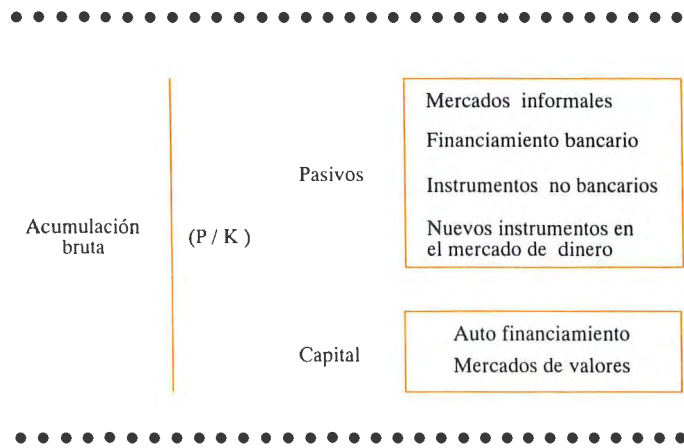


D I A G R A M A 1

MODELO DE FINANCIAMIENTO DE LA ACUMULACIÓN

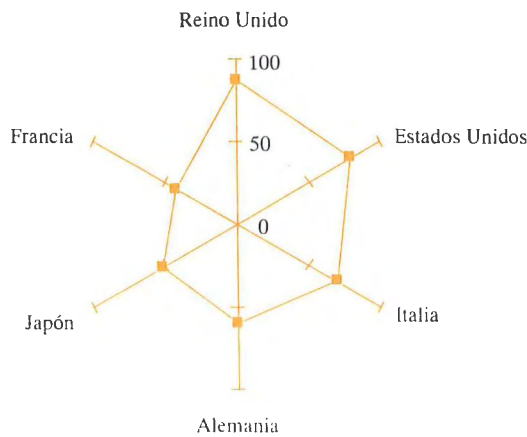


sión reduce el flujo de efectivo neto. En este sentido, se puede argumentar que la inversión genera sus propias fuentes de financiamiento (su propio ahorro). Esto queda más claro si se desagregan los componentes del ahorro nacional, pues la principal fuente de financiamiento es el ahorro corporativo y la depreciación. En los países industriales esta fuente se elevó de manera notable en los ochenta, sobre todo en el Reino Unido (87%), Estados Unidos (79.6%), Italia (69.2%), Alemania (61.4%), Japón (51.6%) y Francia (42%), que tiene menor participación (véase la gráfica 1).

De acuerdo con un estudio de Honohan y Atiyas sobre los flujos intersectoriales de 14 países en desarrollo en los años ochenta, las empresas financiaban 55% de su inversión con

G R Á F I C A 1

PARTICIPACIÓN DEL AUTOFINANCIAMIENTO EN LA ACUMULACIÓN BRUTA DEL MUNDO INDUSTRIALIZADO



ahorros propios (en la forma de depreciaciones y utilidades retenidas); los gobiernos, 72% con el ahorro, y los hogares, la totalidad con sus propios ahorros. Los autores calculan que, en conjunto, 55% de toda la inversión se lograba con autofinanciamiento.¹ Los datos anteriores muestran que esta vía conserva su importante papel en el proceso de acumulación de capital, pues en forma agregada dos terceras partes del balance respectivo se financian hoy día con recursos propios.

Desde esta perspectiva, es importante establecer las relaciones de este modelo. Éstas tienden a modificarse con el proceso de globalización, cuyo supuesto es que la reducción de los niveles de protección en todos los países (lo cual llevará a la igualación de los precios internos con los internacionales) normalizará los márgenes de ganancia. Esto disminuirá la flexibilidad de las fuentes internas de financiamiento y provocará una mayor presión sobre las externas. Así, la baja de los flujos de fondos internos obligará a un mayor número de empresas a competir en los mercados de dinero y capitales para poder crecer. Ello requiere reformas que garanticen el avance de estos mercados; de lo contrario, el crecimiento de la inversión tenderá a reducirse. Desde el punto de vista analítico, se puede argumentar que durante la globalización la relación pasivo-capital (P/K) tenderá a elevarse y se diversificará el crecimiento del capital, que tendrá que complementar el incremento por fuentes internas con la colocación de acciones entre el público.

El papel del apalancamiento financiero en el ocaso del siglo XX

Una de las características básicas del capitalismo financiero del siglo XX es que la masificación del crédito aceleró la inversión respecto a otras etapas del capitalismo. Este proceso adoptó diversas formas, lo que generó la coexistencia de múltiples niveles de financiamiento por deuda externa y en los mismos países.

Durante los ochenta la relación (P/K) se mantuvo en 1.2 veces en Estados Unidos, 2.5 en Alemania y 3 en Japón.² Se tiene menos información de los países en desarrollo, pero según la Corporación Financiera Internacional, Corea del Sur y Tailandia mantienen relaciones de endeudamiento de largo plazo, respecto al capital contable, superiores a uno, en tanto que la relación de países como Pakistán, Jordania, México, la India, Turquía y Malasia fue inferior a 0.5 (véase la gráfica 2).³

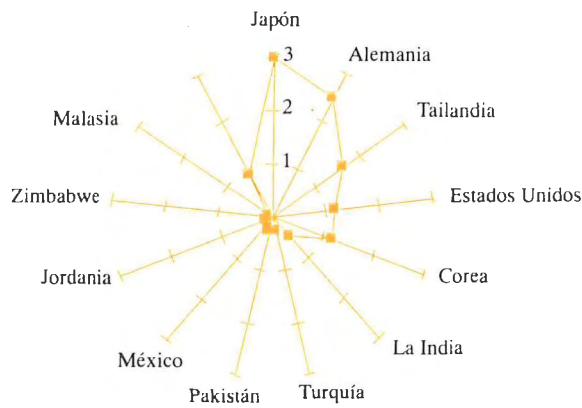
1. Citado en Banco Mundial, *Financial Systems and Development*, Policy Research and External Affairs, núm. 15, octubre de 1990.

2. Bank of Japan, *Comparative Economic and Financial Statistics, Japan and Other Major Countries*, 1991.

3. Corporación Financiera Internacional, *Financial Structures in Developing Countries*, Documento Técnico, núm. 1, mayo de 1992.

G R Á F I C A 2

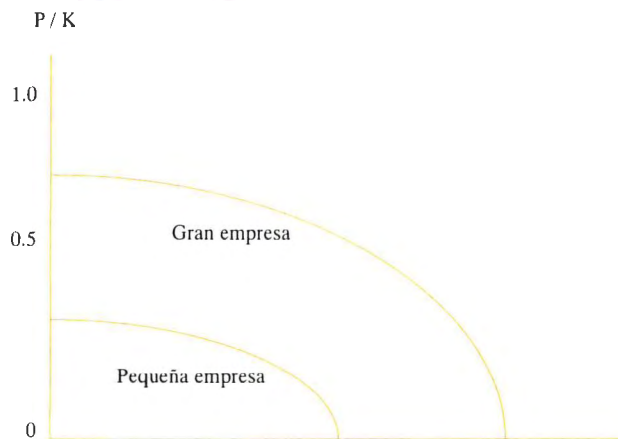
RELACIÓN PASIVO-CAPITAL EN DIVERSOS PAÍSES



Cabe mencionar que existen diferencias no sólo internacionales importantes. De acuerdo con la norma de contabilidad nacional, puede haber diversos grados de endeudamiento. Esto sucede sobre todo en el mundo en desarrollo, donde las pequeñas empresas tienen un difícil acceso al crédito y su endeudamiento es menor y a veces nulo, por lo que se puede suponer que el endeudamiento aumenta según el tamaño de las empresas. Así, se puede considerar que la masificación del crédito ha sido muy heterogénea, dependiendo de la normatividad contable y la capacidad de endeudamiento. En el mundo en desarrollo ésta no ha respondido a una evaluación de los flujos futuros de las empresas (evaluación de

G R Á F I C A 3

RELACIÓN PASIVO-CAPITAL EN MÉXICO SEGÚN EL TAMAÑO DE LA EMPRESA



proyectos), sino que se ha basado en las garantías que las empresas pueden ofrecer; así se genera el absurdo de prestar al que tiene recursos y no a quien los necesita. Esto indica que la banca comercial desarrollada en estos países se orienta a los grandes negocios, es más corporativa: ha relegado el negocio de menudeo y busca aumentar la captación sin incurrir en riesgos y ofreciendo crédito limitado al pequeño negocio. Así, se da la paradoja de que el sistema financiero alienta la concentración de las carteras de crédito: realiza transferencias entre grupos sociales, pues capta recursos de los grupos de menores ingresos y financia a las empresas y a los estratos de más altos ingresos.

Diversificación financiera y globalización como respuesta estratégica

El problema de la concentración de las carteras de crédito motivó a las autoridades financieras de algunos países en desarrollo a emprender una política de diversificación institucional: aumentar el número de intermediarios; legalizar algunos intermediarios de los mercados informales (a fin de aprovechar los modelos de intermediación popular); fortalecer los mercados de valores y dinero, y asignar un nuevo papel a la banca de desarrollo.

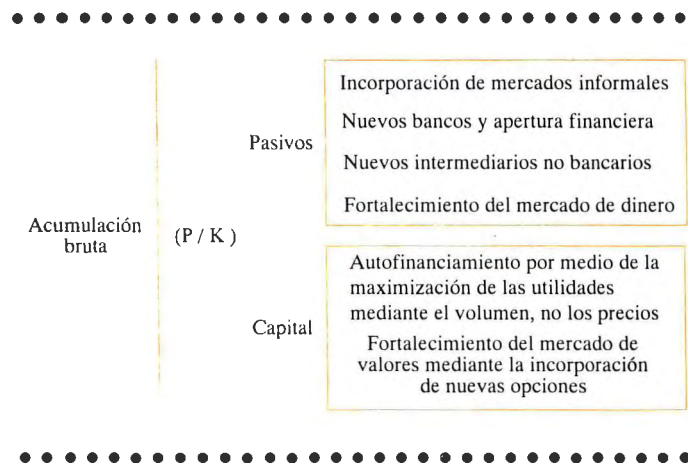
Asimismo, se emprendió un proceso de apertura financiera para propiciar una diversificación institucional más acelerada, elevar la cobertura y reducir los márgenes de intermediación característicos de los mercados financieros protegidos. El resultado de todo esto es un modelo de financiamiento más amplio que intenta romper la inercia de lo que Shaw y McKinnon denominan represión financiera y reducir la dependencia que estos países tienen del ahorro externo para financiar su inversión. En el diagrama 1 se observa la respuesta institucional al financiamiento para el desarrollo.

Conviene mencionar que la recreación institucional ha sido alentada en buena medida desde fuera, como respuesta al reordenamiento derivado de la apertura comercial en los citados países, en cuya fase inicial los precios internos tuvieron que ajustarse para competir con los internacionales.

El ajuste obligó a las empresas a cambiar su forma de hacer negocios, pues han tenido que buscar la maximización de la utilidad por medio del volumen, no del precio. La nueva cultura empresarial debe aceptar la existencia de mayor número de bienes comercializables internacionalmente y la necesidad de establecer economías de escala para competir en la economía globalizada. Ello abre un período de transición sin horizonte definido, pero con la evidente necesidad de mayores recursos financieros que apoyen el cambio en los modelos de maximización de utilidades. El modelo en sí requerirá recursos para lograr economías de escala. Por otra parte, el ajuste de los precios a los niveles internacionales

D I A G R A M A 2

EFFECTOS DE LA RECREACIÓN INSTITUCIONAL EN EL BALANCE



umentará también las necesidades de financiamiento, que no podrá satisfacer el autofinanciamiento. Así pues, queda claro que en los países en desarrollo ha empezado a surgir un modelo de financiamiento para el desarrollo en que la funcionalidad institucional será crucial para satisfacer una relación P/K mayor que atienda las necesidades de modernización y ajuste estructural.

En este sentido, la funcionalidad institucional debe buscar la combinación óptima de las fuentes de financiamiento externo e interno de la empresa para evitar que la relación P/K se dispare por arriba de los estándares que fije la economía global. Como el mundo en desarrollo cuenta con empresas que en promedio tienen relaciones pasivo-capital por abajo de los estándares internacionales, se abre una amplia agenda de acción financiera que permita ajustar dicha relación.

Se podría pensar que la agenda debe centrarse en el aumento —no excesivo— de P, para lo cual será preciso reforzar a la vez el crecimiento de K. Para lograrlo se debe fortalecer la generación de flujos de efectivo en la empresa, lo que depende básicamente del crecimiento de la demanda agregada. En los países en desarrollo ello exige la expansión homogénea de todos los sectores de la economía para garantizar tanto el crecimiento sostenido de la demanda agregada (al menos el doble del de la población) como los consecuentes altos flujos de efectivo. A fin de que éstos se reinviertan, se requiere de una política tributaria que premie la reinversión de utilidades y castigue el consumo de las ganancias.

En el mundo globalizado la expansión de K dependerá también de la expansión de los mercados de valores, que desempeñarán un papel importante en el paso de la empresa familiar a la pública por medio de la colocación de acciones. En el mundo en desarrollo la mayor parte de las empresas conserva su carácter familiar y pocas se financian por la emi-

sión de acciones (en México menos de 0.1% de los 2.3 millones de establecimientos comerciales, industriales y de servicios está inscrito en la Bolsa). Sin embargo, comienzan a generarse cambios en este sentido y algunos países empiezan a ampliar el mercado bursátil, aunque de forma aún incipiente. El número de empresas registradas en la Bolsa creció en la India más de 50%: de 2 114 en 1981 a 3 263 en 1993; en Indonesia, de 8 a 174; en Corea, de 343 a 693; en Malasia de 187 a 410; en Taiwan de 107 a 285, y en Tailandia de 80 a 347. En América Latina se elevó el nivel de capitalización pero disminuyó el número de empresas que cotizan en la Bolsa: México pasó de 229 a 190 y Colombia de 193 a 89; aunque Chile y Brasil aumentaron de 242 a 263 y de 477 a 577, respectivamente.⁴ Así, se puede afirmar que de manera agregada el crecimiento de K dependerá de la actividad económica, la disposición de los empresarios para reinvertir sus utilidades en vez de consumirlas y la modernización del mercado accionario. Por tanto, se tiene que:

$$dK/dt = f(Da, Reu, Mva)$$

donde Da = demanda agregada

Reu = reinversión de utilidades

Mva = mercado de valores

Para lograr la expansión de P son cruciales el proceso de reordenamiento institucional y la innovación financiera, a fin de flexibilizar la operación de las empresas. La innovación ha logrado un cambio fundamental en el financiamiento de la inversión, pues no sólo se tiene un rendimiento sobre cada parte del balance de las empresas, sino también se han eliminado, por medio de nuevos intermediarios (como el factoraje), las inflexibilidades en el uso de recursos (cuentas por cobrar) que antes se mantenían sin utilizar por períodos indefinidos. En este sentido el cambio ha sido fenomenal, pues se ha incrementado considerablemente la rotación del capital de trabajo gracias a los nuevos instrumentos financieros.

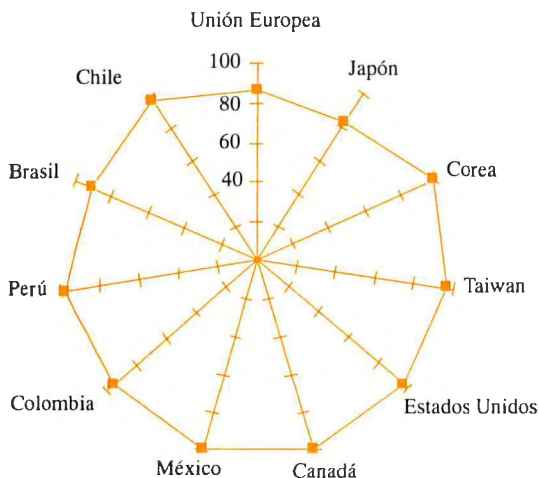
Los mercados de dinero empezaron a cobrar fuerza a partir de que los gobiernos cambiaron el sistema de encajes por uno de operaciones de mercado abierto. Esto, por un lado, reduce la presión sobre la banca comercial al liberarle recursos para su cartera libre y, por otro, influye en el costo del financiamiento y la regulación monetaria, pues como la tasa de interés del gobierno no es controlada sino de mercado, éste recibe cierta orientación sobre la astringencia o exceso de recursos disponibles para financiamiento. Así, se puede argumentar que en cierta forma los cambios en el patrón de financiamiento permiten pasar de un modelo controlado hacia uno de mercado.

4. Corporación Financiera Internacional, *Emerging Stock Markets Factbook 1994*, Washington, 1994.

La parte más difícil es la ampliación del circuito financiero para apoyar a las micro y pequeñas empresas, que por lo general han quedado fuera del circuito formal de financiamiento. En este aspecto poco se ha avanzado en el mundo en desarrollo, pues el sistema de mercado que se está consolidando margina ese tipo de empresas por las garantías que solicita la banca comercial (es casi imposible que entidades poco capitalizadas dispongan de los recursos bancarios). Tal vez ésta sea la tarea más importante en materia de financiamiento del desarrollo, ya que este universo de empresas constituye la mayor parte de los establecimientos empresariales del mundo en desarrollo.

G R Á F I C A 4

PARTICIPACIÓN DE LAS PEQUEÑAS EMPRESAS EN EL FINANCIAMIENTO



El financiamiento de los pequeños, tarea acuciante del desarrollo

El siglo XXI empezó en las grandes empresas hace algunas décadas en materia de financiamiento. En contraste, para los pequeños negocios y los grupos de bajos ingresos, es una ilusión el mundo del financiamiento globalizado que empieza la mañana en Tokyo, pasa por Frankfurt, sigue en Londres y cuando parece que terminará en Nueva York, se prepara para abrir nuevamente en Tokyo. Los pequeños empresarios del mundo en desarrollo todavía se debaten por el acceso a los mercados financieros y viven la pesadilla de enfrentarse al usurero del pueblo para conseguir recursos inmediatos.

En una encuesta sobre sistemas financieros en poblaciones semiurbanas y rurales realizada por la Secretaría de Hacienda de México, se muestra que menos de 10% de la población

de estos asentamientos tienen cuenta en una institución bancaria, por lo que la mayoría tiene que recurrir a préstamos provenientes de lo que en México se denomina sector alternativo (pariente, amigo, vecino, comerciante). El crédito en 50% de los casos es a plazo menor de un mes y sólo 15% lo utiliza para ampliar un negocio; el resto lo destina a fines personales. Esta realidad se reproduce en otros países, a veces en condiciones aún más difíciles. Si se considera que son precisamente estas empresas las que generan empleo, el financiamiento de este sector adquiere a todas luces un carácter estratégico.⁵

Los encargados de la política financiera en los países en desarrollo deben reconocer que la tarea básica en la profundización financiera es generar el acceso equitativo al financiamiento para apoyar la modernización y la expansión de las micro y pequeñas empresas, sin perder de vista que el punto básico del financiamiento de cualquier compañía es contar con un proceso de generación de utilidades que dé la pauta para el crecimiento. La pregunta es: ¿cómo pueden lograr los pequeños negocios una expansión estándar de P/K? Si bien son muchos los caminos que se pueden seguir para alcanzar este propósito, la experiencia histórica muestra que la clave es un modelo institucional amplio que permita el acceso generalizado, pues de lo contrario se pueden inducir procesos especulativos que se traduzcan en fracasos y deterioren la credibilidad en las instituciones. Los últimos cincuenta años muestran que no ha sido fácil determinar el camino a seguir, pero la experiencia adquirida ha permitido hacer interesantes rectificaciones que vale la pena reseñar para entender el actual momento de la economía mundial.

Modelo tradicional

A mediados de siglo los países en desarrollo consideraron que la mejor forma de financiar a las pequeñas empresas con problemas de acceso al crédito era con una banca de desarrollo que les prestara a tasas inferiores a las de mercado. Entonces se subrayó la idea de que el alto costo del dinero impedía que la empresa pequeña tuviera un desarrollo financiero más amplio; ese obstáculo se trató de zanjar subsidiando la tasa de interés de las instituciones de desarrollo con recursos de los gobiernos centrales. Más tarde, con el fortalecimiento de las instituciones multilaterales de desarrollo, se inició un ciclo de financiamiento a la pequeña empresa con recursos de esos organismos.

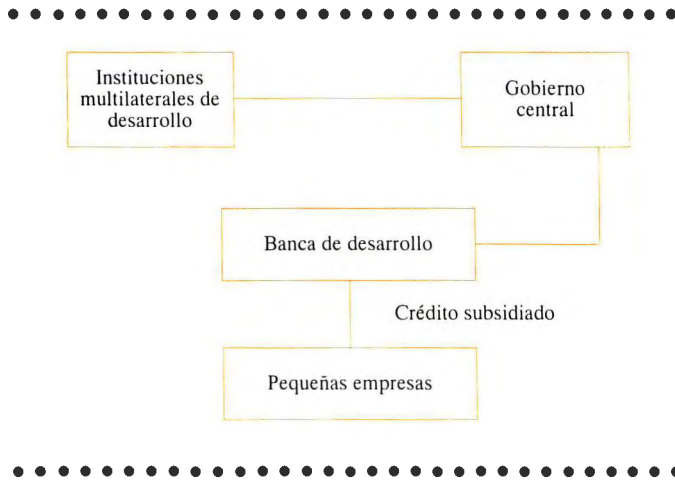
Sin embargo, ésta fue una de las trampas en que cayó el modelo de financiamiento para el desarrollo, pues las autoridades financieras contrataban en dólares y prestaban en moneda nacional. De esta forma, se financiaban con recursos externos

5. En México, durante el período 1988-1993 las empresas pequeñas crearon 60% de los nuevos puestos de trabajo.

gastos en moneda nacional, lo que aumentaba la deuda externa y limitaba dicho modelo. No se previeron los problemas mencionados y la operación del modelo se basó en el crédito subsidiado, sin ver que ello se daba en economías protegidas donde lo relevante no era el costo del dinero sino el acceso al mismo.

D I A G R A M A 3

MODELO DE FINANCIAMIENTO TRADICIONAL DE LA PEQUEÑA EMPRESA



El resultado del modelo tradicional fue muy dispar en el mundo en desarrollo, pero sus efectos fueron limitados y no permitieron la masificación del crédito a la pequeña empresa.

Modelo inclusivo

En los setenta y ochenta se mantuvo el patrón tradicional de apoyo a la pequeña empresa. Paralelamente, algunos países emprendieron amplias reformas institucionales con pautas de política industrial que favorecían el desarrollo de la micro y pequeña empresa, incluida la ampliación del financiamiento. La clave de la política industrial fue reconocer que para el buen desarrollo de las pequeñas empresas se requiere un sistema de guías administrativas o un modelo a base de concepciones a la japonesa que asegure la planeación de los ingresos.

En la ampliación del circuito de financiamiento de esas empresas se incluyó a todos los intermediarios, se crearon bancos especializados, se incorporaron instrumentos de ahorro popular existentes y se pasó de un sistema de acceso al crédito por ventanilla en la banca de desarrollo a uno con un amplio universo de intermediarios que facilitaran dicho acceso. El fondeo de la banca de desarrollo se basó en la captación de recursos mediante algún intermediario financiero no tradicional (como el ahorro postal), en sustitución de los recursos mediante algún gobierno federal y las instituciones

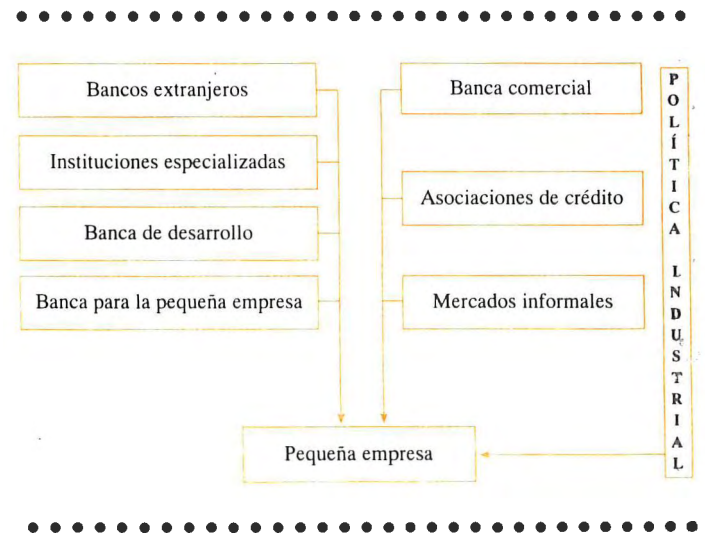
multilaterales. No se consideró en este modelo la necesidad de mantener bajas las tasas de interés.

Los países donde el modelo citado rindió más frutos fueron Corea y Taiwan, pues lograron una diversificación institucional que difícilmente se encuentra en otra economía en desarrollo. La clave fue ofrecer un nicho de mercado a todos los intermediarios. En Corea, por ejemplo, hay 97 bancos comerciales (diez nacionales, 14 locales y 73 extranjeros), 6 especializados (pequeña empresa, ciudadanos, vivienda, agricultura, cooperativas pesqueras, ganadería), 3 de desarrollo (de fomento, de largo plazo y de comercio exterior), 3 681 instituciones de ahorro (fideicomisos de bancos, compañías de ahorro y financiamiento, uniones de crédito, asociaciones de crédito mutuo, y un banco del ahorro postal) y 30 compañías de inversión y de seguros. En Taiwan hay 937 comerciales, 50 extranjeros, 315 de apoyo a la pequeña empresa, 513 asociaciones de crédito, 1 115 asociaciones de agricultores y ganaderos, 61 compañías de inversión, el sistema postal de ahorros y compañías de seguros. El proceso incluyó la consolidación del sistema de cajas de ahorro para formar un banco destinado a los pequeños empresarios y se decidió mantener la operación del mercado informal para conservar un espacio no regulado de financiamiento para la pequeña empresa.

Una cuestión importante para reflexionar sobre el modelo inclusivo es que operó con altas tasas reales de interés sin

D I A G R A M A 4

MODELO DE FINANCIAMIENTO INCLUSIVO



perjudicar a la pequeña empresa. Ello refuerza la idea de que no es tan importante el precio de los recursos como la facilidad para conseguirlos. Se podría decir que la diversificación institucional tiene mayor efecto que tratar de mantener baja la tasa de interés con recursos subsidiados.



El modelo globalizado carece de algunos elementos del inclusivo; en especial, no considera una política industrial que permita llegar a acuerdos sobre especialización productiva. A esto se agrega que el redimensionamiento del mercado informal adolece de una estrategia de consolidación que haga posible establecer economías de escala en la operación. Por ello, al mantenerse la dispersión de los agentes de intermediación local no se logra financiar a las empresas pequeñas

Modelo globalizado

Ante la ineficacia del modelo tradicional, algunos países optaron en los noventa por un programa de reformas institucionales que diera cabida a instituciones de crédito *ad hoc* para las pequeñas empresas y los grupos de más bajos ingresos, aprovechando en algunos casos formas de organización popular existentes. El proceso de reforma se ha centrado en ampliar la cobertura del mercado formal, partiendo de la idea de que las instituciones de financiamiento tradicional se han especializado en el crédito corporativo y que sus costos de operación les dificultan penetrar en mercados de bajos ingresos o en poblaciones semiurbanas y rurales. Un resorte básico de esta transformación institucional es la reorientación de la banca de desarrollo (con fondeo de mercado en vez de usar recursos subsidiados o de las instituciones multilaterales de desarrollo) hacia el segundo piso, con el fin de apoyar mediante el redescuento la actividad de las instituciones tradicionales. Esto ha facilitado la masificación del crédito, pero como el evaluador primario del crédito es el banco de primer piso, en ocasiones surgen problemas de calidad de cartera en términos de apoyo a las micro y pequeñas empresas.

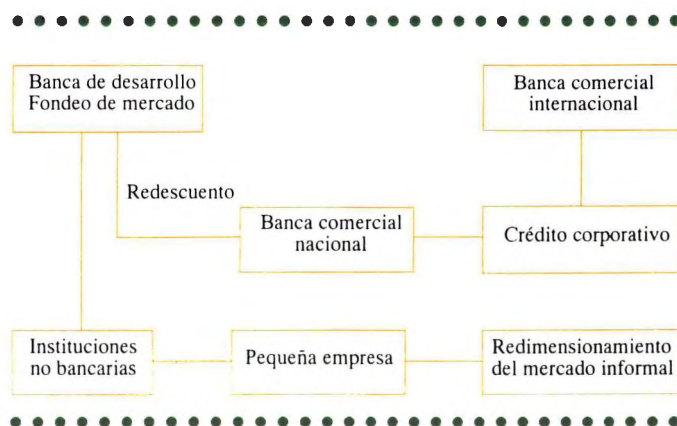
En este modelo se considera que la apertura financiera hará que los bancos tengan que financiar a las pequeñas empresas. Se calcula que el ámbito del crédito corporativo entrará a una fuerte competencia por la llegada de nuevas instituciones extranjeras, lo que obligará a la banca nacional a in-

teresarse de modo creciente en nichos de mercado de difícil acceso para los bancos extranjeros, como el de las empresas pequeñas.

Se espera que la apertura tenga efectos positivos en el financiamiento porque romperá la posibilidad de acuerdos oligopólicos para fijar las tasas de interés, con lo que éstas descenderán. En este sentido, la banca de desarrollo y la apertura financiera constituyen la mancuerna para forzar un mayor financiamiento a la pequeña empresa.

D I A G R A M A 5

FINANCIAMIENTO BANCARIO PARA LA PEQUEÑA EMPRESA EN UN MODELO DE GLOBALIZACIÓN





Falta mucho por construir y formular, y el esfuerzo es todavía limitado, pero se cuenta con los elementos para acelerar la construcción de una infraestructura financiera acorde con la globalización del siglo veintiuno

El modelo globalizado carece de algunos elementos del inclusivo; en especial, no considera una política industrial que permita llegar a acuerdos sobre especialización productiva. A esto se agrega que el redimensionamiento del mercado informal adolece de una estrategia de consolidación que haga posible establecer economías de escala en la operación. Por ello, al mantenerse la dispersión de los agentes de intermediación local no se logra financiar a las empresas pequeñas; el sistema informal sigue operando para atender necesidades de emergencia de la población de menores recursos. Se puede considerar que el modelo globalizado es un paso en la dirección correcta, pero se requiere complementarlo con economías de aglomeración para tener los efectos que el modelo inclusivo generó en los países del Sudeste Asiático.

La dimensión local del modelo globalizado

Uno de los puntos de debate en torno al financiamiento para el desarrollo a finales de siglo es cómo generar un circuito competitivo en el ámbito internacional y a la vez inclusivo para que participen equitativamente todos los agentes de la acumulación y todas las regiones de un país. El tránsito hacia este modelo exige mantener instituciones de desarrollo que aseguren dicha participación, tratando de evitar con ello que se creen espacios de financiamiento monopolizados por falta de información. Así, cabe plantearse que la banca de desarrollo participe no sólo de manera indirecta, sino que abra espacios de intermediación, como el sistema de ahorro postal tan exitoso en Asia e ignorado en América Latina. Un sistema de este tipo, ligado a un esquema de intermediación local, podría fomentar la creación de una red financiera de grandes dimensiones, pues hay oficinas postales en todas las poblaciones.

Esa red podría combinarse con bancos comunales, que surgirían de la unificación de cajas de ahorro existentes en di-

versas regiones de los países en desarrollo. El circuito podría incluso crear su propia dinámica e instituciones de regulación y control (banco central comunitario), lo que ayudaría a masificar el crédito en todos los ámbitos de la acumulación. El momento actual parece oportuno para emprender un modelo de intermediación regional más agresivo que asegure la participación equitativa de los agentes locales, no dando desde el centro concesiones a grupos con visión nacional. Esta fase del desarrollo institucional está por verse en el mundo en desarrollo. El éxito de este tipo de agrupaciones en la economía estadounidense debería dar la pauta para esta nueva fase de renovación institucional.

En países como México, donde la atención al desarrollo regional ha sido marginal, las poblaciones semiurbanas y rurales son un reto no asumido; se les ha marginado del desarrollo nacional, y en materia de financiamiento las atienden, en el mejor de los casos, los usureros. La creación de la red comunal de intermediación financiera requiere identificar las formas ya existentes para a partir de ellas construir sin violentar los sistemas de intermediación exitosos en la actividad cotidiana, pero que por diversos motivos no han evolucionado hacia uno de carácter más complejo. Un esfuerzo importante en este sentido es el sistema de cajas populares inducido en México por el Programa Nacional de Solidaridad, que es un ejemplo de cómo construir en poblaciones remotas una nueva institucionalidad financiera aprovechando las formas de organización local. El modelo, aunque limitado, ha dado lugar a un proceso de intermediación inicial sobre el cual se puede construir. Estos esfuerzos muestran una dimensión que se había olvidado en la formación de la infraestructura financiera y que hoy es necesaria para que los pequeños empresarios se integren de manera competitiva al modelo globalizado. Falta mucho por construir y formular, y el esfuerzo es todavía limitado, pero se cuenta con los elementos para acelerar la construcción de una infraestructura financiera acorde con la globalización del siglo XXI. 