

Impacto del desarrollo del sistema financiero en el comercio de los países que integran la OCDE

RUTH ORTIZ-ZARCO*
EUSEBIO ORTIZ-ZARCO**

(Recibido: junio, 2015/ Aprobado: septiembre, 2015)

RESUMEN. El presente trabajo de investigación analiza el comportamiento y la relación del desarrollo del sistema financiero y el comercio internacional para los países de la OCDE durante los años 1995-2014. Se realiza una revisión bibliográfica, que da paso a un análisis estadístico de la información que permite después especificar el modelo econométrico bajo la metodología de datos de panel. Las variables de análisis son: el comercio de mercancías caracterizando al comercio internacional, el *spread* bancario, el valor total de las acciones negociadas en bolsa, la capitalización de mercado de las compañías que cotizan en bolsa, las reservas internacionales y el crédito interno provisto por el sector bancario; las últimas cinco como representantes del desarrollo del sistema financiero. Los resultados revelan una relación estrecha y directa entre el desarrollo del sistema financiero y el comercio internacional, lo que demanda políticas del mismo sistema que apoyen el desarrollo de la economía real.

Palabras clave: sistema financiero, comercio internacional, datos de panel, OCDE.

Clasificación JEL: G15, F10, F40, C10.

* Profesora-investigadora de la Universidad Politécnica Metropolitana de Hidalgo. Correo electrónico: Ruth_2608@hotmail.com.

** Profesor-investigador de la Universidad Politécnica Metropolitana de Hidalgo. Correo electrónico: euorti24@hotmail.com.

ABSTRACT. This investigation analyzes the behaviour and the relationship between financial system development and international trade for OECD countries during the years 1995-2014. A literature review, which leads to a statistical analysis of the information that allows then specify the econometric model by panel data methodology. The analysis variables are: trade in goods (characterizing international trade), banking spread, value of stock shares on the stock market, market capitalization of listed companies, international reserves and domestic credit provided by the banking sector; the last five ones are representative of financial system development. The results reveal a close and direct relationship between financial system development and international trade, which requires financial system policies for support the development of the real economy.

Keywords: financial system, international trade, panel data, OECD.

JEL Clasificación: G15, F10, F40, C10.

1. INTRODUCCIÓN

El sistema financiero actual debe gran parte de su desarrollo a la expansión de las innovaciones tecnológicas que han penetrado los mercados financieros en amplitud y profundidad, lo anterior ha hecho pensar a los gobiernos que no tienen otra alternativa más que desregular y liberalizar el crédito interno y los mercados financieros.

En décadas recientes surgen diversas líneas de investigación, que dan un lugar importante al análisis del impacto que tiene el desarrollo del sector financiero sobre diversas variables económicas, tales como: crecimiento económico, desarrollo económico, deuda externa y comercio internacional; la mayoría de los estudios existentes se enfocan al análisis del impacto del sector financiero en el crecimiento de la economía, pero debido a la importancia del comercio internacional, surge la necesidad de comprender de qué manera el desarrollo de los sistemas financieros ha impactado en el desarrollo del comercio internacional, se requieren conocer los canales y la dirección en que se transmiten los efectos, a fin de tomar decisiones de política económica encaminadas a potencializar el desarrollo del comercio mediante los avances del sistema financiero.

La literatura especializada establece que un sistema financiero desregulado tiene efectos positivos en el crecimiento económico de largo plazo (Venegas, 2009); de ser así ya es momento de palpar impactos positivos tanto en el crecimiento como en el desarrollo económicos; siendo el comercio internacional un elemento clave de ambos, motivo por el cual la presente investigación busca determinar de qué manera ha influido el desarrollo del sistema financiero en el comercio de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), durante el periodo 2000-2015.

Una nación poseedora de un sistema financiero desarrollado tendrá la capacidad de distribuir los recursos productivos de forma eficiente y adecuada, hoy en día no todas las naciones cuentan con un sistema financiero desarrollado, lo que al interactuar en un mundo global representa una desventaja para los países menos desarrollados. La OCDE tiene miembros financieramente fuertes y débiles que resultan interesantes de analizar para determinar la importancia de sus sistemas financieros en el desarrollo de su actividad comercial, los países de estudio son los 34 integrantes de la OCDE.

El comportamiento del sistema financiero ha sido objeto de estudio constante, lo que obedece a la necesidad de conocerlo y entenderlo para establecer su impacto sobre diversas variables macroeconómicas, en este caso siendo el comercio internacional la variable de interés, debido a que es una actividad económica crucial para el crecimiento y desarrollo económicos. Estudiar el desarrollo del sistema financiero implica analizar como: la crisis bancaria en Japón, la del peso mexicano, la crisis asiática, la monetaria rusa y la devaluación del real brasileño, tales sucesos están relacionados con los mercados financieros, lo que ha llevado a los economistas a plantear que su comportamiento pareciera tomar una dinámica diferente a la del resto de la economía (Taboada y Sámano. 2003).

A lo largo de la historia el mundo ha sido testigo de un gran número de crisis reales originadas en el sistema financiero, las cuales son resultado de situaciones distintas, tienen alcance desigual y consecuencias heterogéneas; se han presenciado crisis bancarias, bursátiles, cambiarias, de pequeño impacto, de mayor impacto, originadas en países desarrollados, en no desarrollados y, han surgido en diversos sectores. Abordar el tema de la crisis y su impacto sobre las economías a nivel mundial, incluye múltiples

facetas ya que cada nación, cada sector, cada gobierno, cada empresa, cada familia y cada individuo, reciente la crisis de forma particular, de acuerdo a su estructura y fortaleza; el impacto es generalizado y se da no sólo en los ámbitos financiero y real de las economías, también repercute en la ideología que se refleja en las acciones de política económica que cada gobierno elige para subsanar las consecuencias del desastre.

Una de las áreas que mayor colapsó a consecuencia de la crisis financiera de 2007 es el comercio internacional, que enfrentó una fuerte caída a partir de 2008, para después iniciar un periodo de recuperación, seguido de uno de estancamiento, uno más de expansión y uno más de descenso para algunas naciones. La recuperación es divergente entre países desarrollados y no desarrollados, esta investigación pretende determinar cuál es el impacto que tiene sobre el comercio internacional el desarrollo de los diversos sistemas financieros. Además de plasmar los orígenes de la crisis financiera, determinar su impacto sobre la actividad comercial internacional.

Es primordial considerar que la creciente y constante globalización e integración de las economías, obliga al análisis y medición del impacto que tienen sobre la actividad económica la evolución de sectores estratégicos, tales como el sistema financiero, cuya importancia radica en su capacidad para nutrir de recursos a todo el sistema económico. La situación actual del sistema financiero a nivel mundial, responde a un contexto globalizado en el que los sistemas financieros de cada país están estrechamente relacionados.

Un sistema financiero desarrollado y saludable permite la óptima asignación de recursos, suaviza las fluctuaciones económicas en el largo plazo y promueve el óptimo desarrollo del comercio internacional; sin embargo, a nivel mundial y particularmente las naciones pertenecientes a la OCDE, no tienen el mismo grado de desarrollo en sus sistemas financieros, poseen una regulación inadecuada, falta de innovación en productos y metodologías financieras, lo que al interactuar con el mundo representa una desventaja. Una medición y comparación del entorno financiero y su vínculo con el comercio internacional, para los países integrantes de la OCDE, permitirá conocer las características de un sistema financiero desarrollado y sus efectos en el comercio, para referirlas como punto de partida en la propuesta de mejoras al sistema financiero que impacta positivamente en el comercio internacional.

Para lograr el objetivo de esta investigación, es necesario partir de los avances teóricos que vinculan el desarrollo de los sistemas financieros y el comercio internacional, se requiere de un enfoque cuantitativo que permita procesar la información obtenida en bases de datos confiables, se trata de una investigación que parta de lo general a lo particular, ya que se trabaja con teorías económicas que junto con la experiencia plasmada en la información estadística de los países en estudio, se llegará a conclusiones específicas de los países que integran la OCDE.

Las variables que en este trabajo permitirán medir el desarrollo del sistema financiero son: el diferencial entre tasas activa y pasiva como indicador del costo del proceso de intermediación financiera, las reservas internacionales como un indicador de la represión del sistema financiero, el valor de las acciones negociadas como un indicador del nivel de negociación del mercado de valores de cada país, la capitalización de mercado de las compañías que cotizan en bolsa un indicador del valor del tamaño del mercado; en lo que respecta a la medición del comercio internacional se llevará a cabo considerando el valor añadido. Las variables anteriores serán tratadas con estadística descriptiva, con el objetivo de visualizar comportamientos, relaciones y tendencias, el análisis descriptivo permitirá plantear un modelo econométrico que exprese la relación entre el desarrollo de los sistemas financieros y el comportamiento del comercio internacional.

2. ANTECEDENTES TEÓRICOS

Los desequilibrios en el comercio tienen diversos orígenes, muchos de ellos se deben a cuestiones estructurales propias de cada economía y a la manera en como las naciones aplican los instrumentos de política económica, tanto fiscales como monetarios. Dentro de los aspectos estructurales que influyen en el comportamiento de los flujos comerciales se encuentran las transformaciones del sector financiero a nivel mundial, basadas en la creciente desregulación y liberalización de mercados financieros, dichos cambios son desiguales dependiendo si se habla de países desarrollados o países en vías de desarrollo, los mercados financieros con un grado mayor de apertura corresponden a las naciones desarrolladas,

mientras que los menos desarrollados cuentan con cierto grado de represión financiera, siendo esta última prejudicial para el crecimiento económico (Venegas, 2009).

Las distensiones del mercado financiero se transmiten al mercado cambiario, debido a las limitaciones impuestas al uso de moneda extranjera tales como: límites a las operaciones de compra de dólares en efectivo por parte de las instituciones bancarias, límite en préstamos en divisas, restricción en el uso de los ingresos provenientes de exportaciones, control de las recepciones de depósitos en divisas del pago de créditos y del pago de servicios con divisas, y hasta límites en la adquisición de activos domésticos por parte de extranjeros.

La desregulación de los mercados financieros genera conflictos que inciden directamente en el desarrollo del comercio internacional, por mencionar algunos: restricciones a los bancos para el establecimiento de la tasa de interés de sus préstamos en función del riesgo de mercado, limitada variedad de instrumentos financieros para la elección de inversiones, entorpecimiento en la gestión de los intermediarios financieros, elevando los costos de intermediación e impactando directamente en los costos de intercambio comercial. La libre circulación del capital y la desregulación del sector financiero generan incrementos repentinos en la llegada de capitales extranjeros y de igual forma en la fuga de capitales; lo anterior conlleva un exceso de liquidez monetaria que a fin de evitar presiones inflacionarias demanda el incremento de la tasa de interés atrayendo más capitales, tornando ineficiente la política monetaria.

Al día de hoy existen una serie de teorías que buscan explicar el comportamiento del comercio internacional, aunque básicamente son tres (González, 2011). La primera de ellas es la teoría tradicional que agrupa modelos donde las diferencias entre países adquieren singular importancia, destacan los modelos de Adam Smith y David Ricardo, ambos señalando los beneficios del libre comercio; Adam Smith considera que el libre comercio internacional y la división internacional del trabajo son fundamentales para incrementar la producción mundial y la riqueza de las naciones, ya que cada nación puede especializarse en la producción de los bienes en los cuales desarrolle una ventaja absoluta al producir determinado bien de manera más eficiente que el resto de las naciones (Smith, 1776). Tiempo después, David Ricardo

se plantea el problema sobre: ¿qué sucedería si algún país no tuvieran una ventaja absoluta respecto a la producción de bienes?, su respuesta señala que en este caso la nación que no pose ventaja absoluta debe especializarse en la producción de aquel bien en el cual su ventaja absoluta es menor; esta teoría explica cómo la existencia de costos de producción comparativos distintos entre las naciones permiten que con el comercio internacional todas las naciones obtengan beneficios.

Un segundo enfoque de modelos está en los que introducen el análisis de la diferenciación de productos y las economías de escala; se trata del modelo de competencia monopolista y los modelos de mercados oligopolísticos. Krugman (1979) fue el primero en desarrollar modelos de competencia monopolística, los supuestos que fundamentan este modelo son: *a*) donde existen economías de escala internas (al incrementarse el gasto en factores aumenta la producción en un porcentaje mayor) y *b*) los consumidores prefieren elegir entre una variedad de productos y no siempre el mismo. Bajo este modelo cada empresa ofrece una variedad de productos los cuales compiten entre sí y se diferencian por la calidad, la publicidad, el diseño, el tamaño u otra cualidad.

En el campo de los mercados oligopolísticos la principal característica es que bajo la competencia imperfecta se fijan precios distintos entre los productos destinados al mercado interno y aquéllos destinados al mercado externo (discriminación internacional de precios). Los productos destinados a la exportación tienen un precio menor dado que a éste debe agregársele los costos del transporte, bajo este modelo las empresas tienen incentivos para exportar.

Es momento de cuestionar ¿cómo puede el desarrollo del sistema financiero influir en el comportamiento del comercio internacional?, se plantea la tesis de que un sistema financiero desarrollado es aquel que cuenta con instituciones financieras más sólidas, mayor nivel de ahorro a nivel nacional, menores costos de intermediación financiera, mejor asignación de recursos destinados a la producción de bienes y servicios, más y mejores oportunidades de financiamiento a la exportación, todo ello debiera generar un impacto positivo en el comportamiento del comercio internacional, por lo tanto, se requiere conocer de qué manera el desarrollo desigual de los

sistemas financieros de los países que integran la OCDE influye en el desarrollo del comercio internacional.

Analizar a la OCDE permite agrupar a países de distintos grados de desarrollo económico, financiero y social, lo cual brindará información diferenciada y relevante; en un estudio sobre el nivel de ingresos de la OCDE y su influencia en el desarrollo del sistema financiero se demostró que en la OCDE la brecha existente entre países ricos y pobres sí afecta el comportamiento del sistema financiero internacional y la economía en general, resaltando que los países con mayor nivel de ingreso tienen un sistema financiero desarrollado que les permite obtener mejores tasas de crecimiento económico mientras que los países con ingresos medio y bajo presentaron mayor dificultad para crecer (Ortiz y Aali, 2013). Entonces, si la brecha entre ricos y pobres refleja una brecha entre el grado de desarrollo de sus sistemas financieros y a su vez explica parte del diferencial en las tasas de crecimiento económico y da un elemento de observación para entender las discrepancias del comercio internacional.

La crisis financiera de Estados Unidos replantea la necesidad de analizar la relación entre el desarrollo del sistema financiero y el comercio internacional, ya que un sistema financiero desarrollado tiene bancos que disponen de más y mejor información acerca de los proyectos de inversión de las empresas y tienen la capacidad de controlar adecuadamente el uso que los deudores dan a los fondos, lo que impacta positivamente sobre la tasa de crecimiento del producto y en las condiciones de exportación e importación de las mercancías.

Cualquier estudio que involucre al sistema financiero debe considerar la reciente crisis financiera, ya que hasta el día de hoy se viven los estragos de ella. Stiglitz explica en palabras precisas lo que el desarrollo financiero ha provocado en las economías a nivel internacional: "Incluso si no estuviéramos mirando la agitación financiera, al nivel de la deuda familiar, nacional y federal hay un problema importante. Nos estamos ahogando. Si miramos la desigualdad, la más grande desde la Gran Depresión, hay un problema importante. Si vemos los sueldos estancados, hay un problema importante y gran parte del crecimiento económico que hemos tenido en los últimos cinco años se basó en la burbuja inmobiliaria, la que ahora reventó. Y los frutos de ese crecimiento no fueron compartidos ampliamente" (Stiglitz, 2010).

A ocho años de la más reciente crisis financiera, las economías latinoamericanas, asiáticas y, de manera importante, las europeas continúan pagando las consecuencias de un manejo inadecuado de las finanzas, acompañado de dar rienda suelta a las expectativas de los inversionistas y una inadecuada regulación del sistema financiero, objetando la afirmación de que la regulación financiera ha inhibido el desempeño de la intermediación financiera y el crecimiento de la actividad productiva en el corto y largo plazos (Venegas, 2009).

La política monetaria juega un importante rol, de acuerdo con Navales el origen de dicha crisis no fue una política macroeconómica defectuosa, sin embargo su profundidad y extensión se deben en gran medida a la carencia de regulación y a la deficiente política monetaria, siendo necesaria una regulación eficaz en función de objetivos claramente delimitados que beneficien al crecimiento económico y por ende al desarrollo del comercio internacional (Navales, 2010).

La estrecha relación entre las finanzas y el comercio conlleva la afectación directa del intercambio de bienes y servicios tras cualquier suceso relevante que impacte el comportamiento del sistema financiero. A partir de la declaración de inconvertibilidad del dólar estadounidense frente al oro, se presencié una caída en el ritmo de crecimiento del volumen de producción, una reducción del comercio, un aumento de las tasas de desempleo y el estallido de crisis (Levy, 2004).

El desarrollo del sistema financiero lleva en sí una continua inestabilidad del mismo, afectando a la economía real y, en el caso específico del comercio, irrumpiendo en los sistemas de pagos internacionales, necesarios por la presencia de saldos resultantes del intercambio comercial a nivel internacional. Por ello la respuesta de Keynes tras las necesidades planteadas por Bretton Woods (financiamiento de los desequilibrios de la balanza comercial, nuevo patrón moneda, desarrollo armónico de los países, estructuración del nuevo orden monetario mundial) se enfocó en tres aspectos: la instauración de un organismo de comercio responsable de controlar los precios internacionales, la creación de un banco mundial y la creación de un fondo responsable de proporcionar liquidez al sistema de pagos internacionales y equilibrar la balanza de pagos (Vicarelli, 1980).

El actual sistema financiero global es producto de la desregularización y liberalización de mercados financieros iniciada en la década de los setentas, los mercados financieros han crecido, su volumen de operaciones y la creación de nuevos instrumentos financieros han vivido un auge sin precedentes, fomentando la inversión especulativa en detrimento de la productiva lo que da a las economías una fragilidad intrínseca.

Si bien el desarrollo de un sistema financiero propicia un sano desempeño del comercio internacional y, a su vez del crecimiento económico, el aspecto central es definir desarrollo del sistema financiero, ante ello la literatura hace mención del tamaño del sistema bancario, de la eficiencia de éste para la asignación de recursos productivos y los costos de intermediación, pero hoy en día es necesario mencionar que un sistema financiero desarrollado incluye mayores montos de transacción en mercados de valores y de derivados, nuevos instrumentos financieros que por la creciente desregulación y liberalización ha fomentado la especulación y ésta a su vez, la inestabilidad y la formación de burbujas financieras que terminan dañando no sólo al sistema financiero si no en mayor medida al sistema real de las economías.

Es cierto que la desregulación financiera ha generado bondades, sobre todo para ciertos sectores de la población, pero también conlleva importantes riesgos, existen estudios serios que relacionan el desarrollo del sistema financiero con el crecimiento económico, las conclusiones a las que han llegado son diversas: algunos señalan una relación positiva entre ambos, otras negativa y algunos más descartan relación alguna; lo cierto es que difícilmente se encuentran estudios que analicen el impacto del desarrollo del sistema financiero en el comercio intencional, por ello la relevancia de este trabajo. Ahora es necesario analizar los datos para después enlazarlos con la teoría y estructurar un modelo econométrico que cuantifique la relación entre variables.

3. ANTECEDENTES EMPÍRICOS

En esta parte de la investigación se trabaja la información estadística para visualizar comportamientos, tendencias y relaciones entre las variables explicativas del desarrollo del sistema financiero y el comercio internacional para los países de la OCDE. Recientemente el mundo vivió una de las crisis más

fuertes de la historia, de acuerdo con BANXICO, la severidad de las pérdidas ocasionadas por dicha crisis y su impacto sobre la actividad económica y el comercio internacional no tienen precedente; los efectos desfavorables no se hicieron esperar y el mundo enfrenta una reducción en el ritmo de la actividad económica, acompañada de la disminución de los precios de las materias primas, lo que generó una severa disparidad de los términos de intercambio, impactando directamente en el desempeño del comercio internacional. Los datos utilizados en la presente investigación se obtuvieron del Banco Mundial; las variables elegidas para el análisis y estimaciones econométricas se muestran en la tabla 1, en la cual se definen e identifican para su manejo en el resto del documento.

TABLA 1
Descripción de las variables cuantitativas

Variable	Definición	Unidad de medida	Abreviatura
Comercio de mercancías	Es la suma de las exportaciones e importaciones de mercaderías.	millones de dólares	CM
Crédito interno provisto por el sector bancario	Es todo el crédito a diversos sectores, con excepción del crédito al Gobierno central, que es neto, incluye las autoridades monetarias y los bancos.	millones de dólares	CISB
Valor total de las acciones negociadas en el mercado de valores	Es el valor total de las acciones negociadas durante el periodo, muestra si el tamaño de mercado se corresponde con el nivel de negociaciones.	millones de dólares	VA
Capitalización de mercado de las compañías que cotizan en colsa	Es el precio de las acciones multiplicado por la cantidad de acciones en circulación de las compañías constituidas que cotizan en bolsa dentro de un país.	millones de dólares	CMB
Reservas internacionales	Es el total de tenencias de oro monetario, derechos especiales de giro, reservas de los miembros del FMI que mantiene el Fondo Monetario Internacional (FMI) y tenencias de divisas bajo el control de autoridades monetarias.	millones de dólares	RI
Spread bancario	Es la tasa de interés que cobran los bancos a clientes de primera línea menos la tasa de interés que pagan los bancos comerciales por los depósitos.	porcentaje	SB

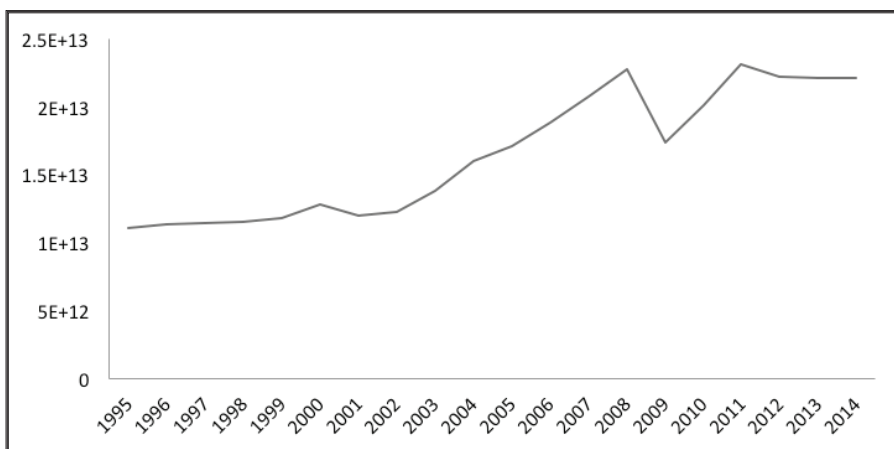
Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial.

En 1947 y 1994 la organización responsable de regular el comercio fue el GATT, a partir de 1995 el Acuerdo General sobre Comercio y Aranceles (GATT) se convirtió en la Organización Mundial del Comercio (OMC); cabe mencionar que las diferencias básicas entre el GATT y la OMC son: el primero es un tratado internacional y la segunda es una organización internacional, el GATT tan sólo se enfocaba al comercio de las mercancías y la OMC incorpora la agricultura y los servicios, el GATT no sancionaba y la OMC tiene un órgano regulador que vigila y juzga el cumplimiento de los acuerdos, el GATT funciona por rondas y la OMC tiene estructura permanente.

La gráfica 1 muestra el desempeño conjunto del comercio de mercancías en países de la OCDE, el volumen expresa la suma total de las mercancías en dólares, durante el periodo que abarca de 1995 al 2000, se observa un ligero pero continuo crecimiento en el comercio de mercancías para los países de estudio, el cual es interrumpido en 2001 por una caída a nivel mundial del 1% a causa del debilitamiento de la economía mundial, para 2002 el comercio de mercancías crece en 2.5% a nivel mundial de acuerdo por la OMC esto se debió al impulso de la fuerte demanda de Estados Unidos y las grandes economías asiáticas (OMC, 2003).

GRÁFICA 1

Volumen total del comercio de mercancías negociado por los países integrantes de la OCDE (millones de dólares)

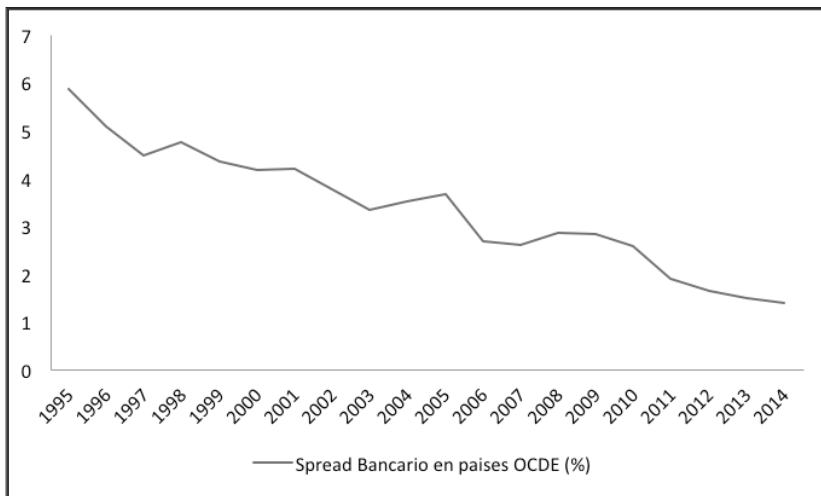


Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial.

De 2002 a 2008 el comercio de mercancías por parte de los países integrantes de la OCDE experimenta un importante auge, creciendo de 2002 a 2008 de manera grupal en 86.8%, tal crecimiento se interrumpe de una forma sin precedentes, ante ello, los economistas señalan diversas causas del desplome: medidas proteccionistas, contracción de la demanda internacional y derrumbe de los canales de crédito. Para este año la caída del comercio internacional es consecuencia de la crisis hipotecaria iniciada a mediados de 2007 y que hasta el momento afecta a las economías del mundo. Justo aquí se observa el vínculo entre la economía financiera y la real, un mal manejo del sector financiero, impulsado por el desarrollo de este sistema, el cual es visto como la liberalización y desregulación de mercados acompañadas de la creación de nuevos instrumentos financieros, llevaron a la crisis al sector hipotecario de Estados Unidos, contagiando a todo el sistema financiero, y, rápidamente, afectando a la economía real que depende del sector financiero para la reasignación de recursos financieros destinados a la producción. Al afectarse la economía real necesariamente la demanda de bienes y servicios cae y por tratarse de una crisis de impacto global, el comercio internacional se ve severamente afectado. Si bien la gráfica 1 muestra una recuperación para 2011, ésta no se dio de forma sostenida para los años, 2012, 2013 y 2014 la tasa de crecimiento del comercio de mercancías fue negativa. Ahora es necesario visualizar el comportamiento de las variables financieras a fin de comprender la forma en que han influido en el comportamiento del comercio internacional durante el periodo de estudio.

Los *spreads* bancarios (diferencial entre tasas bancarias activas y tasas bancarias pasivas) son un indicador de eficiencia financiera, los *spreads* bancarios bajos son un incentivo al ahorro, tal como los elevados lo desincentivan, un sistema financiero desarrollado de manera idónea debe propiciar *spreads* bancarios bajos, lo que refleja un costo de intermediación bajo. La gráfica 2 muestra el comportamiento de la sumatoria de los *spreads* bancarios para cada año de los países miembros de la OCDE, claramente se observa una tendencia decreciente, lo que indicaría que de manera conjunta los sistemas financieros de estos países se están desarrollando, fomentan el ahorro y a su vez deberían incentivar el comercio internacional, se espera en el modelo econométrico que la relación entre el comercio de mercancías y el *spread* bancario sea negativa.

GRÁFICA 2

Sumatoria anual del *spread* bancario para los países de la OCDE (%)

Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial.

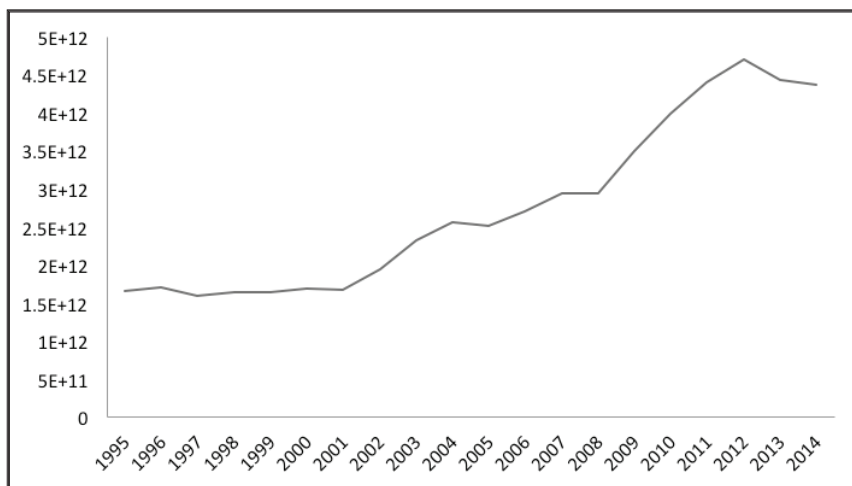
La preeminencia del análisis de las reservas internacionales dentro de este documento se debe al fuerte vínculo de éstas con la política cambiaria y a su vez de ésta con el comercio internacional, las reservas internacionales son un importante instrumento con el que cuenta el gobierno para la toma de decisiones a nivel macroeconómico, puesto que las operaciones de compra venta de divisas realizadas por el banco central son un determinante del nivel del tipo de cambio y estas operaciones se llevan a cabo con las reservas internacionales, otros usos de las reservas internacionales son el pago del servicio de deuda externa y el pago de compras al exterior (exportaciones).

La gráfica 3 presenta el comportamiento de las reservas internacionales para el periodo de estudio, en ella se observa como la sumatoria anual de las reservas internacionales de todos los integrantes de la OCDE ha ido en aumento desde 1995 y hasta 2012, con un auge iniciado en 2009, definitivamente al constarse el comportamiento agregado no es posible visualizar cuál o cuáles son los países que más aportan a estas reservas y si el comportamiento es homogéneo, sin embargo de forma general la OCDE mostró una tendencia creciente en el tiempo.

El nivel de reservas internacionales que cada nación decide tener necesariamente responde a un balance entre los costos y beneficios asociados a ellas. Entre los beneficios cabe destacar la fortaleza de la moneda y la solidez frente a requerimientos financieros internacionales, por el lado de los costos está el costo de mantener liquidez *versus* instrumentos menos líquidos y más rentables. El nivel de reservas deber ser determinado cuidadosamente y tomando en cuenta las características propias de la nación.

La gráfica 3 muestra una caída general de las reservas internacionales para la OCDE a partir de 2013, los motivos son diversos: la hegemonía del dólar estadounidense tras la crisis hipotecaria de 2007 y los esfuerzos de los bancos centrales por evitar una fuerte depreciación de la moneda nacional, los cambios en la valuación de activos internacionales en manos de los bancos centrales y el retiro de activos por parte de los gobiernos.

GRÁFICA 3
Reservas internacionales anuales de los miembros de la OCDE
(millones dólares)



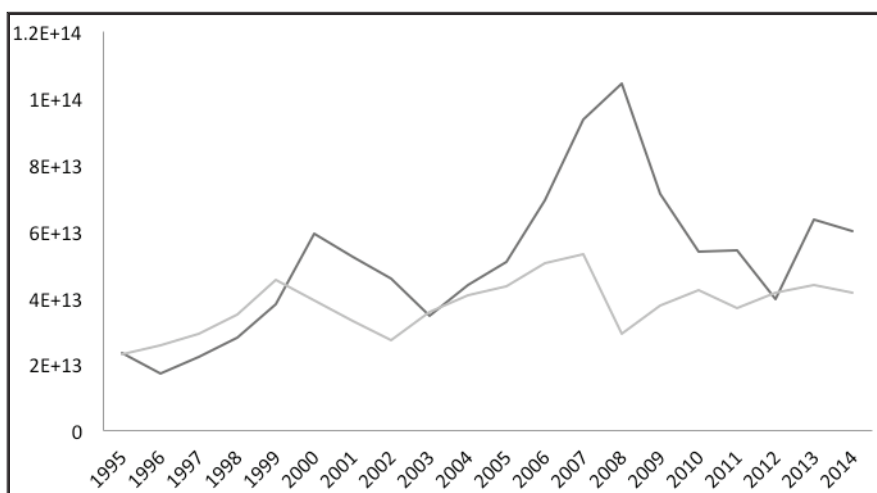
Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial.

El sector bursátil ha sido actor clave en la liberalización de los mercados financieros, se tomaron dos variables ilustrativas de los mercados bursátiles, la primera es la capitalización de mercados, es decir, el precio de las acciones

multiplicado por la cantidad de acciones que están en circulación, cuyo desempeño para el periodo de estudio se presenta en la gráfica 4, en la misma gráfica con el objetivo de complementar el análisis del mercado bursátil se incluye el volumen de acciones negociadas que muestra si el tamaño de mercado bursátil se corresponde con el nivel de negociaciones.

GRÁFICA 4

Capitalización de mercado de las compañías que cotizan en bolsa y valor de las acciones negociadas en bolsa, total anual de la OCDE



Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial.

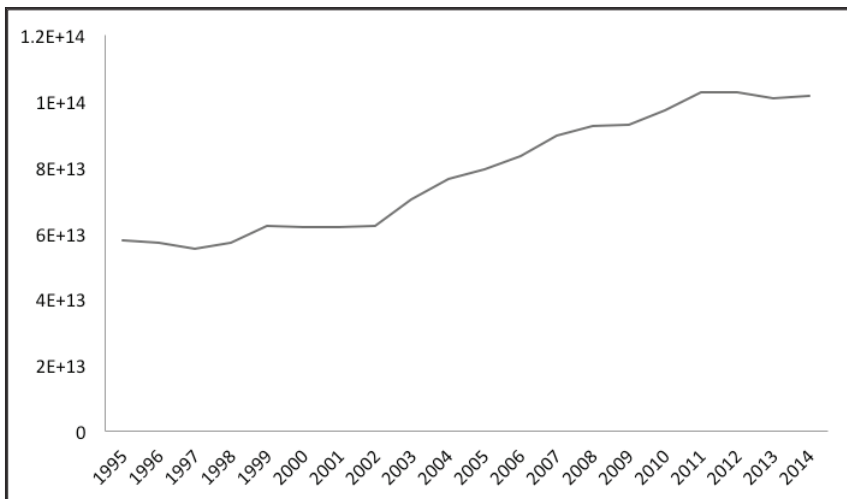
La línea punteada hace referencia al valor de mercado o capitalización de mercado y la continua al valor total de las acciones negociadas (gráfica 4), ambos indicadores son complementarios, para el periodo 1995-2007 llevan un comportamiento sincrónico, adelantándose siempre el precio final de la acción ya en el mercado, sin embargo en 2008 se polarizan, mientras la capitalización de mercado cae debido a la crisis financiera iniciada en Estados Unidos a finales de 2007, el valor total de las acciones negociadas se eleva a un máximo para el periodo de estudio, y es en este punto donde el tamaño del mercado ya no corresponde con el nivel de negociaciones del mismo, este suceso se explica por la incertidumbre en los mercados financieros a nivel mundial tras la crisis, los inversionistas al ver desplomarse los mercados entran en

pánico y las compras y ventas en los mercados bursátil y de derivados se elevan estrepitosamente en busca de minimizar las pérdidas y, porque no, en la búsqueda de ganancias extraordinarias, la especulación es el agente que determina estos movimientos.

Un elemento de contagio entre el sector financiero y el sector real de las economías es el financiamiento a través de las instituciones bancarias, por ello la gráfica 5 muestra la trayectoria del monto anual que la OCDE colocó como créditos internos provistos por los respectivos sectores bancarios, este indicador muestra una tendencia creciente, con un ritmo de crecimiento superior entre 2003 y 2011, disminuyendo de 2012 a la fecha; este indicador no distingue entre inversión productiva y no productiva, motivo por el cual no se percibe el efecto de la crisis financiera. Gráficamente se ha visualizado la relación existente entre el comportamiento del sistema financiero y el comercio internacional ahora se tienen las herramientas para plantear un modelo económico que permiten cuantificar las relaciones entre variables de estudio.

GRÁFICA 5

Crédito interno provisto por el sector bancario, total anual para la OCDE
(millones de dólares)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial.

4. ANÁLISIS ECONOMETRICO

Después de realizar un análisis gráfico y estadístico es preciso llevar a cabo la especificación del modelo econométrico; al respecto, Sánchez y Bustamante (2014) consideran que mediante una expresión matemática, un modelo expresa la relación analítica existente entre variables exógenas y endógenas. Es decir, mediante la especificación del modelo econométrico se representará un sistema de relación entre variables que de manera conjunta presentan una estructura determinada, sin embargo, cuando los coeficientes no se mantienen constantes durante el periodo de tiempo que se estudia, es decir la estructura no es la misma, se debe a la presencia de un cambio estructural, y da evidencia de un cambio de tendencia en las variables.

Dada la naturaleza de la información que se analiza en la presente investigación, la técnica econométrica a utilizar es datos de panel, modelo que permitirá cuantificar la relación entre variables representativas del desarrollo del sistema financiero y el comercio internacional representado por el comercio de mercancías, en países de la OCDE, para ello la base de datos se integra por seis variables: *spread* bancario (SB), reservas internacionales (RI), comercio de mercancías (CM), valor total de las acciones negociadas en el mercado de valores (VA), capitalización de mercado de las compañías que cotizan en bolsa (CMB) y crédito interno provisto por el sector bancario (CISB), ello para los 34 países que integran la OCDE en el periodo que va de 1995 a 2014; por la composición de datos se llevará a cabo una estimación de datos de panel corto (Cameron y Trivedi, 2005) considerando un periodo corto de observaciones, se cuenta con ventajas, entre las cuales detectar y medir los efectos, dando así estudios más complejos.

Gujarati habla de la metodología de datos de panel como datos combinados que enriquecen el análisis empírico, mediante la unión de series de tiempo y datos trasversales, es decir, la misma unidad transversal se estudia a través del tiempo, existen dos tipos de panel: balanceado (todas las unidades de corte transversal tienen el mismo número de observaciones en el tiempo) y no balanceado (el número de observaciones para las unidades de corte transversal no es el mismo en el tiempo) (Gujarati, 2010).

Una expresión simple de lo que es una combinación de transversalidad y series temporales se muestra en la siguiente ecuación:

$$y_{it} = x_{it} \beta + e_{it}$$

y : variable dependiente

x : variables independientes

T : dimensión del tiempo

I : unidad de estudio

e : error

A continuación se muestra a modo de ecuación la especificación de las seis variables y sus respectivos parámetros.

$$\log(CM) = \beta_1 + \beta_2 \log(CISB) + \beta_3 \log(VA) + \beta_4 \log(CMB) + \beta_5 \log(RI) + \beta_6 \log(SB) + \varepsilon$$

Constante: β_1

Parámetros: $\beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$

Una vez establecida como preámbulo la especificación del modelo econométrico, es preciso señalar la existencia de tres tipos de control en la presencia de efectos observables en los modelos desarrollados mediante la metodología de datos de panel, y son: estimación de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), estimación por efectos fijos (MEF) y estimación por efectos aleatorios (MEA), se llevarán a cabo las tres y mediante las pruebas correspondientes se elegirá la mejor estimación, los resultados se muestran en la tabla 2.

Estimación por el método de mínimos cuadrados ordinarios (POOLED MCO)

Mediante esta estimación, se agrupan el total de las observaciones y se realiza una gran estimación que no atiende a la naturaleza de corte transversal y de series de tiempo de los datos, por lo que se oculta la heterogeneidad de los datos, suponiendo que los coeficientes de regresión son iguales para todos las unidades de corte transversal, además de conjeturar que las variables no son estocásticas y de serlo no se relacionan con el término de

error (Gujarati, 2010). En el modelo de mínimos cuadrados ordinarios se utiliza la siguiente ecuación para controlar la presencia de efectos inobservables, en el cual e_{it} es el error compuesto.

$$e_{it} = \alpha_i + v_{it}$$

Dónde α_i = parte del error que acopia la heterogeneidad transversal persistente inobservada permanente en el tiempo, y v_{it} representa el término de perturbación clásico, es decir el error idiosincrásico. La segunda columna de la tabla 2 muestra los resultados presentados de la estimación mediante el método de mínimos cuadrados ordinarios con *between effects*, el cual es utilizado cuando se requiere controlar variables omitidas que cambian con el paso del tiempo, pero que son constantes, permitiendo el uso de la variación entre los casos para estimar el efecto de las variables independientes omitidas en la variable dependiente.

TABLA 2

Resultados de las estimaciones por los métodos: MCO, MEF y MEA

Variables	MCO	MEF	MEA
constante	3.720131	4.447168	4.495101
probabilidad	0.085	0.000	0.000
CISB	.3623259	0.4314067	.4292446
probabilidad	0.328	0.000	0.000
VA	-.3240732	0.0779107	.0767785
probabilidad	0.254	0.000	0.000
CMB	.2156891	0.0931354	.0424266
probabilidad	0.540	0.020	0.022
RI	.4368912	0.0561275	.0559799
probabilidad	0.096	0.000	0.000
SB	-.000079	-0.0121265	-.0123322
probabilidad	0.999	0.000	0.000
F (valor p)		0.000	
L. M. (valor P)			0.000
Hausman (valor p)		0.002	
observaciones	680	680	680
R ²	0.7618	0.7967	0.7857

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de las estimaciones en STATA.

Estimación por el método de efectos fijos (MEF)

En la estimación de los datos de panel mediante esta metodología se agrupa el total de las observaciones pero por cada elemento de estudio de corte transversal se expresan las variables como una desviación de su valor medio; se implica una suposición en el comportamiento de los residuos de la estimación, admite que hay efectos individuales e independientes entre sí, consideran un término constante diferente para cada individuo, la forma de modelar el carácter individual es:

$$Y_{it} = v_i + \beta_1 X_{1it} + e_{it}$$

El término adicional respecto a la metodología MCO es, v_i es un vector de variables dicotómicas para cada país de la OCDE, la tercera columna de la tabla 2 contiene estos resultados.

Comparación de metodologías: MCO *versus* MEF

Para discernir entre los dos modelos estimados hasta el momento, se debe considerar que la estimación mediante la metodología MCO *pooled* es a diferencia de la estimación MEF un modelo restringido, dado que asume un intercepto común para todos los países de la OCDE, por tal motivo una prueba de F restrictiva brinda los elementos determinantes de la mejor estimación.

$$F = \frac{R_{UR}^2 - R_R^2}{1 - R_{UR}^2} \frac{m}{n - k}$$

Donde: H_0 = Todas las variables dicotómicas de los países de la OCDE son iguales a cero.

$$v_1 = v_2 = v_3 = \dots = v_{32} = 0$$

F test that all $u_i = 0$:

$$F(32 \ 622) = 633.91$$

$$Prob > F = 0.000$$

Con base en los resultados se rechaza la hipótesis nula, al ser la probabilidad < 0.05 , indicando así que al menos uno de los parámetros de las variables dicotómicas de los países de la OCDE es diferente a cero, seleccionar a la regresión de efectos fijos proporciona información relevante. La estimación

mediante MEF implica menos suposiciones sobre el comportamiento de los residuos y supone que los efectos individuales de cada país son independientes entre sí.

Estimación por el método de efectos aleatorios (MEA).

La estimación mediante la metodología de datos de panel con efectos aleatorios a diferencia de la estimación de datos en panel por mínimos cuadrados ordinarios supone que el intercepto es diferente en la regresión para todas las unidades transversales:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + e_{it}$$

Donde el parámetro alpha $\alpha_i = a + u_i$. Es decir, en vez de considerar a a como fija, suponemos que es una variable aleatoria con un valor medio α y una desviación aleatoria u_i de este valor medio. Sustituyendo $\alpha_i = a + u_i$ en la ecuación anterior, obtenemos:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + u_i + e_{it}$$

Ante un valor en la varianza de u igual a cero, encontraríamos que no hay ninguna diferencia entre la estimación por mínimos cuadrados y por efectos aleatorios. Los datos de la estimación por MEA se presentan en la tabla 2 en la cuarta columna.

Comparación de metodologías: MCO versus MEA

Para elegir entre las estimaciones MCO y MEA se aplica la prueba "Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects" (Breusch- y Pagan de Lagrange prueba multiplicador de efectos aleatorios), cuya hipótesis nula es que la varianza de u es cero, $\sigma_u^2 = 0$. Los resultados de la prueba se muestran en la tabla 3, e indican que la estimación mediante MEA si es relevante puesto que la varianza de los errores no es igual a cero y la hipótesis nula se rechaza.

TABLA 3
Test Breusch and Pagan Lagrangian multiplier

Test Breusch and Pagan Lagrangian multiplier	
Test: varianza de error	0
valor prueba chi	5470.27
probabilidad prueba chi	0.0000

Fuente: elaboración propia con resultados obtenidos en STATA.

Comparación de metodologías: MEF *versus* MEA.

Las pruebas realizadas hasta el momento arrojan que tanto las regresión estimada por la metodología MEF como la estimación mediante MEA son mejores que la estimación mediante MCO. Es pertinente determinar cuál de las dos ofrece resultados más confiables y relevantes; para ello se procede a aplicar la prueba de Hausman, que se trata de un test chi cuadrado que permite visualizar si las diferencias entre ambos métodos de estimación son significativas y saber si un estimador es consistente y estipular si una variable es o no relevante. Para elegir que especificación es mejor se debe conocer la posible correlación entre el componente de error individual u_i y las variables. El resultado del test de Hausman se encuentra en la tabla 4. Los resultados permiten rechazar H_0 , por lo tanto la diferencia entre los coeficientes de las estimaciones mediante las metodologías MEF y MEA sí es sistemática y conviene usar la estimación mediante el MEF, ya que existe un efecto propio de cada país de la OCDE. Las variables independientes afectan similarmente a todos los miembros de la OCDE, diferenciándose por el valor de β_1 , los coeficientes son estadísticamente significativos.

TABLA 4
Test de Hausman

Test de Hausman	
Ho: diferencia en coeficientes no es sistemática	
valor Chi2 (3)	24.49
probabilidad chi2	0.0002

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos en STATA.

5. CONCLUSIONES

La relación entre el desarrollo del sistema financiero y el comportamiento del comercio internacional es un tema poco analizado, la bibliografía especializada se enfoca principalmente a investigar la relación entre el sistema financiero y el crecimiento económico. En esta investigación se tiene como marco geográfico a los 34 países que integran la OCDE, el periodo de tiempo estudiado abarcó de 1995 a 2014, etapa en que el sector financiero experimenta una serie de transformaciones denominadas “desarrollo del sistema financiero”, como son: liberalización de mercados financieros, desregulación de los sistemas financieros, libre movilidad de capitales, creación de nuevos y complejos instrumentos financieros, entre otras; lo anterior ha generado una supremacía del sector financiero sobre el sector real de la economía, esto necesariamente impacta en la actividad económica de las naciones, reorganiza las cadenas productivas a nivel nacional, altera las estructuras de producción e intercambio de bienes y servicios. Algunas veces pareciera quedar de lado la función básica del sector financiero que es la de fungir como intermediario entre ahorradores y productores, movilizándolo, optimizando y asignando con eficiencia los recursos económicos y financieros de una nación, proveyendo de capital al sector productivo, impulsando un sano desarrollo de la industria y mejorando finalmente la calidad de vida de la población. Las transformaciones del sistema financiero obligan a estudiarlo, a identificar cómo han impactado las actuales políticas de desarrollo del sistema financiero en las distintas variables macroeconómicas, y así tomar medidas de política económica encaminadas a la búsqueda del bienestar social, de otra forma este desarrollo continuará erosionando la capacidad de intervención de los gobiernos en el manejo de la economía y de manera específica en la regulación de los mercados financieros.

Estudiar la OCDE permite un análisis completo pues si bien agrupa países con características compartidas, también en este grupo se observa claramente una brecha entre naciones desarrolladas y no desarrolladas, las características de sus sistemas financieros son propias de las necesidades de cada país pero a su vez son guiadas por la creciente globalización. El modelo econométrico de datos de panel, planteado en este documento, es una metodología que óptima para estudios empíricos, dentro de las variantes de estimación la técnica recomendable de acuerdo a las pruebas realizadas es el método de

datos de panel con efectos fijos, bajo el cual los estimadores obtenidos son robustos, todos son estadísticamente significativos, tanto individual como grupalmente. Se tiene un coeficiente de correlación de 0.7967% que es bastante aceptable dada la heterogeneidad de las observaciones.

La variable dependiente CM representó el comportamiento del comercio internacional, si bien únicamente toma en cuenta el intercambio de mercancías y deja de lado los servicios, éste es un primer acercamiento al tema, en una segunda etapa es necesario incluir a los servicios que adquieren una creciente importancia en el comercio internacional. En cuanto a las variables explicativas y representativas del desarrollo del sistema financiero, el coeficiente del CISB es positivo con un valor de 0.431, lo que indica que para que el comercio de mercancías crezca un punto porcentual, es necesario incrementar, casi en medio punto porcentual, el crédito que el sector bancario de los países integrantes de la OCDE otorgan al sector productivo, se confirma una relación positiva entre CISB y CM. De las variables analizadas en este documento es el crédito interno la variable representativa del sector financiero de mayor influencia positiva en el comercio internacional, lo que refuerza el objetivo primordial de todo sistema financiero.

El coeficiente de la variable VA pese a ser positivo y estadísticamente significativo tiene un valor muy pequeño, este resultado es interesante pues VA es la variable que representa el monto de negociaciones del mercado de valores, es un indicador del tamaño de mercado, lo que permite afirmar que si bien existe una relación positiva entre la expansión de los mercados bursátiles con el comercio internacional, ésta no es una variable que aporte significativamente; complementando los resultados econométricos con los gráficos, es acertado afirmar que el tamaño de un mercado bursátil (grande para un sistema financiero desarrollado y pequeño para un sistema financiero no desarrollado) no va aparejado de estabilidad, crecimiento y desarrollo de la economía. En 2008, la variable VA adquiere valores históricamente altos, debido a la desencadenada compra-venta de acciones a consecuencia de la inestabilidad financiera y económica originadas por la crisis financiera de 2007, seguidamente esta variable analizada por sí misma no es significativa.

La variable CMB es un indicador complementario a la variable VA, juntas brindan un panorama más completo del funcionamiento del sector bursátil,

su coeficiente indica un impacto positivo en el comercio de mercancías, mayor al de VA. Por lo tanto la capitalización de mercado de las compañías que cotizan en las bolsas de valores de los países integrantes de la OCDE no son determinantes básicos del crecimiento del comercio internacional. El mercado bursátil es errático, característica que contagia de vulnerabilidad a la economía real.

Las reservas internacionales muestran un impacto positivo, tomando en cuenta que es una variable que se utiliza como indicador de represión de un sistema financiero, es preciso concluir que cierto grado de represión en los sistemas financieros es positivo para el comercio internacional de los países integrantes de la OCDE, definitivamente el nivel de reservas internacionales de los países integrantes del grupo es determinado por las características particulares de cada economía.

El coeficiente de la variable SB es negativo, dentro del modelo económico planteado previamente el spread bancario es un indicador de los costos de intermediación de los sistemas financieros en la OCDE; un sistema financiero desarrollado debiera contar con bajos costos de intermediación, bajo está lógica un *spread* bancario elevado refleja altos costos de intermediación y desincentiva el comercio internacional, ya que el coeficiente negativo es indicador de la relación negativa entre el *spread* bancario y el comercio de mercancías; de manera contraria *spreads* bancarios bajos incentivan el comercio de mercancías al indicar menores costos de intermediación financiera.

Las variables analizadas hasta el momento ofrecen un primer acercamiento a la comprensión y determinación de la relación entre el desarrollo del sistema financiero y el comercio internacional. La globalización implica que el Estado tenga cada vez menos responsabilidad frente a asuntos de índole económica y financiera, sin embargo en el sector financiero la desregulación y liberalización no han tenido efectos del todo positivos; por ello es urgente que las políticas económicas estén encaminadas a fortalecer el sistema financiero sin dejar de lado la relación tan estrecha de éste con el sector productivo, el modelo econométrico confirma la importancia de los créditos destinados a la producción; sin cadenas productivas fortalecidas no habrá empleo, no habrá producción, no habrá que exportar, la dependencia

de bienes y servicios importados será cada vez mayor, no habrá crecimiento económico y mucho menos desarrollo económico.

Este estudio es tan sólo el inicio de una serie de trabajos que puede realizarse, en trabajos consecuentes deberán considerarse más aspectos del sector financiero tales como indicadores del mercado de derivados cuya importancia crece a pasos agigantados, para estudiar el comercio internacional será importante considerar no sólo el comercio de mercancías si ó no el comercio de servicios. Otra posibilidad de enriquecer el estudio con el mismo grupo de países es la brecha entre países desarrollados y no desarrollados y así resaltar los grados de influencia de sus divergentes sistemas financieros.

REFERENCIAS

- Adam S. (1958). *La riqueza de las naciones*, FCE, México, p. 72.
- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street. A Description of the Money Market*. Londres, pp. 78-105.
- Cameron, A. C. y P. K. Trivedi (2005). *Microeconometrics, Methods and Applications*. Cambridge, Cambridge University Press.
- González-Blanco, R. (2011). *Diferentes teorías del comercio internacional tendencias y nuevos desarrollos de la teoría económica*, enero-febrero, No. 858 ICE.
- Gujarati Damodar, N. y D. Poorter (2010). *Econometría*. McGraw-Hill, 5ª ed.
- Henry S. King & Co, pp. 115-160.
- Krugman, P. (1979). "A model of balance-of-payments crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, No. 3.
- Levy-Orlink, Noemí (2014). "La política monetaria y el crecimiento económico: la tasa de interés de referencia del Banco de México". *Economía Informa*, núm. julio-agosto.
- Novales, A. (2010). "Política Monetaria antes y después de la crisis financiera", *Claves de la Economía Mundial*, ICEX-UCM, vol. 10, pp. 180-220.

- OCDE, (2003). "Cifras del comercio mundial, 2002". Comunicados de prensa, Press/337, 22 de abril de 2003. Recuperado de: https://www.wto.org/spanish/news_s/pres03_s/pr337_s.htm.
- Ortiz, R. y A. Aali (2013). "Nivel de ingresos en la OCDE: su influencia en el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico". *eseconomía*, vol. VIII, núm. 39. México, pp. 80-110.
- Stiglitz, J. (2010). "Risk and Global Economic Architecture: Why Full Financial Integration May Be Undesirable", NBER, *Working papers* 15718, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Taboada, Eunice, y Miguel Sámano (2003). "Análisis de cointegración entre el sistema financiero y la economía real en México", *Análisis Económico*, XVIII, (39), pp. 60-95.
- Venegas-Martínez, F.; M. A. Tinoco Zermeño y V. H. Torres Preciado (2009). "Desregulación financiera, desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico en México: efectos de largo plazo y causalidad". *Estudios Económicos*, vol. 24, núm. 2, julio-diciembre.
- Vicarelli, Fausto (1980). *Keynes y la inestabilidad del capitalismo*. Madrid, Pirámide.