el endeudamiento tuvo tasas anuales promedio de crecimiento de 7.25% en los años sesenta, de 11% en los setenta y de 12% en los ochenta.

La demanda de crédito ha rebasado el crecimiento del PNB. De este modo, en Estados Unidos la deuda rebasaba al PNB nominal en una relación de 2 a 1 en 1985. La relación entre la deuda y el ingreso se mantuvo en cerca de 140% hasta principios de los ochenta y saltó abruptamente hasta 170% al final de 1985. Según Paul Volcker cambios tan bruscos sólo ocurren en tiempos de grandes disturbios, depresiones y guerras.¹³

En Estados Unidos el endeudamiento de las familias constituye cerca de 50% del total y tuvo una tasa de crecimiento de 12.8% en 1985, luego de haber sido de 8.6% en los sesenta. La deuda corporativa constituye cerca de 30% y llegó a 12.4% del total en 1985, en comparación con 9.4% en los años sesenta. La deuda oficial, sin embargo, es la que ha tenido un mayor crecimiento, pues de aumentar 2% al año en los sesenta y 9% en los setenta, rebasó 16% en este decenio.

13. Paul Volcker, "The Rapid. . .", *op. cit.*, p. 3.

Así, el endeudamiento general estadounidense rebasa los 8 billones de dólares. Estas cantidades estratosféricas son las que han impulsado la economía de Estados Unidos en estos últimos años. No sorprende que con este grado de endeudamiento el papel de motor de la recuperación lo hayan tenido los consumidores.

La creación de crédito es positiva en tanto su pago guarde relación con el ingreso generado, pues éste define la posibilidad real de pago. Pero cuando el crecimiento del ingreso se ve interrumpido por una recesión, el servicio de la deuda se interrumpe y ello afecta la demanda de bienes y de fuerza de trabajo. Este funcionamiento de la estructura financiera es un signo de vulnerabilidad, ya que el mayor apalancamiento conduce a reducir los márgenes de respuesta cuando las condiciones son adversas. En las condiciones actuales, parecería que esta posibilidad tampoco es una prerrogativa de los países en desarrollo, pues aparece de modo recurrente en todo el sistema.

En este aspecto, en Estados Unidos tiene múltiples manifestaciones. Así, los créditos al sector corporativo se incrementaron en aproximadamente 40% en el período 1982-1986. Esto representa un crecimiento de 60% con respecto del pico anterior, ocurrido en 1979. Igualmente en el cuarto trimestre de 1986 la relación entre la deuda y las utilidades netas después de impuestos fue casi igual a la de 1973, lo cual fue el preludio del ciclo recesivo de 1974-1975 que ocasionó innumerables quiebras financieras. En el sector de los consumidores, la deuda representa 16.5% del ingreso personal total, lo cual constituye un récord para este indicador, pues se encuentra 20% por arriba del nivel establecido en 1979. Esto, por supuesto, es consecuencia del propio crecimiento del endeudamiento, pues si el ingreso disponible creció 32% de 1982 a 1986, el endeudamiento hipotecario lo hizo en 42% y el realizado para bienes de consumo lo hizo en 73 por ciento.

El incremento en la relación deuda/ingreso, que ocurre en todos los sectores, aunque no en todos los países (véase el cuadro 2), constituye una prueba significativa del deterioro mayúsculo en la calidad del crédito desde fines de los años setenta. Henry Kaufman asegura que "en Estados Unidos este fenómeno ha sido explícito en el sector empresarial, en donde el número de 'clasificaciones crediticias' degradadas ha sido superior al de las ascendidas desde el comienzo de la presente expansión económica, en 1982".¹⁴ Este crecimiento del endeudamiento, de por sí cuestionado, presenta otra característica que da una luz roja a todo el sistema: la preponderancia de la deuda a corto plazo, pues la desreglamentación financiera ha promovido el retroceso de los plazos del endeudamiento. El sector industrial ha seguido de manera considerable esta tendencia, que tuvo su manifestación más profunda en 1984. Ello llevó a la revista *Business Week* a sostener que "para los balances corporativos, 1984 fue el año del endeudamiento a corto plazo".¹⁵ En 1977, del total de bonos cor-

14. Henry Kaufman, "Debt: The Threat to Economic and Financial Stability", en *Economic Review*, Fed Kansas City, diciembre de 1986, p. 4. Sobre el problema de la fragilidad por causa del endeudamiento, véase también E.P. Davis, *Rising Sectoral Debt/Income Ratios: A Cause for Concern?*, Bank of International Settlements (BIS), Economic Paper núm. 20, Basilea, junio de 1987; Martin Preston y Byron Higgins, "The World Financial Scene: Balancing Risks and Rewards", en *Economic Review*, Fed Kansas City, junio de 1986; Carlos Roza, "Deuda, tipos de cambio flexibles e inestabilidad financiera", en J. Castaingts (coord.), *Posiciones frente a la crisis*, UAM, México, 1986, pp. 179-201.

15. "How Companies Habits have Changed", en *Business Week*, 24 de junio de 1984, p. 70.

CUADRO 2

Proporciones sectoriales de deuda respecto al ingreso
(Porcentajes)

		Público	Personal	Corporativo
Estados Unidos	1975	42	49	37
	1985	54	61	42
	1986	56	65	45
Reino Unido	1975	64	33	46
	1985	59	51	44
RFA	1975	25	42	63
	1985	43	57	73
Japón	1975	39	33	93
	1985	90	46	102
Canadá	1975	77	52	65
	1985	107	51	64

Fuente: E.P. Davis, *Rising Sectoral Debt/Income Ratios: A Cause for Concern?*, BIS Economic Papers núm. 20, p. 6.

porativos emitidos, 84% tenía diez años de vida, proporción que en 1983 se había reducido a 47 por ciento.¹⁶

Vale apuntar que un elemento que ha abultado el endeudamiento a largo plazo ha sido el crédito para comprar empresas (*take-overs*). Como estos créditos no están relacionados con factores estrictamente financieros, podría decirse que el endeudamiento de corto plazo es aún mayor si se descartan estos préstamos.

El incremento del endeudamiento de corto plazo parece responder a la necesidad de mantener altas ganancias en cada trimestre, a fin de preservar a las empresas de la posibilidad de ser involuntariamente fusionadas por otras más grandes. Con esto también se evita que los precios de mercado de las acciones sean rebajados por decisión de los operadores monetarios (*money managers*), cuyo interés central son las ganancias rápidas. El problema es que esta estructura financiera tiende a deformar las estrategias corporativas de largo plazo, además de que hace a las empresas extremadamente vulnerables a los incrementos de las tasas de interés o a una recesión que les recorte los ingresos para cubrir el servicio de su deuda. De ahí la vulnerabilidad que se imprime a la estructura financiera, pues el endeudamiento de corto plazo puede fácilmente dar lugar a la incapacidad de pago. Asimismo, su efecto en la relación entre los flujos monetarios y los ingresos de las empresas como posibilidad de pago de las deudas, se constituye, así, en el canal que conduce a las recurrentes crisis financieras que el sistema ha experimentado desde los años sesenta. El peligro de incumplimiento que representa la desproporción entre la deuda y los ingresos y la magnitud estratosférica del crédito a corto plazo debilita los eslabones del sistema y conduce a la inestabilidad económica. Lo anterior deriva de la naturaleza financiera de las decisiones de inversión, pues la relación entre los ingresos monetarios actuales de las empresas y sus obligaciones de pago en efectivo constituye la causal del curso de la propia inversión.

En esta perspectiva, existe un serio problema de comportamien-

16. "American Interest Rates", en *The Economist*, 1 de septiembre de 1984, p. 68.

to macroeconómico cuando la deuda total de corto plazo se incrementa de tal forma que los intereses exceden a los ingresos posibles. En estas condiciones, si con las tasas de interés vigentes hay una demanda excesiva de crédito que obligue a incrementos en aquéllas o a innovaciones financieras que generen nuevos fondos de inversión, la crisis financiera se torna inevitable. Así, los ajustes financieros condicionan la disponibilidad de fondos invertibles. Tal parece, entonces, que la inestabilidad ocurre por cambios acumulativos en la estructura financiera que afectan las posibilidades de inversión. Los flujos de efectivo de las empresas son los medios para cumplir con sus obligaciones. De esto se deduce que la habilidad para endeudarse está en función directa de la que se tenga para obtener ganancias. Minsky señala que el sistema monetario está en el centro de la dinámica financiera, pues el dinero se crea cuando los bancos prestan capital, al tomar en cuenta tanto sus expectativas como las de los empresarios acerca de futuras ganancias. En contraste, el dinero se destruye cuando las deudas se pagan al realizar las ganancias. Por lo tanto, "los cambios monetarios son el resultado, no la causa, del comportamiento de la economía, y el sistema monetario es estable solamente en la medida que el flujo de ganancias permite a los empresarios obtener créditos bancarios para cumplir con sus obligaciones".¹⁷ Empero, como en ese lapso se gestan las condiciones que incrementan el riesgo de incumplimiento del sector privado, o de mayores tasas de interés, y por tanto de más impuestos, aquellas condiciones tienen menores posibilidades de beneficiar.

La banca central, factor de estabilidad

La crisis de liquidez de la economía estadounidense en 1986 fue la manifestación inicial de la inestabilidad que la estructura financiera ha impuesto a la economía capitalista. Sus efectos han sido de largo plazo, pues tal inestabilidad se repitió en 1969-1970, 1974-1975, 1980, 1981 y se perfila nuevamente en la actualidad.¹⁸

La secuela de los problemas financieros ha sido la quiebra de bancos, algunos de ellos de gran importancia, cuyo número ha aumentado hasta llegar a 104 en 1986. En 1987 se anuncia un nuevo récord, pues ya eran 85 sólo en los primeros cinco meses del año. En comparación, de 1950 a 1965 fueron seis por año.¹⁹ Lo realmente significativo de las condiciones actuales es que estas quiebras corresponden a bancos con muy baja exposición externa, es decir, que sus problemas no se originan en las dificultades de pago de deuda de los países en desarrollo. Por el contrario, tienen que ver más con las condiciones impuestas, en lo general, por la deflación y, en lo particular, por el colapso de los precios de algunos productos básicos, simultáneamente con el lento descenso de las tasas de interés. En este ambiente de quiebras lo que causa la pérdida de ingresos de los bancos es la incapacidad de competir dentro de la nueva estructura de desreglamentación y de innovación financiera.

17. Hyman Minsky, "Can it Happen Again? A Reprise", en Richard D. Bartel, *The Challenge of Economics*, M.E. Sharpe Inc., Nueva York, 1984, p. 42; Steve Fazzari y Hyman Minsky, "La política monetaria interna: ¿si no es monetarismo, entonces qué?", en *Investigación Económica*, abril-junio de 1986, México, pp. 19-38.

18. H. Minsky, "Can it . . .", *op. cit.*, p. 36.

19. R. Alton Gilbert y Geoffrey Wood, "Coping with Bank Failures: Some Lessons from the United States and the United Kingdom", en *Review*, Fed de San Luis, diciembre de 1986, pp. 5-14.

No obstante, hay que reconocer que en lo que va del decenio no se ha desatado el pánico, pese a las experiencias de los bancos de Ohio y de Florida en 1986. Si bien desde los años sesenta las crisis financieras se han expresado en desempleo, falta de crecimiento e inestabilidad de precios, no han conformado profundas depresiones al estilo de la iniciada en 1929.

De conformidad con Minsky, lo que evitó la profundización de la inestabilidad financiera fue el papel activo que ha desempeñado el Sistema de la Reserva Federal, banco central de Estados Unidos, como prestamista de última instancia (PUI). En la medida en que la Reserva Federal, u otra dependencia auspiciada por ésta, otorga créditos en condiciones concesionales o refinanciamiento fuera del mercado para resolver un problema de incapacidad de pago de las empresas que están ante una inminente quiebra, se tiene una situación de "prestamista de último recurso". De no recurrirse a esta opción, sobrevendría una crisis bancaria por la incapacidad de pago de los deudores. Al resolver estas dificultades, por la vía de los préstamos extraordinarios, la Reserva Federal repone la solvencia bancaria. Su objetivo es incrementar la liquidez de los bancos y así apoyar un proceso de refinanciamiento de las deudas, lo cual impide el colapso de los activos, ya que sus tenedores pueden refinanciar en lugar de vender.

Algunos analistas plantean —entre ellos Milton Friedman— que la crisis de 1929 no se hubiera dado si la Reserva Federal hubiera desempeñado este papel de PUI.²⁰ Por el contrario, en aquella época se mantuvo a la expectativa y optó por no dar financiamiento a los bancos, lo que les hubiera permitido satisfacer la demanda de liquidez que enfrentaban. La quiebra de 1929 es, probablemente, la enseñanza que ha permitido que, desde los años sesenta, el banco central de Estados Unidos esté más dispuesto a dar financiamiento concesionario a los bancos para que refinancien sus pasivos, y así impedir las condiciones que gestarían una crisis financiera de mayores proporciones. A este respecto, Minsky afirma que "la Reserva Federal ha intervenido muy agresivamente por su propia cuenta y como organizador y garante de la intervención de otros [bancos] en las varias crisis ocurridas desde 1966. El resultado ha sido que el valor de los activos no cayera tanto como hubiera ocurrido en condiciones de libre mercado y que la posición de reserva de los bancos mejorara después de cada crisis de refinanciamiento".²¹

El dinero, ¿problema de medición o de conceptualización?

En la perspectiva planteada, una consecuencia cada vez más clara es que la diferencia entre el dinero y otros activos líquidos se está haciendo difusa.

Cuando a finales de los setenta se establecieron las cuentas de cheques que pagan intereses (now y supernow accounts) y se autorizó que también se hiciera con las cuentas de transacciones de consumo, la liquidez, en cantidad y concepto, necesariamente sufrió alteraciones. Esto es así porque: 1) no existe ningún incentivo para restringir estos activos a los niveles estrictamente ne-

cesarios para propósitos transaccionales, y 2) porque estos activos son vehículos que aceleran la velocidad de las transacciones pero reducen la de los ahorros. En consecuencia su inclusión en M_1 tiende a modificar la velocidad de circulación del dinero.²²

La situación se complica porque algunos nuevos instrumentos financieros, como los mercados de dinero y las cuentas corrientes con interés, se pueden considerar parte de la oferta monetaria, no así otros, como los certificados de depósito. Así, los movimientos de un tipo de instrumentos a otros da como resultado fluctuaciones en la oferta monetaria, más allá de los objetivos que se plantea el banco central. En el caso de Estados Unidos esto es claro y así lo acepta el Federal Open Market Committee, órgano central de decisión de la Reserva Federal. Según Philip A. Nuetzel, al explicar el rápido crecimiento de M_1 en 1986, tal comité destacó que su composición había cambiado, en parte como consecuencia de la desreglamentación de las tasas de interés y de los requisitos mínimos para el balance amparada por la Ley de Control Monetario de 1980 y la Ley Garn-St Germain de 1982.²³

En esta lógica, los "rangos objetivo" de crecimiento del dinero establecidos por la Reserva Federal en los dos últimos años para el crecimiento de M_1 han estado muy por debajo de la tasa alcanzada, que en 1985 fue de 12.1%, y en 1986 de 15.3%, un récord en el período de la posguerra.²⁴ Igual situación se ha dado en la RFA, donde en 1986 los rangos objetivo, de 3.5 a 5.5 por ciento, fueron rebasados por tasas mensuales de crecimiento hasta de 9.5 por ciento.

En las condiciones actuales de financiamiento de corto plazo, de inestabilidad de las tasas de interés y de emisión y cambio constante de instrumentos financieros bancarios que hacen crecer o decrecer la liquidez, las clasificaciones de qué es dinero, y por tanto qué es base monetaria, se convierten en un acertijo.

La innovación y los cambios de reglamentación que ocurren simultáneamente en diversos países, y que han ido moldeando la estructura y la dinámica monetarias, imponen una dependencia sensiblemente mayor de los movimientos internacionales de capital, lo cual hace que el problema de la liquidez se magnifique, en virtud del crecimiento irrefrenable de los flujos internacionales de capital.

La consideración central es que los cambios han inducido a confundir el ahorro con la especulación, lo que contribuye a explicar el acelerado crecimiento del crédito y la superación entre lo real y lo monetario. El giro tan significativo del proceso de distribución de las ganancias por medio de los intereses provenientes de activos financieros es un resultado que no puede minimizarse ni desconocerse.

En este contexto, el Estado sólo funge como articulador entre los sistemas financieros nacional e internacional, pues la emisión

22. "Monetary Policy and Open Market Operations in 1985", en *Quarterly Review*, Fed de Nueva York, 1986, p. 37; Frank E. Morris, "The Changing World of Central Banking", en *New England Economic Review*, Fed de Boston, marzo-abril de 1986.

23. Philip A. Nuetzel, "The FOMC in 1986: Flexible Policy for Uncertain Times", en *Review*, Fed de San Luis, febrero de 1987, p. 17.

24. P.A. Nuetzel, *op. cit.*, p. 16, cuadro 1. Estas tasas fueron posibles porque en los últimos meses de 1986 el M_1 explotó a una tasa de crecimiento anualizado de 28%, luego de haber crecido a 19.2% de enero a septiembre.

20. Charles Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939*, University of California Press, Berkeley, 1973.

21. H. Minsky, "Can it . . .", *op. cit.*, p. 41.

de dinero se convierte en una función en la que los bancos centrales han perdido autonomía. El problema medular en la creación de dinero es la incapacidad del sistema para distinguir entre símbolos dinerarios, que al emitirse incrementan el poder de compra, y los que no lo incrementan, pues su emisión se hace para monetizar los déficits o como simple contrapartida de una transferencia de capital.²⁵

Prestamista de última instancia: ¿es todavía una solución viable?

En esta lógica de funcionamiento no está claro cuál es la posibilidad del banco central para conocer el nivel y ritmo de crecimiento de la liquidez nacional, y actuar en consecuencia con una política monetaria apropiada. Por tanto, es dudosa su capacidad para utilizar los instrumentos de afinación macroeconómica de corto plazo y contrarrestar los movimientos de capital a fin de atenuar, por un lado, la tendencia a la inflación o, por otro, a estimular la inversión en la economía nacional. Lo fundamental es que la desreglamentación financiera, en especial de las tasas de interés, ha modificado en forma significativa los canales de la política monetaria y alterado la relación del crecimiento monetario con los objetivos de política económica.

Es grave que cuando el banco central, o cualquier otra institución por él designada, asume la función de PUI se está realizando una transferencia de reservas monetarias al sistema. En las condiciones de desreglamentación y de innovación financiera la función de PUI socava aún más la capacidad de afinación y control de la base monetaria por parte del banco central. Así, la capacidad de regulación de la economía mediante el manejo del circulante, como lo considera posible la corriente monetarista, se desvanece rápidamente. Mientras el banco central mantenga la capacidad de estimar la liquidez, conservará cierta aptitud para contrarrestar la inestabilidad monetaria. De este modo, su papel de PUI contribuye a mantener el valor de los activos, porque favorece el flujo ininterrumpido de las ganancias.

El éxito del neoliberalismo en promover la desreglamentación y en alcanzar posiciones en la elaboración e instrumentación de la política económica ha desbordado cualquier expectativa de promover transformaciones estructurales en la determinación de la oferta monetaria, pues la desreglamentación ha impuesto trabas a las diferentes clasificaciones del dinero (M_1 , M_2 , M_3). Es relevante que investigadores de la propia Reserva Federal aseguren que "los agregados monetarios tradicionales dependen de una clara demarcación entre los activos financieros. Esta clara demarcación era apropiada cuando las barreras regulatorias imponían agudas diferencias en las características de los activos financieros. Como estas barreras han sido ampliamente eliminadas, tanto la oferta como la demanda de activos financieros son series continuas, sin un lugar obvio para trazar una línea entre activos monetarios y activos financieros no monetarios".²⁶

25. Carlos A. Roza, "Cuestiones de política económica nacional en la acumulación a escala internacional", en *Investigación Económica*, enero-marzo de 1985, pp. 265-288. Es en este sentido como puede interpretarse que *The Economist* en su informe especial, "The Skippers. A Survey of Central Banking" (22 de septiembre de 1984) haya planteado que uno de los principales temas es la impotencia de los bancos centrales en el contexto actual.

26. P. Martin y B. Higgins, *op. cit.*, p. 4.

Más relevante aún es que la desreglamentación implícita en la lógica monetarista ha borrado la distinción entre dinero e inversión de largo plazo, pues los bancos ofrecen instrumentos financieros de acuerdo con las expectativas de la tasa de interés. Los certificados de depósito a largo plazo se hacen más atractivos si la expectativa es una política monetaria restrictiva; pero si se espera que la tasa de interés disminuya, entonces los rendimientos se mejoran por los cambios en los intereses de las cuentas corrientes o en los mercados de dinero.

En la dinámica de los cambios estructurales los financieros han aprendido a interrelacionar los mercados de distintos países, para extraer la máxima reutilización de cualquier mercado. Ello altera las formas de funcionamiento que operan entre las variables y entre los mercados. Así, al aprender lo que pueden ganar en el mercado de divisas, los operadores monetarios hacen que sus decisiones para adquirir una divisa sean decisiones para adquirir algún tipo específico de activos financieros, lo cual afecta la cantidad de dinero en una economía nacional. En el fondo, se ha logrado fusionar los mercados de divisas, de dinero y de capitales en un único mercado financiero de magnitud mundial.

La interrelación de los mercados financieros nacionales hace que ahora el tipo de cambio sea más determinado por los flujos de capital que por los de mercancías y servicios, como tradicionalmente lo ha planteado la teoría económica.

La capacidad de que el banco central controle profundas crisis financieras, al actuar como PUI, no parece ser el modo más viable de lograr la estabilidad en las nuevas condiciones. La función de PUI mejora la posición de reserva de los bancos y evita el desplome del valor de los activos, resolviendo así un problema de dimensión local, pero promueve la demanda de crédito de corto plazo. Esto significa que la curva de demanda no sólo se desplaza sino que además se hace más inelástica y que la tasa de interés de corto plazo tiende al alza con rapidez, con el efecto subsecuente de arrastrar a la de largo plazo. Como consecuencia, esto trae una caída en el valor de los activos de capital y un incremento en los costos de producción. El efecto principal es, por supuesto, que la inversión tenderá a reducirse.

La intervención reiterada del banco central conducirá a agravar las condiciones de vulnerabilidad económica y dará mayor credibilidad al planteamiento de que lo que hacen los bancos centrales para controlar las crisis financieras y evitar depresiones encamina, inevitablemente, a una senda de inflación. Por el contrario, cuando se dedican a controlar la inflación está sentando los cimientos de la siguiente crisis financiera.

Reflexión final

La inestabilidad financiera se da porque los cambios en la liquidez, consecuencia de las innovaciones en el mercado financiero, perturban la velocidad de circulación del dinero. Esto hace que el ritmo de innovación de los instrumentos sea el que determine los cambios en la liquidez. La fragilidad financiera sobreviene porque la liquidez varía a una tasa compuesta, lo cual señala un alto grado de inestabilidad en el mercado monetario. Esta situación lleva a cuestionar no sólo la capacidad estabilizadora del banco central y su función de PUI. En este marco, es prudente preguntarse si el desenfrenado crecimiento del mercado financiero es tan positivo como se dice. □