

La desregulación financiera de la economía India¹

Sunanda Sen*

Actualmente en la economía mundial, incluyendo los países en desarrollo, tiene lugar un proceso de adopción del modelo financiero anglo-sajón que está dirigido por los mercados financieros. En particular, se sustenta en el mercado de capitales, el cual se supone es el medio principal de financiamiento de la inversión. Este planteamiento se apoya sobre las teorías económicas dominantes que relacionan la liberalización financiera con el crecimiento de la producción mediante la eficiencia. Sin embargo, dichas teorías desechan la presencia de incertidumbre que tiene mucha importancia cuando se trata de flujos financieros porque supone que el mercado garantiza información completa y, además, los agentes son racionales.

El desarrollo de un análisis crítico al planteamiento ortodoxo sobre la liberalización financiera requiere discutir la teoría neoliberal de los portafolios financieros (mercado accionario), la cual postula que los “equilibrios eficientes de mercado” deben garantizar que la distribución de los capitales genere carteras óptimas. La especulación, en esta teoría, se reduce al arbitraje, incluso en espacios inter-temporales, lo cual provoca que la liberalización financiera sea un resultado lógico. Las teorías antes mencionadas señalan que el crecimiento esperado de los mercados financieros depende de la distribución eficiente de los activos, ignorando que la inversión financiera no necesariamente contribuye al financiamiento de la inversión productiva. Asimismo, estas teorías descansan sobre la estimación de los riesgos que sobreestiman los problemas básicos de los cálculos de probabilidad de riesgo con procedimientos actuariales bajo incertidumbre. También ignoran la noción de *espíritus animales* propuesta por Keynes, largo tiempo atrás, la cual fomenta riesgos sistémicos y burbujas financieras. Estas teorías al ignorar las consecuencias de los flujos financieros, generan aproximaciones asociales que alejan a la teoría de la realidad social.²

* Profesor retirado, Jawaharlal Nehru University, actualmente profesor visitante de la Universidad Jamia Millia University y del Instituto de Estudios de Estudios Industriales, Nueva Dehli, India.

¹ Traducción realizada por Belinda Santos Castro y revisada por Noemi Levy Orlik.

² Véase, *Para un recuento analítico*, Sen, 2003.

Como consecuencia, en el análisis del impacto de la liberalización financiera en la India, se deben reconocer las limitaciones de la corriente económica dominante (anteriormente mencionada) porque, sobre esas bases, se erigen las políticas recientes que han modificado el sistema financiero indio.

Liberalización financiera en la India

Después de las primeras décadas de la independencia de la India (1947), el sistema financiero funcionó en un ambiente relativamente regulado y controlado. Al igual que el resto de la economía, el sistema financiero operaba en un ambiente de supervisión estatal con una estructura de tasas de interés administrativas, restricciones en los flujos crediticios, altos requerimientos de reservas y canalización de proporciones significativas de recursos prestables hacia sectores “prioritarios” y entidades gubernamentales. También existían restricciones a los flujos de capital internacional; y el tipo de cambio de las rupias estaba ligado al movimiento de las principales monedas, sujeto a un monitoreo cercano del Banco de Reserva de la India (RBI, por sus siglas en inglés), que es el Banco Central.

Posteriormente, el sector financiero fue sujeto a un proceso de desregulación gradual, situación que se modificó con posterioridad al lanzamiento de las indiscriminadas reformas económicas de 1991. En este trabajo se analizan tres cambios fundamentales, originados a partir de esta reforma.

Primero, la liberación del mercado de capitales incluyó, entre otras medidas, la convertibilidad de capital (1993), fácil acceso a la entrada de capitales (particularmente de los inversionistas financieros institucionales (1992), y la flotación administrada de la rupia, con intervención del RBI en el mercado de divisas. Asimismo, se otorgaron facilidades a estos inversionistas a operar en el mercado de valores indio, así como en el mercado de derivados, que tuvo una amplia expansión. Estos cambios fueron empalmados con políticas monetarias desplegadas con el objetivo de garantizar la estabilidad financiera. El auge del mercado de valores indujo una nueva forma de gobierno de las corporaciones, de manera particular, incrementaron los montos de inversión en títulos bursátiles, en comparación a la tenencia de títulos industriales, debido a los mayores rendimientos que otorgan los activos financieros en el mercado de valores.

La segunda modificación importante se relacionó con las reglas de operación bancaria, en términos de las normas de Basilea, las cuales redujeron drásticamente la importancia del crédito a sectores prioritarios, en tanto se canalizaron al financiamiento de la vivienda y, otros propósitos también de-

nominados como prioritarios. Una de las metas implícitas de estos cambios ha sido la estabilidad financiera de los bancos. A fin de lograr este propósito se introdujo la conformación de reservas, de acuerdo al riesgo relativo de los créditos, de conformidad con las normas de Basilea I (referente al monto de capitalización de los bancos impuestos), así como las de Basilea II impuestas en años más recientes (a mediados de la década de 1990, que considera los riesgos por tipo de créditos). También, en la segunda parte de ese tiempo tuvo lugar una desregulación y unificación de la estructura de la tasa de interés, la cual ha dificultado el acceso a préstamos bancarios de los sectores económicamente más débiles.

La tercera modificación sustancial fue la introducción, en 2003, de la Ley de Responsabilidad Fiscal y de Administración del Presupuesto, que desplazó los préstamos oficiales del RBI –que inducen déficit financiero– por la emisión de títulos negociables, incrementando fuertemente el monto de la deuda pública interna que incluyó pasivos gubernamentales por intereses. Esta transformación redujo considerablemente el componente de desarrollo del presupuesto de ingresos.

Las anteriores medidas provocaron una notable reestructuración en el sector financiero doméstico. A fin de valorar el impacto económico de estos cambios, en el próximo apartado se analizan separadamente cada uno de ellos.³

La liberalización del mercado de capital y su impacto económico

Entradas de capital

Durante los años de las reformas económicas se ha facilitado de manera creciente y sistemática el proceso de entrada de capitales. Mientras a los inversionistas financieros institucionales se les permitió acceder al mercado de capitales de la India (1992) y, al comercio de títulos con derivados (practicado desde hace mucho tiempo). Éste, sólo en 1999 fue considerado a la par de los títulos bursátiles (J. R. Varma Committee on Derivative Trading, 1998). A su vez, entre 1993-1996, se facilitó el desarrollo de la negociación de derivados con una serie de reformas en el mercado de valores.⁴ En 1999, fue

³ Para más detalles estadísticos véase fuentes oficiales como *The Economic Survey*.

⁴ Esto incluyó el sistema electrónico de negociación del mercado de valores (1993) y el levantamiento de prohibiciones del comercio de las opciones con la introducción de una serie de productos derivados (1995).

revocada la prohibición que se impuso 30 años antes sobre el comercio con futuros. Finalmente, debe resaltarse que se legalizó formalmente en 2001 el desarrollo del mercado de valores, o la continuación del sistema de futuros en el mercado de valores (conocido como *badla*), bajo el supuesto que generaría liquidez al sistema. Aunque las negociaciones de futuros en el mercado de mostrador *over the counter* (OTC) continúan no siendo legales, en la práctica son ampliamente usadas bajo la forma de *swaps* sobre tasas de interés y futuros sobre divisas, instrumentos altamente preferidos por los inversionistas financieros institucionales. Desde nuestro punto de vista, la liberalización de los flujos de capital internacionales ha generado un clima *corto-placista* en el mercado de capitales con implicaciones diversas sobre las inversiones de naturaleza durable.⁵

El impacto de la desregulación del mercado de capitales fue altamente significativo. Estos movimientos generaron grandes inlfujos de capital de cartera, promovidos principalmente por los inversionistas financieros institucionales, cuyo monto a menudo estuvo por encima de los flujos provenientes de la Inversión Extranjera Directa (IED) y, otras entradas de capital que también estaban sujetas a un proceso creciente. Específicamente, la entrada de los inversionistas financieros institucionales tuvo lugar como consecuencia del rápido desarrollo de los mercados de derivados (1992) que generó fuertes aumentos en la liquidez (*turnover*) de los inversionistas financieros institucionales en el mercado de valores. Una consecuencia importante de estos cambios fue el incremento de la volatilidad de los precios de las acciones, así como del volumen de éstas. En la actualidad se observa un fuerte y abrupto incremento de la capitalización de los mercados de valores, lo cual refleja un aumento de la riqueza de los inversionistas, al igual que la relación de precios sobre las acciones. Así, en términos domésticos e, incluso internacionales, la bolsa de valores de la India incrementó considerablemente su tamaño. Está *clasificada*, en términos de transacciones en el tercer lugar mundial (después de la bolsa de valores de Nueva York y el Nasdaq de Estados Unidos), el cual entre 2003 y 2005 tuvo un crecimiento de 200% en la capitalización del mercado. En 1993 tenía un valor 11 40 042 crore de rupias (esto equivale a 10 millones, N. del T) y, en 2006 alcanzó 35 51 038 crore de rupias. Entre 2006-2007 el movimiento de las transacciones de acciones (*turnover*)

5 De acuerdo a una fuente no oficial, en 2004 el volumen negociado en mercado de mostrador alcanzó el orden de 300 crore rupias, un monto comparable (e incluso mayor) el comercio en derivados.

en el mercado de valores domestico (NSE por sus siglas en inglés) fue de 19 45 285 *crore* de rupias, representando más de 50% del valor de PIB (ascendió a 3 760 285 *crore* de rupias). Sin embargo, como se señaló en una encuesta oficial, “Este crecimiento, en parte, es un resultado aritmético de las transacciones en el movimiento de rupias, generado por un aumento del precios de las acciones” (GOI, 2008: 71). El incremento explosivo del valor de las negociaciones del mercado accionario también reflejó el alto multiplicador de precios sobre las acciones en el comercio de acciones.⁶

En esta discusión es relevante mencionar las contradicciones observadas en el mercado secundario entre el crecimiento del volumen del intercambio de las acciones, la relación precios y acciones respecto a la economía real. El crecimiento de este último reside en las nuevas inversiones que pueden ser respaldadas por colocaciones de nuevos valores en el mercado primario o financiamiento, proveniente del mercado de capitales. Empero, un *boom* accionario en el mercado secundario, mientras crea riqueza (ganancias de capital) para los tenedores de títulos no contribuye al crecimiento PIB porque las ganancias de capital (o pérdidas) son transferencias en términos de la contabilidad nacional estándar. En consecuencia, un crecimiento del mercado accionario puede ser una categoría ficticia, en términos reales, a menos que genere un efecto multiplicador expansivo adicional, o genere un crecimiento correspondiente en el mercado primario a la “*q*” de Tobin.

Un elemento adicional para explicar el impacto de la desregulación financiera en el mercado de capitales, así como el cambio del escenario financiero, es la intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros, fuente de una gran volatilidad. Actualmente, la operación en estos mercados es altamente dependiente en los instrumentos de derivados (opciones, *swaps*, etcétera), así como en las operaciones de cobertura, cuyo objetivo es combatir la creciente incertidumbre en los precios de las acciones, las tasas de interés y los tipos de cambio. Las negociaciones con derivados que en 2006 alcanzó de 11 290 00 *crore* de rupias, es la principal fuente del incremento de las transacciones en el mercado de valores. En promedio, el valor de las transacciones con derivados, en los últimos años, ha estado 25 veces por encima

⁶ La relación P/E de las acciones bursátiles indias (BSE) fue de 22.76% en diciembre 2007, incrementando de una media de 18.91% entre 2003 y 2006. Esta relación es considerablemente alta si se compara con el índice accionario de diciembre del 2006 que en el mercado coreano (KOSPI) alcanzó un nivel de 12.21%, en el Tailandés (SET) 9.40 y, el malayo, (KLCI) 17.35. Véase el *Economic Survey*, 2007–2008.

de la magnitud de las transacciones comerciales al contado.⁷ En la actualidad el movimiento de transacciones con derivados sigue siendo la fuente más importante de las transacciones en el mercado de valores. Los flujos de “dinero golondrino”, principalmente proveniente de la entrada de inversionistas financieros institucionales se ha dirigido a los portafolios financieros provocando gran inestabilidad en el mercado de valores; lo cual ha sido la base de los crecientes beneficios proveniente de las ganancias financieras (con relación a las ganancias del mercado con derivados).

El alto nivel de inestabilidad en el mercado de valores de la India se refleja en la desviación estándar de los retornos diarios de los índices bursátiles de la BSE (mercado de valores de Bombay) y del NSE (mercado de valores de la India), los cuales en abril del 2008, después de rápidas sucesiones consecutivas alcanzaron 1.28% (véase el boletín de SEBI, mayo 2008). Los altos niveles de desviación estándar exceden los niveles de volatilidad del índice S&P de Estados Unidos (1.26) y, de otras economías emergentes como Corea (2.73) (GOI, 2008). La volatilidad del mercado de valores, naturalmente afecta a otras variables de la economía, como el tipo de cambio de la rupia y los flujos de moneda extranjera. Sin embargo, la volatilidad también proviene de transacciones en el mercado de valores que se basa en el movimiento de los índices bursátiles en busca de mayores beneficios.⁸ De este modo, como se menciona en el estudio “Securities and Exchange Board of India” (SEBI), “Las empresas hacen buenas negocios con dinero proveniente de la explotación de los altos y bajos de los mercados, cuyos beneficios se obtienen de los derivados, el arbitraje, así como de cualquier hacedor de mercados” (Ghosh y Raju, SEBI Documento de Trabajo, núm. 8, abril de 2004).

Cambios en política monetaria

La política monetaria de la India ha sido objeto de fuertes conflictos y controversias sobre las transacciones externas y domésticas. El principal reto de los encargados de formular políticas domésticas ha sido el combate a la apreciación de la rupia que limita la competitividad de las exportaciones y, genera tendencias inflacionarias por la expansión monetaria, ambas cau-

⁷ En 2006 las cuentas mencionadas y el movimiento en el mercado de efectivo (*spot*) y de derivados representaron 70.2 y 29.7% del PIB, respectivamente.

⁸ Para una discusión analítica en el tema, véase Sen, 2003.

sadas por la entrada creciente de capital internacional.⁹ Las herramientas utilizadas para abordar esta problemática son la esterilización monetaria y la austeridad fiscal.¹⁰

Como antecedente, desde los inicios de las reformas económicas en 1991 (cuando las reservas de divisas estaban en el orden de un billón, escasamente suficiente para los requerimientos de importación de un mes) la administración del sector externo fue una prioridad de la política monetaria. El proceso de gestión del sector externo y de la estabilidad del sector financiero doméstico fue fundamental, lo cual, sin embargo, provocó importantes descuidos en otras áreas, como garantizar empleo, inducir equilibrios sectoriales en el crecimiento económico, generar distribución del ingreso o, incluso, enfrentar preocupaciones ambientales. Los problemas relacionados a equilibrar los objetivos domésticos con la administración del sector externo plantean lo que ha sido denominado “trinidad imposible”, reconocida oficialmente con las siguientes palabras: el exceso de entradas netas de capital sobre el déficit en cuenta corriente plantea nuevos problemas en la gestión macroeconómica, en particular, administrar las contradicciones de una trilogía de objetivos. La respuesta política se basó en una mezcla de intervenciones que suavizó la volatilidad cambiaria, creó un nivel de reservas adecuadas y, buscó un manejo apropiado de la liquidez, centrándose en garantizar condiciones de estabilidad financiera. De acuerdo con la posición oficial, “se recurre a operaciones de esterilización después de una evaluación sobre la naturaleza y extensión de los excedentes de los flujos de divisas. Implican consideraciones acerca del equilibrio de corto y largo plazos; análisis en torno a si los flujos son temporales o duraderos, así como sobre los mecanismos de autocorrección del mercado y las expectativas del mercado” (GOI, 2007-08: 28).

Aunque los conflictos entre los objetivos domésticos y externos han estado plenamente identificados en la literatura keynesiana,¹¹ su resolución de-

⁹ La participación del capital accionario es el componente de mayor volatilidad en los portafolios y, es considerado como el responsable de la mayor fluctuación de estos flujos. Ello ha provocado que la comisión de Seguros y Cambios de la India (SEBI), como cuerpo regulador, haya iniciado modificaciones en los requerimientos marginales, así como otros mecanismos de acción.

¹⁰ Los amplios principios para lograr estabilidad financiera han inducido a una política de re-estructuración de créditos bancarios de acuerdo a las normas de Basilea que postularon requerimientos adecuados de capital, ajustados por la administración de riesgos.

¹¹ Véase Meade, 1951.

pende de posiciones políticas que a menudo se relega a quienes controlan el poder, o sea descansa sobre los gobernantes. En la actual era de “capitalismo dirigido por las finanzas” la política económica lleva impresa la huella de los intereses financieros que, con la apertura de la economía, están inclinados en favor del capital extranjero. En este proceso, la autonomía nacional en políticas monetarias y fiscales se ha convertido en cosa del pasado, dejando atrás los días en que se podía ejercer gasto público para generar empleo, así como gasto social, proveer créditos a sectores prioritarios para satisfacer las demandas de las pequeñas y medianas empresas y, los pobres, que incluye otras políticas para imponer un Estado desarrollista.

Gestión de los tipos de cambio

Las variaciones del tipo de cambio de la rupia fueron resultado del creciente e inestable influjo de capital externo. Ello provocó que el gobierno ejerciera una política activa en el manejo del tipo de cambio. A pesar de estas medidas, la apreciación de la rupia contra el dólar fue de 9.8% entre el 3 de abril de 2007 y 16 de enero de 2008, y existió mayor apreciación en períodos previos, como el transcurrido entre marzo de 2006 y noviembre de 2007, que alcanzó 12.79%. Durante el pasado año financiero, los respectivos tipos de cambios nominales y reales de la rupia (calculados con base en 6 canastas monetarias entre 1993-1994) se situaron en 6.76 y 7.2% (GOI, 2008).

Estos movimientos de la tasa de cambio de la rupia se relacionan con la afluencia de inversiones extranjeras, especialmente de cartera. La profundización monetaria tuvo una tendencia ascendente. La relación M3/PIB fue de 43.8%, entre 1990-1991 y 71.3% entre 2006-2007. La política monetaria tuvo que limitar el impacto de la creciente entrada de capital en la oferta monetaria. Ello se logró mediante el uso de la ley “Ajustes en la Facilidad de Liquidez” (LAF, por sus siglas en inglés) que modificó las tasas de reportos y de reversión de reportos, así como medidas de esterilización directa bajo el Esquema de Estabilización Monetaria (MSS, por sus siglas en inglés), operaciones de mercado abierto (OMOS, por sus siglas en inglés) y coeficientes de requerimientos de liquidez a reservas (CRR). En el año 2006-2007 más de 45% de las entradas de divisas (2 022 35 crore de rupias) fueron esterilizadas.

Las preocupaciones sobre las apreciaciones de la rupia fueron expresadas abiertamente, en tanto el valor de la rupia, en términos de dólares, se incrementó 9.8%, entre el 3 de abril de 2007 y 16 de enero de 2008 y, poste-

riormente creció 13.2% entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007. La tasa de cambio nominal y real (con 36 moneda base de 1993-1994) subió 6.7% y 7.2%, respectivamente, entre 2007 y 2008 (GOI, 2008). Estas variaciones indujeron a que la encuesta oficial se admitiera y que la gestión de los requerimientos de liquidez estableciera límites más elevados para los saldos del programa de Esquema de Estabilización Monetaria (GOI, 2008). En el comienzo de 2004-2005 fueron de 60 000 crore de rupias que el 7 de noviembre del 2007 alcanzaron 250 000 crore de rupias (GOI, 2008). El coeficiente de requerimientos de efectivo con relación a reservas –otro instrumento de control monetario–, también estuvo sujeto a importantes ajustes, al pasar de 6.25% a fines de 2007-2008 a 8.25%, en junio de 2008 y, aumentará en cuatro ocasiones durante 2007-2008.

A pesar de los esfuerzos de las autoridades por controlar la oferta monetaria, las entradas de activos en moneda extranjera generaron aumentos de 28.7 y 39.1% respectivamente en la reserva monetaria de 2007-2008 (GOI, 2008). En el transcurso de este período, las reservas de divisas alcanzaron niveles sin precedentes, al exceder 300 billones de dólares a comienzos de 2007-2008. Ante dicha circunstancia, el gobierno amplió aún más la liberalización de los movimientos de capitales. Ello permitió, entre otras medidas, que los corporativos indios pudieran invertir fuera del país, hasta un monto de 300% de su patrimonio neto y tomar préstamos externos hasta \$400 millones, sin la previa aprobación del encargado la sección de Préstamos Comerciales Externos Prestamos (GOI, 2008).

Cambios en las normas de operación para los bancos

La desregulación generó cambios importantes en las normas de operación bancaria en el entorno de la liberalización de los mercados financieros de la India. Entre otras medidas, se encuentran: la introducción de normas estrictas de reconocimiento de la proveniencia de los ingresos y de clasificación de activos; reducción del coeficiente de liquidez legal (SLR) y el coeficiente de liquidez a reservas (CRR) (en un intento de asegurar liquidez adicional al sistema). También se desregularon gradualmente las tasas de interés y, se tomaron medidas como la introducción de requerimientos adecuados de capital, para enfatizar el comportamiento del rendimiento de los activos bancarios (conforme a las normas de Basilea I).

Las reformas mencionadas se profundizaron con la aplicación de las recomendaciones del Segundo Comité de Narasimham¹² (1998) que propuso la reducción de riesgos relativos a la inversión en valores gubernamentales; garantizando una mayor participación de los bancos en el mercado de valores.

Los anteriores cambios permitieron que en 1999 fueran cumplidas las normas de adecuación prudenciales de capital (CAR, por sus siglas en inglés) propuestas por el Banco Internacional de Pagos, de conformidad con los acuerdos de Basilea I.¹³ Ésta norma fue aceptada y aplicada por los bancos de la India; los cuales han mostrado fuertes preferencias por valores gubernamentales frente a otros activos. También se volvió evidente que el gobierno toma préstamos del mercado para cubrir su déficit mediante la emisión de valores (especialmente porque el déficit esta fuera de las normas aceptables en términos de la Ley de Responsabilidad Fiscal y de Gestión Presupuestaria (FRBMA) del 2003). Se estima que actualmente los bancos mantienen 42% de su demanda de pasivos y de plazo en valores gubernamentales, en oposición a 25% legalmente requerido (GOI, 2007-08).

Dado que en los principales centros financieros del mundo los mercados de valores eclipsan a los mercados de créditos bancarios, la noción de riesgos fue modificada en tanto éstos no pueden limitarse a la emisión de créditos. En la actualidad debe incluirse las posibilidades de pérdidas de capital por movimientos de los precios/tasas de interés o movimiento en los tipos de cambio, aparte de otros riesgos operacionales, a los cuales están sometidos los bancos y sus clientes. Para contrarrestar los riesgos financieros potenciales y las pérdidas generadas por la exposición de los bancos a la volatilidad de los mercados en el mercado de capitales, se construyeron nuevas normas crediticias que se especifican en términos de un coeficiente

¹² Comité creado para proponer una serie de reformas bancarias (nota del traductor).

¹³ En términos de estas normas los bancos reportan ante el Banco Internacional de Pagos las razones por las que debieron determinar adecuaciones de capital mínimo, a fin de proteger los depósitos en dinero. Ello debía lograrse mediante la creación de un mínimo de 8% de activos bancarios (préstamos y títulos) con relación a las acciones de la banca proveniente del mercado de valores. Los riesgos crediticios relacionados a los activos bancarios oscilaron entre 0 y 100%. Los títulos de gobierno se consideraron libres de riesgos (0%), mientras que a otras categorías de activos, incluyendo los préstamos bancarios y, otros préstamos se les impuso riesgo de 20 y 100%, respectivamente.

de capital ajustado por riesgo (CRAR, por sus siglas en inglés) planteadas en las normas de Basilea II (2005). Estas normas están sustentadas en tres “pilares” que ponderan el riesgo de los requerimientos adecuados de capital. Esta tiene lugar por etapas y se consideran como una amplia salvaguarda de cada crédito emitido. La evaluación de los riesgos de los activos bancarios debe ser realizada por una agencia externa (con aproximaciones estandarizada) y alternativamente a través de diseñados internamente por los bancos (Base de Calificación Interna). Adicionalmente deben contabilizarse los riesgos operacionales de los bancos.

Normas de créditos bancarios y de exclusión financiera

Las modificaciones de las normas crediticias afectaron el volumen de créditos y los agentes sujetos a créditos, excluyendo al sector con menos recursos y las pequeñas y medianas empresas (Pymes).¹⁴ Consecuentemente, el mercado mediante los reguladores impuso una disciplina financiera más estricta con respecto al desempeño de los bancos, a fin de mejorar la estabilidad financiera. Sin embargo, esta última se logra sacrificando las normas existentes; relativas a la inclusión financiera.

Por consiguiente, la desregulación financiera ha provocado una drástica reasignación de activos en la cartera bancaria. En el presente, los bancos dejaron de estar restringidos por normas de segregación bancaria, las cuales, anteriormente, les impidieron participar en el mercado de capitales, debido al riesgo de tales operaciones. La desregulación financiera que supone la constitución de la banca universal, permite a estas instituciones aventurarse en operaciones no bancarias, como los seguros y transacciones relacionados con seguros, diversificando los ingresos bancarios. La intensificación de la competencia en el sector bancario junto con las crecientes oportunidades de ganan-

¹⁴ Éste ha sido una consecuencia directa de la aplicación de normas de Basilea y de los códigos la India que están guiados por el *Standing Committee* (en Códigos Financieros y Estándares Internacionales) del Banco Central de la India (RBI) desde diciembre de 1999. Estos requieren una adecuación de capital mínimo por parte de los bancos, determinadas por el componente de riesgo de los activos. Asimismo, no falta mucho para que se implementen las normas de Basilea II que impondrán reglas más estrictas al capital, especialmente en las normas de adecuación en términos de los retornos de riesgo crediticio ajustado (CRAR por sus siglas en inglés). Los impactos de estas normas regulatorias en la oferta de créditos han sido contraccionistas y discriminatorias (véase Sen y Ghosh, 2005).

cias ha permitido a los bancos tener acceso a fuentes alternativas de ingresos. Por un lado se encuentran las opciones de inversión en valores gubernamentales, libres de riesgo y, por otro, ganancias provenientes de los movimientos en las tasas interés de mercado (incluidos en la mayoría de los préstamos, incluso los canalizados a las pequeñas y medianas empresas).

En este proceso, los bancos niegan créditos a segmentos muy importantes de Pymes y, en general, a aquellos que no califican a los criterios de elegibilidad impuestos por los acuerdos de Basilea. Sin embargo, dichas unidades ni son menos productivas ni, automáticamente más propensas a riesgos de impago, especialmente cuando son comparadas con otros prestatarios considerados elegibles de acuerdo con las normas de Basilea. De hecho, el rendimiento de 9.5% que se obtienen de préstamos a las Pymes están por encima de los rendimientos de los créditos canalizados a financiar automóviles o, incluso, los canalizados al sector hipotecario (Ver Sen y Ghosh, 2005). A pesar de elegibilidad de los prestatarios provenientes de la pequeña y mediana industria los créditos a este sector, entre 2000 y 2004, se redujeron en 13 puntos (pasando de 36 a 23%). A su vez, los créditos a los sectores prioritarios se desregularon en términos de tasas de interés, así como en elegibilidad (véase Sen y Ghosh, 2005). Es más, la carga adicional de los bancos se relacionó a los sectores prioritarios, por consiguiente, se dio la desregulación por la liberación de la tasa de interés en préstamos con valores mayores 0.2 millones de rupias. Ello generó un aumento de tasas de interés en préstamos relativamente pequeños.

También debe mencionarse que ningún objetivo se ha fijado para créditos al sector industrial micro y pequeño bajo fundamentos de prioridad. Con créditos de 18 y 10% del total, a la agricultura y, sectores más débiles, respectivamente, se deja 12% como residuo de 40% del crédito prioritario del sector industrial pequeño. De este modo, los préstamos al sector industrial micro y pequeño son considerados como un residual después de ser satisfechas otras prioridades. Empero, los objetivos sub-sectoriales para micro y pequeñas unidades industriales son sujetos a porcentajes determinados, pero sólo de los (residuos) créditos de la banca pública. Una información adicional es que la banca pública de la India controla más de 75% de los activos totales del sector bancario. Los bancos extranjeros, por su parte, otorgan montos de créditos menores a la pequeña industrial y al sector exportador que se encuentran en niveles de 10 y 12% de su crédito bancario neto respectivamente. Con las nuevas disposiciones crediticias, la proporción de crédito bancario de bancos públicos a las Pymes se ha reducido de 17% en 1999-2000

a 7% en 2002-2003, sufriendo posteriores caídas en los siguientes años.¹⁵ Una posible razón del cambio en la distribución de los préstamos puede deberse al hecho que los préstamos a otros sectores prioritarios (incluidos préstamos para vivienda de hasta 10 lakh de rupias, a 1 000 000 rupias, nota del traductor) han sido objeto de aumentos abruptos durante 2000-2004. Los bancos también han ofrecido créditos al consumo (que incluye también créditos a la vivienda) en cantidades crecientes. De esta manera, el crédito bancario se ha vuelto inaccesible para significativos sectores económicos que no son menos productivas que los prevaecientes en otras partes de la economía. Además, el simple cumplimiento de canalizar 40% del crédito a sectores prioritarios no asegura que sean dirigidos a las Pymes que constituyen las unidades más necesitadas de liquidez.

Cambios en el portafolio bancario

La composición de los activos de las carteras bancarias se guía por las atractivas ganancias de los valores del sector financiero y por cálculos de riesgo provenientes de las normas de Basilea I y II. El resultado ha generado una clara preferencia por las inversiones en valores gubernamentales libres de riesgo, así como de los títulos financieros (en lugar de industriales). Los bonos emitidos por el gobierno resultan ser convenientes para cumplir con los acuerdos de Basilea I y II y, además, permite realizar préstamos bursatilizados a fin de evitar déficit financieros, en términos de de la Ley Responsabilidad Fiscal y la de Gestión Presupuestaria 2003. Para el gobierno la venta de valores (o las operaciones de mercado abierto) al público permite restringir liquidez del mercado monetario interno que últimamente ha sido sujeto de grandes influjos de capital externo.

Con relación a otros activos financieros, fácilmente aceptados por los bancos, se observa en la hoja de balance un aumento de los títulos financieros en comparación a los valores industriales. Ello se debe a la alta rentabilidad de los títulos de las empresas del sector servicios (donde se incluyen los finan-

¹⁵ Es importante resaltar que pese a una grave escasez del capital de trabajo las Pymes tiene un papel importante en la economía de la India. Este sector, en la actualidad, contribuye alrededor de 40% del total de la producción industrial y, más de 34% de las exportaciones domésticas. La importancia socioeconómica de estas unidades es que las Pymes representan 11.39 millones de unidades que representan alrededor de 95% del total de unidades industriales de país. Proveen empleo a casi 27.13 millones de personas que, representa 86% de empleo total del país (GOI, 2008).

cieros) con relación a las empresas del sector industrial. Datos a marzo de 2005 indican que 399 empresas de un universo de 1659 del sector servicios, tienen tasas de rentabilidad por encima de 50% y, otras 311 empresas tienen tasas de rentabilidad por encima de 10%. En contraste, sólo 12 empresas del sector industrial, de un total de 2513, tuvieron tasas de rentabilidad por encima de 50% y, otras 12, por encima de 10% (Prowess data en línea, CMIE).

Como resultado de lo anterior, en años recientes, los bancos han sido capaces de mejorar sus coeficientes de adecuación de capital (CAR), lo cual se explica por el crecimiento acelerado de valores gubernamentales, así como de valores financieros en comparación a la emisión de créditos, particularmente a las Pymes y, otros sectores de la sociedad menos solventes.

Inversiones corporativas en el sector financiero y cambios en el gobierno corporativo

Los argumentos expuestos sirven para explicar la tendencia de los sectores corporativos a invertir en el sector financiero en certificados bursátiles y obligaciones 30.81 y 34.65%, respectivamente de su inversión total durante 2004-2005. También se observa una tendencia de los corporativos a retener activos por corto plazo (que incluyen *a*) varios deudores *b*) inversiones en valor contables de libro y *c*) efectivo y saldos bancarios (RBI, 2006). Como consecuencia evidente y natural es que las corporaciones retengan altas proporción de sus activos bajo la forma de títulos.

Es destacable que debido a la desregulación financiera en la India, ha tenido lugar un cambio en las formas de gobierno y el financiamiento de las corporaciones, especialmente resalta la opción de acciones para los empleados (OSEPS, por sus siglas en inglés), mismas que proveen incentivos adicionales para invertir en valores financieros (a diferencia de la industria). La liberalización financiera de la India ha sido resultado de la adopción del modelo de desregularización financiera anglo-sajón, lo cual no sólo implica mayor importancia del sector financiero sobre el industrial, sino un patrón de flujos financieros con predominio de los mercados accionarios. Este resultado se refleja en el crecimiento de las transacciones de las acciones en los mercados existentes y, especialmente, en el mercado secundario de títulos financieros.

Debe resaltarse que la rentabilidad de los activos financieros es mayor que los activos provenientes del sector industrial. En este contexto, es importante mencionar que la desregulación financiera ha cambiado considerablemente los modos de pagos, no sólo para los altos ejecutivos experimentados

de las corporaciones, sino también a los nuevos ejecutivos, quienes también son retribuidos en acciones de las corporaciones. Ello alienta a los dirigentes de las corporaciones a invertir en valores financieros, tanto para contribuir a las ganancias empresariales como para añadir ingresos personales que son ofrecidos por la empresa bajo la forma de bonos ligados al desempeño y mediante pago de acciones (ESOPS).

El patrón evolutivo de las finanzas corporativas ha generado un clima, donde el objetivo más importante de las empresas es mantener el valor de los activos, siendo ésta la preocupación principal de los gerentes corporativos. A menudo estos cambios han sido la respuesta al comportamiento generalizado de las empresas de Estados Unidos, especialmente del sector de información y tecnología que tiene estrechos vínculos con corporativos indios. Desde inicios de la década de 1980 las empresas tecnológicas han utilizado a las acciones como forma de compensación a empleados, lo cual se ha vuelto un uso común en gran parte del sector corporativo de la India. La opción de acciones (*stock option*) son consideradas una herramienta importante del sector empresarial de la India para atraer directivos calificados y, también para evitar el pago de impuestos. La mayor proximidad entre corporativos industriales y el mercado de valores incrementa la vulnerabilidad en la economía en su conjunto.

De lo anterior se puede concluir que la desregulación financiera no ha sido una panacea para lograr un crecimiento económico equitativo en la India.

Sector inmobiliario como inversión lucrativa: prestamos sub-prime?

Actualmente, también es necesario referirse a la relación del sector inmobiliario y los mercados financieros, los cuales han creado una profunda preocupación respecto a los préstamos inmobiliarios sub-prime en la India. La actual crisis de estos créditos en las economías avanzadas fue provocada por las dificultades de los inversionistas (prestamistas) que han incurrido en fuertes exposiciones a riesgos en ese tipo de activos sin considerar el riesgo potencial de dichos instrumentos.

En este escenario, los corredores sólo son el primer eslabón de una cadena que va desde compañías hipotecarias (donde se originan los préstamos), prestamistas mayoritarios que se agrupan; y, los grandes bancos que empaquetan los valores en certificados bursátiles; y, por último, todo un grupo de otros bancos, fondos de cobertura *hedge funds* y, fondos de pensiones, que compran estas inversiones. En este caso, los depositantes o, incluso los pen-

sionados pueden salir afectados. Lo anterior cambia el papel de los bancos de ser tomadores a distribuidores de riesgo y, los inversionistas expuestos al riesgo sin que sean necesariamente los bancos que, muy a menudo, están bastantes alejados del riesgos.

Bajos estas condiciones, a medida que se vuelve evidente la información asimétrica y la incorrecta valuación de riesgos, los mercados se congelan. Ello genera iliquidez a los bancos (incluso en el mercado de demanda de créditos) que, erosiona la confianza de los depositantes. Debe reconocerse que cuando el presunto valor que sustenta al colateral no es observable ni realizable, las canastas de títulos, puede fácilmente perder valor como recientemente sucedió en los mercados financieros estadounidenses e, incluso, europeos.

Los mercados sub-prime ingresaron al mercado financiero indio montándose en el *boom* de la construcción y en los mercados inmobiliarios de la última década, provocando un aumento considerable de los créditos basados en hipotecas. De hecho, los préstamos a la vivienda representan más de la cuarta parte de los créditos bancarios y, términos de los prioritarios mínimos de la banca pública, ascienden a 40%. La construcción, especialmente de infraestructura urbana, no ha sido menos importante en los créditos bancarios. Los primeros activos hipotecados han cambiado de manos como lo indica la proliferación de fondos mutuos y, otros instrumentos financieros relativos a la infraestructura como la financiación de la vivienda. También muchos de estos fondos están estrechamente ligados a los mercados de capital externos. Cualquier análisis sobre el mercado inmobiliario doméstico está destinado a causar inestabilidad en el mercado financiero nacional. Ello genera mayor vulnerabilidad de estas transacciones frente a la inestabilidad en otros mercados.

Gobierno de corporaciones bajo condiciones de desregulación financiera

El impacto de la política fiscal

En la India, al igual que la política monetaria, la política fiscal también ha sido afectada por la desregulación financiera. Una primera limitante ha provenido de la Ley de Responsabilidad Fiscal y Gestión del Presupuesto (FRBM, por sus siglas en inglés) 2002-2003 que obligó a la reducción del tamaño del déficit fiscal en relación al PIB. En 2002-2003 estaba en 5.9%, mientras entre 2007-2008 ascendió a 3.2%. Los recortes más importantes han tenido lugar en

el déficit de ingresos en relación al PIB que entre 2007-2008 se redujo a 1.5%. Los recortes, especialmente en el déficit de ingresos, tienen mayor apoyo y aprobación de los hacedores de políticas, como se indica a continuación, “un cambio en el déficit de ingresos en el camino de un ajuste fiscal indica la calidad de corrección fiscal, la cual, es tan importante como el nivel de corrección fiscal en sí mismo... (El) FRBMA prevé la eliminación de los déficits de ingresos para finales de 2008-2009” (GOI, 2008: 41). Sin embargo, este tipo de argumentos ignoran las implicaciones de los recortes en los déficits fiscales como de ingresos, desde el punto de vista de los programas de inversión pública y desarrollo del sector social. La posición oficial sobre el déficit de ingresos considera esta situación como “un incremento de pasivos gubernamentales sin su correspondiente aumento en los activos”. Si miramos de cerca la clasificación económica del gasto presupuestal del año fiscal pasado (2007-2008) encontramos gastos por defensa de 9.7%, por intereses de valores gubernamentales (28.5%), por subsidios (9.2%), subvenciones a los gobiernos estatales (18.3%) y otros (34.3%). De éstos, los pagos por intereses fueron proporcionalmente mayores a años anteriores, como el 2003-2004, lo cual provocó una flexibilización en las tasa de interés. De las diferentes ramas de gasto en la cuenta de ingresos la defensa y los pagos de intereses parecen ser más difíciles de comprimir. De hecho, los intereses son susceptibles a desplazarse hacia arriba con la titularización de préstamos por el gobierno, en términos de la FRBMA. El costo medio de los préstamos para el gobierno mediante la venta de valores no es menor a un promedio de 9% (GOI, 2008). Por tanto, no sorprende que los gastos se contraigan incluyendo, los subsidios a los gobiernos estatales y, en general, los principales subsidios. No obstante el nivel bajo de estas transferencias con respecto al PIB encontramos que siguen reduciéndose. Entre 2002-2003, ascendieron a 1.7%; 1.3% entre 2006-2007 y, 1.1% entre 2007-2008. La desregulación financiera y reestructuración fiscal han afectado la capacidad del Estado para continuar con los principales subsidios que a menudo son esenciales para importantes sectores de la población en el país.

Conclusiones

La continua desregulación económica en la India que inició en los primeros años de la década de 1990 genera preocupaciones importantes sobre el desarrollo de la economía.

La primera está relacionada con las prioridades de los hacedores de políticas relacionadas a la apertura de las transacciones económicas externas del país que lograron una completa liberalización de las transacciones de la cuenta corriente de capital. Este planteamiento está relacionado a la teoría económica dominante y las reformas económicas ampliamente aceptadas en los círculos oficiales del país. En este trabajo se ha llamado la atención acerca de que estos cambios se han dado, tanto en términos de volúmenes, como en el patrón de los flujos financieros, y también se ha señalado el impacto que han tenido sobre el tipo de cambio en los mercados de capitales, incluyendo bancos y las bolsas de valores, las reservas externas, la oferta de dinero y las respuestas políticas de las autoridades monetarias. Las tendencias a la sobrevaluación de la rupia fueron seguidas por fuertes influjos externos (especialmente desde la década del noventa, de cartera de capital; cartera a partir de la entrada de los inversionistas financieros institucionales y, la reactivación de negociaciones con derivados en los mercados de valores de la India) pese a las políticas de neutralizar parte de las entradas de capital en el mercado de divisas. Estos flujos han contribuido a la acumulación de las reservas oficiales para alcanzar montos sin precedentes, provocando expansiones de dinero altamente líquido y, los cambios correspondientes en M3. Las autoridades monetarias tuvieron que recurrir a la esterilización en el mercado monetario como medida correctiva, mediante la emisión de valores como operaciones de mercados abierto, aumento del CRR, utilizando LAF (reportos y el reverso de reportos) y lo más importante, los MSS. Simultáneamente, las políticas crediticias de los bancos han sido sujetas a drásticas revisiones, mientras que la implementación de las dos recomendaciones oficiales de la Comisión Bancaria (1991 y 1998 Reportes de Comité de Narasimham) y las normas de Basilea I y II. La desregulación financiera también cambió el procedimiento presupuestario reemplazando el déficit financiero (préstamos gubernamentales del RBI) por préstamos bursatilizados. A menudo, estos se han utilizado en apoyo de las medidas de esterilización monetaria. La tendencia alcista de las tasas de interés ha incrementado el servicio de la deuda de estos valores provocando una reducción en el gasto de residual del presupuesto de ingresos del sector social. La reducción del déficit fiscal como porcentaje del PIB, cuestión obligatoria en términos de la FRBMA, redujo el gasto del sector social y de capital.

La secuencia de los cambios en las políticas monetarias y fiscales relacionadas a la desregularización financiera originó un flujo de recursos finan-

cieros asimétrico y dispar en los diferentes sectores de la economía. El libre mercado del financiamiento alentó la especulación, especialmente en los mercados de valores (y, en mercado de bienes raíces, así como, en el mercado de *commodities*), donde los inversionistas han acumulado riqueza mediante el acceso a ganancias de capital que no son relevantes para la economía real, al menos en su primera ronda. Las normas de liberalización bancaria, aunque mejoraron el balance financiero de los bancos y, actualmente invierten más en valores gubernamentales libres de riesgo, prestamos corporativos o acciones de bajo riesgo, han reducido el volumen de préstamos a las Pymes y, al sector con menos ingresos económicos quienes no son considerados dignos de créditos pese a su contribución económica productiva. La ganancia relativa de los títulos financieros con altos rendimientos también modificó el patrón de las inversiones corporativas al igual que su gobierno; esto último con el uso de ESOPS para atraer a los directores. Los gerentes corporativos consideran que el desempeño de las corporaciones está más relacionado a las hojas de balance que al incremento de la producción. Estas modificaciones explican el crecimiento de la disparidad del ingreso y la riqueza, lo cual se refleja en el número creciente de personas desempleadas y, de amplios sectores que viven por debajo del nivel de subsistencia. Este conjunto de hechos coexiste con un acelerado crecimiento económico doméstico, cuya principal aportación (más de la mitad) proviene de los servicios, un sector caracterizado por crear pocos empleos y tener una fuerte concentración en el ingreso. Asimismo, la desregulación financiera previene al Estado gastar en el sector social debido a las restricciones impuestas al déficit fiscal. El costo creciente de los intereses de los valores gubernamentales que son comercializados por el gobierno a fin de satisfacer las normas fiscales, han esterilizado el impacto de los flujos del mercado externo y provocado presiones alcista en la moneda nacional y, peor aún, estas políticas han tenido prioridad sobre los subsidios que alivia las necesidades y el bienestar de las personas.

El segundo aspecto que llama nuestra atención es la incapacidad del Estado en desplegar políticas monetarias y fiscales autónomas a fin de priorizar el desarrollo de la economía. Esta limitación refleja la noción de la trilogía, basado en la apertura de la cuenta de capital, la gestión del tipo de cambio y la estabilidad financiera. De antemano se puede señalar que los procesos de autonomía monetaria (fiscal) sacrifican objetivos de desarrollo para la población del país.

Bibliografía

- Government of India (GOI), *Economic Survey*, 2007-08.
- Meade, James, 1951, *Balance of Payments*, Sydney, Allen and Unwin.
- Raju, M.T. and Anirban Ghosh, 2004, 'Stock Market Volatility -An International Comparison', Securities Exchange Board of India, *Working Paper, No 8*, April 2004.
- Reserve Bank of India Bulletin*, September, Mumbai, RBI.
- SEBI, 2008, *SEBI Bulletin*, May, Mumbai, SEBI.
- Sen, Sunanda, 2003/2004, *Global Finance at Risk: On Real Stagnation and Instability*, Houndsmills, Palgrave Macmillan, and Delhi: OUP.
- Sen, Sunanda, 2007, *Globalisation and Development*, Delhi, National Book Trust of India.
- Sen, Sunanda and Soumya Kanti Ghosh, 2005, 'Mergers, Basel Norms and Profitability - Basel Norms, Indian Banking Sector and Impact on Credit to SMEs and the Poor', *Economic and Political Weekly*, Special Number on Money and Finance, 40 (12), 1167-80.