



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO

ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES
ACATLAN

DESREGULACION FINANCIERA E INVERSION
PRODUCTIVA EN MEXICO: 1988-2000

SEMINARIO TALLER EXTRACURRICULAR
POLITICA FISCAL, FINANCIERA Y DESREGULACION
ECONOMICA EN MEXICO

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMIA
P R E S E N T A :
PATRICIA ANGUIANO NEGRETE

ASESOR
PROF. LUIS ANGEL ORTIZ PALACIOS



MARZO, 2004.





Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

ESTA TESIS NO SALE
DE LA BIBLIOTECA

“A mis padres, por su apoyo y dedicación, ya que gracias a ellos fue posible llevar acabo este proyecto. A ellos mi reconocimiento y eternamente mi cariño y mi agradecimiento”

“A mis tíos Ismael y Antonio, quienes me han apoyado incondicionalmente en todos los sentidos, gracias por su apoyo, sus consejos y sus palabras de aliento para mí”

“A mis hermanas, Guadalupe, Juana, Magdalena y Martha, así como también a mi hermano Juan Carlos, por su apoyo”

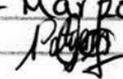
“A Sergio Leyva Palma, por su cariño, paciencia, por sus palabras de aliento en los momentos difíciles, gracias”

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el contenido de mi trabajo recepcional.

NOMBRE: Patricia

Anguiano Negrete

FECHA: 22-Marzo-04

FIRMA: 

“A la Profesora Teresa S. López González, por sus enseñanzas, paciencia y dedicación, quien desde el inicio de mi carrera fue un pilar muy importante en mi formación como economista, gracias por transmitirme el gusto por la economía y el amor a la universidad”

“A mi asesor, Profesor Luis Angel Ortiz Palacios por su apoyo, dedicación, paciencia y el tiempo que dedicó a este proyecto, a pesar de la adversidad, ánimo”

“A la Universidad Nacional Autónoma de México, la máxima casa de estudios, ya que gracias a esta maravillosa Institución tuve la oportunidad de concluir mis estudios de licenciatura”

ÍNDICE

Introducción	I
Capítulo I. La inversión en el enfoque Keynesiano	
1. El enfoque de Keynes	1
1.1. La preferencia por la liquidez y la demanda de dinero	6
1.1.1. La demanda de dinero	6
1.1.2. La incertidumbre y la demanda de dinero	8
1.1.3. La preferencia por la liquidez	10
1.2. Determinantes de la inversión	13
1.3. Inversión y ahorro	23
1.4. Financiamiento de la inversión	27
1.4.1. La importancia de las instituciones monetarias en el proceso de financiamiento.	30
Capítulo II. La inversión en el enfoque Poskeynesiano	
1. La inversión poskeynesiana	32
1.1. Las aportaciones de Minsky	40
1.1.1. La hipótesis de la inestabilidad inherente	43
1.1.2. La política económica de estabilización	45
1.1.3. La inestabilidad financiera internacional	46
1.2. El papel del dinero y los bancos en el sistema económico	48
1.3. El carácter endógeno del dinero	53
1.4. Financiamiento y fondeo de la inversión	56
1.4.1. Las instituciones de fondeo de la inversión	61
Capítulo III. Regulación financiera en México (1970-1988)	
1. Antecedentes y evolución del sistema financiero mexicano	64
2. Características de un sistema regulado	73
2.1. Marco institucional (1970-1988)	80
2.2. Intermediación bancaria	87
2.2.1. Concentración bancaria	93
2.2.2. Captación por instrumento	98

Capítulo IV. Desregulación financiera en México (1988-2002)

1. Liberalización financiera y desincorporación bancaria	106
1.1. Nuevo marco institucional (1988-2002)	109
1.2. Desintermediación bancaria	114
1.2.1. Captación por instrumento	125
2. Dinamismo del sector bursátil	127

Capítulo V. Financiamiento y fondeo de la inversión en México: 1988-2002

1. Importancia de las fuentes de financiamiento	138
2. Organizaciones de financiamiento en México	144
2.1. Canalización por sector del financiamiento	148
2.2. Estructura de financiamiento de las MPME industriales en México	150

Conclusiones	154
---------------------	-----

Anexo Estadístico	157
--------------------------	-----

Bibliografía	172
---------------------	-----

INTRODUCCIÓN

Durante los últimos veinticinco años, la economía mexicana ha sufrido cambios radicales en su estructura como resultado de la implementación de políticas económicas de corte neoliberal. Dichas políticas no contribuyeron a resolver los desequilibrios estructurales, que se hicieron presentes desde principios de la década de los setenta; por el contrario, no sólo agudizaron éstos, sino además han generado nuevos desequilibrios como los provocados por el excesivo flujo de capitales externos. Entre estos problemas se encuentra el carácter altamente especulativo del sector bancario, el cual ha derivado en una grave desintermediación financiera que afecta la actividad productiva.

El enfoque neoclásico sostiene que el ahorro es previo a la inversión, y que las variaciones en la tasa de interés determina el volumen de aquélla. Por tanto, es en el mercado financiero donde se realiza la función de intermediación de los ahorros del sector superavitario al sector productivo; en otras palabras, las instituciones financieras son el único responsable del proceso de intermediación, dejando de lado la función básica del gobierno como promotor de la inversión productiva. De ahí que los teóricos neoliberales aconsejan la desregulación y liberalización del sistema financiero, con lo que se afirmaba, el ahorro y, en consecuencia, la inversión se incrementaría.

En el caso de México, este enfoque no se validó, pues el proceso de desregulación financiera no contribuyó al desarrollo y fortalecimiento de mercados financieros domésticos, que expandiera y profundizará la función de intermediación bancaria. La política de desregulación financiera limitó la instrumentación de las políticas adecuadas tendientes a conformar una estructura financiera organizada; de tal forma que el incremento de las tasas de interés y la reducción del gasto gubernamental no conllevaron un crecimiento del ahorro nacional.

Por su parte, las aportaciones analíticas de la escuela postkeynesiana, en particular sobre el financiamiento del desarrollo, plantean un esquema más acorde con la realidad de una economía capitalista monetaria, donde el dinero afecta a las variables reales. En este enfoque la relación de causalidad va de la inversión al ahorro; en otras palabras el ahorro es posterior a la inversión. Asimismo, considera que el gasto público es un factor importante en el dinamismo del crecimiento económico.

A diferencia del enfoque neoclásico, el enfoque postkeynesiano considera que la desregulación del sistema financiero incrementa la volatilidad y el carácter especulativo del mercado de valores, además afirma que, la liberalización del sistema financiero no es la mejor estrategia económica para enfrentar los problemas del bajo crecimiento e inestabilidad y volatilidad financiera.

Bajo esta perspectiva, este se plantea como objetivo central el análisis del proceso de desregulación financiera, así como sus efectos sobre el financiamiento y el fondeo de la inversión productiva en México, durante el periodo de 1988-2000. Para ello, en la primera parte, correspondiente al marco teórico de este trabajo, y que contempla los capítulos I y II, se analizan las aportaciones de la teoría de la demanda efectiva. Se revisa de manera breve las aportaciones de Keynes, Minsky y las aportaciones fundamentales de las últimas dos décadas de los poskeynesianos.

En el capítulo III se analiza el comportamiento del sistema bancario durante el periodo 1970-1988, mismo que se caracterizó por ser un sistema regulado y especializado, que permitió la generación y canalización de un importante monto de recursos para el financiamiento de las actividades productivas; a pesar del limitado desarrollo del mercado de valores

En el capítulo IV, se analiza el proceso de desregulación y liberalización de sistema financiero mexicano, durante el periodo 1988-2002. En particular nos centramos en el estudio de la llamada reforma financiera, que modificó el marco jurídico e institucional para dar paso a la internacionalización y bursatilización del sistema financiero mexicano.

Finalmente, en el capítulo V, se analizan las fuentes de financiamiento bancarias de las instituciones financieras. El objetivo central de este capítulo es proporcionar una visión general de la distribución de los recursos entre los sectores de actividad económica, haciendo énfasis en la estructura de financiamiento de las empresas industriales en México.

CAPITULO I

La inversión en el enfoque keynesiano

1. El enfoque de Keynes

John Maynard Keynes estudió en Eton y en el Kings Collage de Cambridge. Se graduó en Matemáticas y se especializó en economía estudiando con Alfred Marshall y A. Pigou. En 1936, Keynes publicó su *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, en la cual se considera que las decisiones de ahorro las toman los individuos en función de sus ingresos, mientras que las decisiones de inversión las toman los empresarios en función de sus expectativas, por lo cual no existe razón alguna por la que el ahorro y la inversión deban coincidir; se reconoce también, que cuando las expectativas son desfavorables la contracción de la demanda puede provocar una depresión y que el estado puede impedir la caída de la demanda aumentando sus propios gastos.

Keynes, estremeció la visión económica dominante de su época¹ a través de la crítica de dos planteamientos: el primero es que la reducción de los salarios y la mayor flexibilidad *per se* no generan una recuperación económica, sino que más bien, agravan innecesariamente la recesión; el segundo, es que el aumento de la demanda —especialmente de inversión— y no el ahorro, era el camino para superar las crisis y perfilarse hacia la prosperidad.¹

Para John Maynard Keynes, la variable económica fundamental para el análisis y comprensión del mecanismo económico es el ingreso nacional o la magnitud del ingreso nacional. Keynes, considera la magnitud del ingreso nacional no como un volumen dado en el mercado bajo un marco de pleno empleo, a diferencia de los clásicos quienes explican la mecánica del mercado laboral a partir de la hipótesis de que el nivel de ocupación está determinado por el nivel de los salarios. Keynes demostró también, contrario a los clásicos, que existe la posibilidad de un desempleo involuntario permanente e interpreta el desempleo cíclico y estructural como formas de desempleo de carácter involuntario. Por otro lado, se da a la tarea de analizar y refutar la "Ley de Say", según la cual toda oferta crea su propia demanda.

Para Keynes, el desempleo involuntario es aquel que no se debe a la negativa de los obreros a trabajar en determinadas condiciones, sino, el mecanismo mismo de la economía de nuestro tiempo. Además, considera que el desempleo tiene su origen en la insuficiencia crónica de la demanda efectiva; es ésta la que limita las inversiones y por lo tanto el nivel de ocupación.

¹ Levy Orlik, Noemí, *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994*. UNAM/FC/DGAPA/Universidad "Benito Juárez" Oaxaca. México 2001, p. 15

Keynes analiza el ingreso nacional desde dos puntos de vista; en primer lugar, sostiene que este puede ser visto como fuente de todo poder de compra, y además, como origen de todos los gastos realizados por las diversas unidades económicas.

$$C + I = Y = C + S$$

En segundo lugar, considera también que el ingreso nacional es función del gasto, es decir, un incremento del gasto genera un incremento del ingreso nacional. Los gastos son clasificados en: a) gastos de bienes de consumo y, b) gastos de inversión.

En este sentido, las ideas expresadas en la teoría general representan un desplazamiento desde la estabilización de los precios como objetivo de la política pública, a la estabilización de la renta y del empleo a altos niveles. Podemos decir, que la esencia de esta teoría es que la renta nacional es igual a la suma de los gastos de consumo e inversión. Se reconoce aquí, que una renta nacional de subempleo indica que los gastos son deficientes. Establece, además, que entre los gastos de consumo e inversión, los de consumo son más pasivos y tienden a variar como respuesta a las variaciones de la renta. A su vez, las variaciones de la renta están originadas por las variaciones de la inversión, a las que se refleja en forma ampliada.

Por su parte, el gasto de inversión está determinado por la relación existente entre la tasa de retribución de la inversión esperada y el tipo de interés. El tipo de interés refleja la preferencia del público por mantener parte de sus haberes en forma líquida.

Por otro lado, el gasto deficiente, es decir, insuficiente para generar el pleno empleo, puede ser aumentado mediante el estímulo al consumo y de la inversión. En este punto, se considera que la inversión privada puede ser complementada mediante la inversión pública, o sea, por el gasto compensatorio de las autoridades públicas, que dará por resultado una economía compensatoria y socialización parcial de la inversión.

En la teoría general, se arroja luz sobre las relaciones existentes entre el dinero, los precios y los tipos de interés, también incluye la determinación de la renta nacional. En esta obra Keynes realiza una síntesis del *tratado sobre el dinero* y lo une dentro de un marco de una teoría de la producción.

Al respecto, podemos mencionar que el tratado sobre el dinero es su primer intento de análisis de la relación ahorro e inversión, en el cual, para desarrollar una teoría de los precios y sin olvidar el tipo de interés, tomó como punto de partida, no la cantidad de dinero, sino el movimiento de las rentas monetarias ganadas por la producción de bienes de consumo y de capital y gastadas en el consumo y la inversión. Las aportaciones del tratado son: 1) el análisis de los motivos para retener dinero, 2) la preferencia relativa del público para mantener sus haberes en una forma más o menos líquida, y 3) los beneficios anticipados del nuevo capital. Ideas que alcanzarían su plena madurez

en la teoría general, en la que las ideas anteriores aparecen en un nuevo orden: 1) la clasificación de los motivos para conservar el dinero, 2) la preferencia por la liquidez y 3) la eficacia marginal del capital.

Por otro lado, Keynes reafirma su convicción de volver de nuevo al control en la economía, y amplía la idea al campo internacional al proponer que se instaure una autoridad monetaria supranacional similar a la creada por Bretton Woods 25 años más tarde. Reitera las indeseables consecuencias del movimiento incontrolado de capital a través de las fronteras internacionales. Señala que las inversiones en el extranjero se hacen como consecuencia de que los tipos de interés son más altos en el exterior.

Las inversiones en el exterior pueden ser causa de que suban los tipos de interés en el interior, pueden frustrar la reducción del desempleo en el interior y pueden requerir el asumir riesgos no garantizados. A fin de evitar la desviación de fondos de inversión del interior al exterior, Keynes sugiere condiciones diferentes para ambas, un subsidio en el primer caso y un impuesto en el segundo.

Básicamente, el instrumento analítico de Keynes se compone por cuatro puntos importantes, que son:

1) La función de consumo: En el marco realizado por Keynes acerca de los gastos en bienes de consumo se formula el concepto de propensión al consumo. Esta variable de carácter independiente es definida por Keynes como la disposición psicológica de las personas a incrementar su consumo a medida que sus ingresos se incrementan. Se establece la relación funcional X entre Y_s , a un nivel de Y dado, medido en unidades de salarios, y C_s , el gasto que para el consumo se toma de dicho nivel de Y , de manera que $C_s = X * Y_s$. Paralelamente a esta presentación de la propensión al consumo en base a la relación entre el consumo y el ingreso, Keynes entrega la definición del concepto propensión marginal a consumir como la relación existente entre el crecimiento del ingreso y el crecimiento correlativo del consumo, midiendo ambas cantidades en unidades de salarios y que satisfacen la fórmula: DC_s / DY_s .

Con base en este concepto Keynes formula una ley fundamental, que señala que los hombres están dispuestos a consumir, por regla general, y que aumentan su consumo a medida que su ingreso crece; aunque no en la misma proporción, por lo tanto la propensión marginal a consumir DC_s / DY_s es siempre menor a 1 y positivo, esta diferencia tiende a disminuir cuando el ingreso aumenta. En otras palabras, podemos decir que la propensión al consumo; es decir, la relación funcional entre el consumo y la renta, considerada en forma media o marginal tiene su contraparte en la propensión al ahorro, siendo la suma de ambas propensiones igual a la renta o unidad.

2) El multiplicador de la inversión: Supone que el multiplicador está inversamente relacionado con el ahorro y definido como el inverso de la propensión marginal al ahorro, el cual indica la forma en que una variación de la inversión origina una variación múltiple del gasto de consumo y, por lo tanto, de la renta. Para una propensión al consumo determinada, el multiplicador hacia posible calcular las variaciones de la renta producidas por las variaciones de la inversión. Expresa cuánto crece el ingreso en relación con una nueva inversión cuando ésta se produce.

3) La relación entre ahorro e inversión: Esta relación fue considerada en la teoría general y describe como iguales por definición al ahorro y la inversión, al ser considerados como la diferencia existente entre la renta y el consumo durante el mismo periodo. En este sentido, algunos intérpretes de su pensamiento prefieren una formulación diferente, en la que se distingue entre el ahorro ex ante o planeado y el ahorro ex post o realizado. En esta interpretación, mientras que el ahorro ex post es definido, al igual que la inversión, como la diferencia entre la renta y el consumo del mismo periodo, con lo que el ahorro y la inversión son por definición diferentes entre sí, el ahorro ex ante es considerado como la diferencia entre el consumo de un periodo y la renta del periodo precedente.

4) El incentivo a invertir: El cuarto instrumento analítico de Keynes lo constituye el incentivo a invertir, que refleja las variaciones de la eficacia marginal del capital o tasa de rendimiento esperada de las diferentes sumas de inversión y el tipo de interés. Este análisis da un lugar prominente al papel representado por las expectativas y subraya el carácter volátil de las inversiones, cuyas fluctuaciones afectarán a su vez, a la renta. En cuanto a la eficacia marginal del capital, se considera que cuanto mayor sea ésta, tanto mayor será la motivación a la inversión por parte de los empresarios y vice-versa.

La eficacia marginal del capital es igual a la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados del bien de capital, en todo el tiempo que dure, a su precio de oferta. Por lo tanto, la eficacia marginal del capital no es la tasa real de rendimiento de los capitales, sino que es aquella tasa esperada definida a priori por el empresario. Además, está definida por aquella tasa más alta de entre las eficacias marginales de los diversos tipos de capital, porque como todo buen empresario invertirá sus fondos líquidos en aquellos capitales, áreas o inversiones que sean más rentables.

Por otra parte, el segundo elemento que los empresarios consideran en la toma de decisiones, es la tasa de interés. En este punto, se considera que una inversión de fondos líquidos tiene lugar cuando la tasa de interés a la que se toma prestado sea inferior a lo que se espera obtener después de la inversión. Para Keynes, este parámetro representa la tercera variable independiente de su modelo; recordemos que los primeros son la propensión marginal a consumir y la eficacia

marginal del capital. Con relación a este punto, debe destacarse una diferencia sustancial entre el pensamiento de Keynes y los clásicos; Keynes no comparte la idea de que el interés es el precio pagado por el ahorro, y que el ahorro no puede ser estimulado directamente por el alza de la tasa de interés. Para Keynes el ahorro depende del consumo:

$$Y - C = S.$$

El razonamiento que sigue Keynes, es, que el ingreso percibido tiene por finalidad otorgar una serie de "satisfacciones" y que si tiene lugar un incremento de los ingresos y si la propensión al consumo de unidades adicionales de ingreso no otorgan un mismo nivel de satisfacción, o una satisfacción de una muy escasa intensidad, entonces, el sujeto no estará de acuerdo a reorientar hacia el consumo esas unidades adicionales, por lo tanto estas serán destinadas al ahorro. Si los clásicos definían el interés como el precio al ahorro, Keynes lo define como el precio pagado por renunciar a la liquidez.

Keynes también coordina la decisión de inversión con el cuerpo central de la teoría microeconómica, al interpretar dicha decisión en función del principio de maximización. Keynes se adhiere a la teoría de la preferencia por la liquidez para interpretar el interés, teoría monetaria que explica el fenómeno en función del dinero, a diferencia de las teorías reales como la teoría de la preferencia de tiempo o la teoría del interés-productividad. Desde aquel punto de vista, el tipo de interés está relacionado funcionalmente con la cantidad de dinero en efectivo que el público desea retener disminuyendo los tipos de interés conforme suben los supuestos saldos en efectivo.

Para Keynes, la tasa de interés depende de la disposición psicológica de los individuos; ésta disposición no es más que la preferencia por la liquidez, la cual refleja los diversos motivos para retener dinero en efectivo: 1) el motivo de transacción, 2) el motivo de precaución y, 3) el motivo especulación, siendo éste último el motivo de mayor relevancia.

Otra de las valiosas aportaciones hechas por Keynes a la economía es el papel del dinero. En general podemos decir que el dinero en el sistema capitalista se distingue por su función como depósito de valor y, además, tiene la particularidad de acelerar o detener el volumen de la producción.

En cuanto al análisis del problema del financiamiento del desarrollo, la aportación de Keynes es en el sentido de que uno de los principales problemas del desarrollo se encuentra en la escasez de capital o de ahorros. Sin embargo, se reconoce también que es necesario crear liquidez, la cual en economías en desarrollo –como la de México- con sistemas bancarios no muy desarrollados, es creada básicamente por los bancos, que son instituciones que debido a su propia naturaleza toman un carácter conservador y por lo tanto tienden a limitar el crédito.

Además, la visión Keynesiana deja ver que otro de los principales problemas que afectan el crecimiento o el incremento del financiamiento del desarrollo, es la falta de mecanismos apropiados de financiamiento y fondeo de la inversión², que de alguna manera tienen que ver con las erróneas políticas estatales, tanto monetarias como fiscales.

Estas son en general las aportaciones hechas por Keynes al análisis económico, el cual nos permitirá estudiar más adelante las relaciones entre el ingreso, ahorro e inversión, principalmente, para poder analizar el problema del fondeo de la inversión que es el tema primordial a tratar en este trabajo.

1.1. La preferencia por la liquidez y la demanda de dinero.

1.1.1. La demanda de dinero

Para poder entender las razones por las que los individuos demandan dinero, se deben considerar las características que guarda éste. Al respecto podemos definir, en primer lugar, al dinero como cualquier bien que actúe como medio de cambio, unidad de cuenta y almacén de valor, de tal suerte que el valor de todas las demás mercancías o bienes –diferentes del dinero- serán expresadas en términos de éste para poder facilitar su compraventa. También, definimos el dinero como un activo generalmente aceptable como medio de cambio que no tiene ninguna tasa de interés monetario, a diferencia de los bonos; los cuales podemos definir como deudas irredimibles del gobierno cuya tasa de cupón es fija, pero cuyo precio por unidad varía de modo que su tasa de interés de mercado varía también.³

Por lo tanto, se considera que el dinero es el medio más conveniente para el intercambio de bienes y además ayuda a diferir decisiones debido a que puede operar en el presente y enlaza el futuro. Una de las características importantes que lo diferencia de las demás mercancías es que resulta ser completamente líquido –en contraste con los bienes fijos-, otorgándoles la capacidad de expresarse en sus términos –unidad de cuenta-. Lo cual facilita el intercambio y el traspaso del poder de compra presente hacia el futuro –depósito de valor-.

En resumen, particularmente para los teóricos de la demanda efectiva, el dinero en el sistema capitalista se distingue por su función como depósito de valor y tiene la particularidad de acelerar o detener el volumen de la producción.

² Idem, p. 15

³ Harris, Laurence. "Enfoques de la teoría del dinero". *Teoría monetaria*. F.C.E., México, 1985. p. 15.

Por otra parte, es importante que se tenga en cuenta que parte de la importancia que tiene el dinero, radica en el hecho de que en una sociedad capitalista avanzada es imposible el trueque, de modo que el dinero existe como una base necesaria para el intercambio. Lo cual se debe al hecho de que existen muchos bienes diferentes para intercambiarse y este mercado grande y complejo resulta esencial para la producción industrial moderna, en el cual el trueque resulta ineficiente. Además de esto, la importancia que se le atribuye al dinero es porque –tomando en cuenta sus características- éste; ya sea en billetes o monedas, es una cosa inútil o sin valor por sí mismo, sólo adquiere valor porque la sociedad a través de sus leyes y costumbres lo ha investido del poder para actuar como un medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor.

Esto se debe a que el dinero es un fenómeno social, es decir, no sólo existe el dinero porque los individuos son seres sociales así como todas sus actividades; incluida la actividad económica, y que se desarrollan dentro de un marco social, sino, sobre todo, porque existe sólo dentro de marcos sociales y económicos particulares. Y en diferentes estructuras sociales y económicas existen distintos tipos de dinero.⁴

Ahora bien, para que el dinero pueda cumplir con sus funciones como unidad de cuenta, medio de intercambio y depósito de valor, debe también tener ciertas propiedades particulares que son: 1) tener elasticidad de producción igual o muy cercana a cero; 2) tener elasticidad de sustitución igual o cercana a cero. Esto implica que no existen otras mercancías con las mismas cualidades que el dinero. La demanda de dinero en un mundo incierto, no genera demanda que emplea recursos, en consecuencia se rompe la interacción virtuosa entre la oferta y la demanda, expresada en la Ley de Say; 3) en tercer lugar, el costo de transferencia del dinero, de su función de intercambio a depósito de valor, o viceversa, es igual a cero. Los agentes económicos no incurren en costos al diferir su consumo de su ingreso o por cambiar de opinión sobre la forma de mantener sus ahorros.

Bajo esta óptica el dinero afecta a las relaciones económicas de manera indirecta, a través de los siguientes factores: 1) la preferencia por la liquidez, que determina la parte del nuevo dinero que el público desea mantener como saldos líquidos; 2) el efecto que las variaciones de la oferta y la demanda de dinero tengan sobre las tasas de interés y; 3) el efecto de la tasa de interés sobre la inversión, ya que ésta, a través del proceso multiplicador, determina la demanda efectiva.

Por otra parte, dentro del análisis de la demanda de dinero debemos reconocer que el mercado financiero desempeña una función decisiva en el modelo keynesiano. Dentro de este contexto, la teoría keynesiana de la demanda de dinero se ocupa de analizar qué porción del volumen de

⁴ Idem, p.16.

ingreso del individuo se mantendrá en forma de dinero y, en segundo lugar, analiza las formas alternativas de riqueza que están a disposición de los individuos. Con base en lo anterior, encontramos que para el modelo keynesiano los individuos pueden mantener su riqueza o sus carteras individuales en forma de dinero o de bonos; o en ambas formas, esto desde luego sin considerar que exista disponible ningún otro activo como pudieran ser las acciones o bonos de la tesorería.

Así por lo tanto, la teoría de la demanda de dinero en el modelo keynesiano trata de explicar cuáles variables determinan la porción de una cartera mantenida en forma de dinero, y no de bonos, durante el periodo de decisión. Con este problema se relaciona estrechamente el de la explicación del deseo de los individuos de mantener cualquier suma de dinero en su cartera. Después de todo, si un individuo ha decidido mantener cierto volumen de riqueza en promedio durante un periodo dado, ¿porqué no mantener toda esta riqueza en forma de bonos?; que ganan interés, y no de dinero; que no gana interés, Keynes contestó esta interrogante señalando la existencia de la incertidumbre en la rentabilidad de los bonos y postulando que a los dueños de riqueza les disgusta el riesgo.

Una de las explicaciones propuestas por Keynes, implicó que la motivación especulativa depende de la incertidumbre. Sin embargo, la motivación especulativa del modelo keynesiano considerado aisladamente no requiere la postulación de la aversión al riesgo, sólo requiere que los individuos traten de maximizar los rendimientos de sus carteras, independientemente de su riesgo.

De acuerdo con el modelo keynesiano de la demanda de dinero, los saldos en efectivo de los individuos pueden separarse en dos grupos. En primer lugar, hay saldos "de transacciones", que se conservan para efectuar las transacciones correspondientes a un nivel dado de ingresos monetarios; en segundo lugar, hay "saldos especulativos", que se mantienen como un activo o una inversión y no se usan para ninguna transacción, fuera de la compra y la venta del otro activo financiero, los bonos. La demanda de saldos de transacción depende del ingreso monetario, mientras que la demanda de saldos especulativos depende de la tasa de interés de los bonos: entre mayor sea la tasa de interés, menos saldos especulativos se demandan.

1.1.2. La incertidumbre y la demanda de dinero

Según Minsky: "la descripción de la incertidumbre y el proceso de toma de decisiones en circunstancias de incertidumbre fueron objeto de interés intelectual de Keynes por mucho tiempo". En opinión de Keynes, dentro de una proposición condicional se asigna una probabilidad sustentada sobre bases objetivas o subjetivas, pero además, en la toma de decisiones interviene

otro factor subjetivo que es el peso o confianza que se da a la probabilidad establecida que se toma como guía de la acción o de la decisión.

Pero, en el ámbito de los problemas económicos, en torno a las decisiones que toman las familias, las empresas o los bancos, sucesos como las crisis pueden disminuir en forma radical la confianza que se tiene sobre una determinada visión del mundo. Estos sucesos repentinos, llamados por Keynes "acaecimientos" (Minsky 1975:75), pueden ser determinantes para que se lleven a cabo cambios en las distribuciones de probabilidades subjetivas atribuidas a sucesos o "acaecimientos" futuros y aumentar o reducir la confianza con que se sustentan los criterios.⁵

Esto es a grandes rasgos, la primera visión de Keynes sobre la idea de que no existe un conocimiento exacto de lo que pasará en el futuro para poder tomar decisiones sin riesgo, estas ideas fueron más desarrolladas posteriormente cuando analiza la toma de decisiones en condiciones de incertidumbre. Al respecto, podemos decir que la toma de decisiones se realiza bajo el supuesto de que existen distribuciones de probabilidades subjetivas variables y cambios en las funciones de preferencia que se dan en un marco de incertidumbre.

Se hace referencia a la incertidumbre, cuando la ocurrencia de un resultado es imposible de medir; es decir, no adjudica probabilidad alguna a los posibles resultados del evento, por lo tanto, la incertidumbre se restringe a una visión no cuantitativa donde la evidencia pasada no puede ser utilizada para prevenir el futuro. En consecuencia, para la demanda efectiva la experiencia del pasado o del presente no necesariamente se repetirá en los resultados del futuro. Es precisamente con base en la incertidumbre, que para los teóricos de la demanda efectiva, el dinero en el sistema capitalista se distingue por su función como depósito de valor y tiene la particularidad de acelerar o detener el volumen de la producción.

De este modo, podemos ver a la incertidumbre como parte esencial en la determinación del comportamiento de los agentes que intervienen en la economía; esto es, que la incertidumbre incide en las decisiones de cartera por parte de las familias, las empresas o las instituciones financieras, y en los criterios sustentados por las empresas, los dueños de bienes de capital y por los banqueros ante las empresas, respecto de los rendimientos futuros de los bienes de capital.

Por otro lado, debemos reconocer que la incertidumbre dentro del análisis de las carteras es muy importante para la toma de decisiones. No debemos olvidar que para los teóricos de la demanda efectiva, en una economía capitalista se puede caracterizar a las unidades económicas mediante

⁵ Minsky, Hyman. *Las razones de Keynes*. F. C. E., México. 1987. p.75.

su cartera, la cual se compone por un conjunto de activos físicos financieros -además del dinero- que posee y los pasivos financieros por los que está comprometida; en este punto podemos ver que los contratos de alquiler y la renta producen obligaciones, mientras que los activos financieros -como los bonos- producen flujos de efectivo. Estas unidades económicas toman a su vez decisiones de cartera, las cuales deben considerar dos aspectos interdependientes; por un lado, está la disyuntiva de decidir cuáles activos se deben tener, administrarse o adquirirse; en segundo lugar, se debe definir la forma de propiedad o control sobre los activos que se tienen.

Sin embargo, debe considerarse que los diversos activos y pasivos difieren en la naturaleza de los flujos de efectivo que ocasionan, y éstos últimos, también varían en su seguridad, ya que dependen de la fecha en que estén determinados o si son a la vista o contingentes, pueden ser incondicionales o depender de la marcha de la economía, también, pueden asociarse a la propiedad o al uso de un activo, a la adquisición o a la renta de éste. En el caso de los flujos de efectivo de las empresas, dependen de los ingresos de los costos determinados por el mercado, a su vez, éstos dependen del modo de operar de la empresa dentro de su industria, del modo en que funciona la industria y de lo bien o mal que funcione la economía.

Por lo tanto, el efectivo -el dinero en sí mismo- es un activo de especial importancia desde el punto de vista de los flujos de efectivo. El valor especial del dinero es que representa la unidad de medida universal en la que se ven expresadas todas las mercancías; incluyendo los bonos o valores de la tesorería, ya que los vencimientos de las obligaciones venideras están igualmente expresadas en términos monetarios. Además, la importancia del dinero radica también en que no es un bien con valor invariable respecto al ingreso, ya que puede variar el nivel de precios de la producción corriente.

1.1.3. La preferencia por la liquidez

La base sobre la que se sustenta la doctrina keynesiana de la preferencia por la liquidez, son los usos adicionales que se le dan al dinero en un mundo de incertidumbre. Esos usos, son los compromisos de pago de efectivo especificados en instrumentos financieros y la adquisición, la venta y el financiamiento de posiciones en activo.

Keynes en su teoría general, distingue tres aspectos que inciden en la preferencia de liquidez, distingue el motivo de transacciones; el cual se define como el motivo por el cual se busca salvar el intervalo que hay entre la compra y la realización, en tanto que el motivo precautorio, pretende conservar un activo cuyo valor es fijo en términos monetarios para responder a una obligación fijada en dinero, finalmente, el motivo especulación implica que puede haber un aumento o disminución del precio de los bienes. Básicamente, son estas tres categorías las que se reconocen

como los principales determinantes de la preferencia por la liquidez, sin embargo, es importante mencionar que Keynes también consideró el motivo financiación como incentivo a la preferencia por la liquidez.

En general, Keynes considera el motivo financiación como el hecho de que los individuos están dispuestos a mantener dinero para financiar algunos gastos que no son "rutinarios" y que se pueden financiar con la renta del periodo, dichos gastos se supone que son demasiado grandes y que por lo tanto no se pueden financiar con los saldos por motivo de precaución. Un ejemplo de esos gastos no rutinarios pueden ser los gastos destinados a la inversión en equipo de capital. Debe aclararse, que el motivo de financiación no son aquellos recursos que se necesitan para sustentar un proyecto de inversión hasta el final de su vida, sino que son la parte de dinero necesaria para poner en marcha el proyecto, por lo tanto, se puede considerar que la parte de dinero por motivo de financiación se da sólo durante el intervalo entre la decisión de invertir y su implementación. La importancia del motivo financiación, radica en dos sentidos, el primero, es la variabilidad de la inversión ya que este motivo sólo tiene efectos cuando se realizan planes para incrementar o disminuir la inversión, el segundo, es⁶ que se basa en el cambio de la economía.

La demanda de dinero que se deriva por la motivación de las transacciones Keynes la definió: "como la razón que tienen los individuos para salvar la brecha que separa el momento de recepción del ingreso, del momento de su desembolso", además, hace hincapié en que la intensidad de esta motivación depende principalmente de la cantidad de ingreso y la duración normal del intervalo existente entre la recepción y el desembolso. Se sostiene aquí, que los saldos monetarios nominales que desea el individuo para satisfacer la motivación de las transacciones es una proporción constante del ingreso monetario.

Con respecto a la motivación especulativa de preferencia por la liquidez, vemos que ésta desempeña una función estratégica en la teoría monetaria keynesiana, ya que Keynes utilizó consistentemente este elemento de la demanda de dinero como una base de su teoría de que el volumen de los saldos monetarios deseados, y por ende la velocidad de los saldos monetarios totales, depende de la tasa de interés de los bonos.

El análisis que hace Keynes de la motivación especulativa, se resume en su conocida aseveración de que tal motivación se basa en el deseo de "obtener un beneficio" conociendo mejor que el mercado lo que nos depara el futuro; esto es, el individuo que cree que las tasas de interés futuras se encontrarán por encima de las tasas supuestas por el mercado, tiene una razón para mantener efectivo líquido, en lugar de bonos y viceversa. De lo anterior se desprende el hecho de que para el

⁶ Chick, Victoria. *La macroeconomía según Keynes*. Alianza Universidad, Madrid, 1983. pp. 227-230.

modelo keynesiano las diferencias existentes entre las expectativas de los individuos, son fundamentales para el análisis del mercado de dinero. Basado en éste análisis, Keynes observó que: "resulta interesante el hecho de que la sensibilidad del sistema a los cambios de la cantidad de dinero dependa en tan gran medida de la existencia de una diversidad de opiniones". Esta diversidad de opiniones, es la base del análisis de la demanda especulativa de Keynes, y la demanda especulativa es la base de su hipótesis de que la demanda de dinero es elástica al interés.

Cabe resaltar, que las autoridades monetarias al dotar al público de mayores saldos en efectivo, pueden hacer que el tipo de interés descienda estimulando con ello un mayor volumen de inversión, sin embargo, la trampa de la liquidez pone un límite a esta oportunidad porque una vez que el tipo de interés ha llegado a un nivel muy bajo, el posterior aumento de los saldos en efectivo no podrá ya seguir haciéndolo bajar. A este bajo nivel, los poseedores de valores creerán que lo único que puede esperarse es un incremento del tipo de interés o una disminución de los precios de los valores, y estarán por ello, dispuestos a vender valores a las autoridades monetarias a los precios reinantes, a fin de mantener el tipo de interés como está. Por lo tanto, la pretensión de enfrentarse a una depresión mediante una política puramente monetaria puede resultar un fracaso y deberá recurrirse a la política fiscal: obras públicas o reducciones de impuestos.

Dentro de esta perspectiva, podemos diferenciar al ahorrador ordinario del especulador. El especulador se distingue del ahorrador ordinario en el motivo de sus compras y ventas en el mercado. Así pues, mientras que el ahorrador ordinario gana la parte principal de sus rentas con la venta de su trabajo y almacena su riqueza en forma de activos financieros con un objetivo bastante distante, el especulador compromete unos fondos en la búsqueda activa, derivada de comprar y vender activos de una renta basándose en que conoce mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo, de manera que –sujeto a errores inevitables- obtiene ganancias de capital y evita pérdidas de capital prediciendo la evolución futura de los precios de los activos.

Finalmente, para Keynes básicamente la esencia de la demanda precautoria de dinero es la incertidumbre acerca del futuro. Un individuo puede creer que la tasa de interés podría bajar durante el año, en cuyo caso habrá un beneficio neto en las tenencias de bonos, sin embargo, puede suceder que la tasa suba lo suficiente para provocar una pérdida neta en las tenencias de bonos. Dado que el individuo no sabe con certeza –aunque quizá sepa con grados variables de confianza o probabilidad- cuál evento ocurrirá, el rendimiento de los bonos es riesgoso.

En consecuencia, el individuo tendrá cierto incentivo para conservar dinero, porque si bien la tenencia de dinero no gana un beneficio, tampoco involucra ningún riesgo. Este incentivo para mantener dinero dependerá de la tasa corriente de interés, ya que entre mayor sea esta tasa,

mayor será el rendimiento de los bonos, lo que compensará en parte su riesgo; por lo tanto, puede decirse que esa aversión al riesgo es la base de la demanda precautoria de Keynes.

1.2. Determinantes de la inversión

El segundo componente de la demanda agregada, lo constituye la inversión. En la teoría general, el tratamiento que se le da a la demanda de inversión se basa en la diferenciación entre la valoración del capital existente y el precio al que puede producirse nuevo capital rentablemente, y entre la tasa de rentabilidad del equipo de capital y el tipo de interés.

Para poder estudiar los determinantes de la inversión desde el punto de vista de la demanda efectiva, es necesario tomar en cuenta que la economía se caracteriza por tener relaciones monetarias y que el dinero no es neutral, así, bajo este esquema, el financiamiento ocupa un papel preponderante que incide en las decisiones de inversión y se puede afirmar que no depende del ahorro previo.

Bajo este esquema, para entender el movimiento de la inversión se incluye en forma explícita la incertidumbre –a través de la tasa de apalancamiento-, los fondos internos –que a su vez también inciden en el financiamiento total, la capacidad ociosa y los avances tecnológicos, además de la comparación entre la tasa de ganancia y la tasa de interés; esto es, se debe cumplir la condición de mayor rentabilidad en el sector productivo con respecto al financiero.

En general, los determinantes de la inversión se centran básicamente en cinco elementos que son: 1) las ganancias que se miden a través del precio de la demanda y de la oferta; 2) las expectativas que se reflejan a través de la tasa de apalancamiento; 3) los fondos internos; 4) la capacidad ociosa y 5) los avances tecnológicos.

Con respecto a las ganancias, éstas se consideran como una de las variables centrales en el análisis de la rentabilidad, con base en ellas, Keynes concede a la rentabilidad dos características importantes, que son:

- 1) Debe ser esperada: porque influye en los rendimientos futuros; los cuales no necesariamente tienen que ser iguales a los pasados, donde incide fuertemente la incertidumbre y las expectativas subjetivas.
- 2) Debe ser precisa: esto es porque el gasto para invertir se hace con el fin de obtener ganancias y para decidir sobre la rentabilidad de la inversión, esto se debe a que no es suficiente comparar los rendimientos esperados de la maquinaria adicional con el precio de

esta porque, en primer lugar, los rendimientos constituyen un flujo de ingresos que se extiende en el tiempo por lo que se supone que un peso en el año (t+5) no es lo mismo que un peso en el año (t) y, en segundo lugar, no basta que la utilidad sea positiva porque el capitalista tiene en sí una amplia gama de posibilidades y debe elegir aquella de mayor rentabilidad. Por lo tanto, debe utilizar un rendimiento preciso que le permita cotejar el rendimiento de los diferentes proyectos de la inversión que puede emprender.

Para que la rentabilidad pueda ser precisa, se propone una relación entre el capital adelantado - precio de la maquinaria- y los rendimientos –provenientes de ese capital adelantado- que Keynes denomina la eficacia marginal del capital (EMC) comparándolo con la tasa de interés (ti) para poder tomar una decisión de inversión (I) o alternatively, propone comparar el precio de la demanda (Pd) con el precio de la oferta (Po). Para poder entender la determinación de la rentabilidad es necesario definir los elementos que la explican, estos son principalmente la eficacia marginal del capital, el precio de oferta y el precio de demanda.

La eficacia marginal del capital (EMC), es igual a aquella tasa de descuento que haría que el valor presente de la serie de anualidades dada por los retornos esperados del activo de capital durante su vida útil fuese igual a su precio de oferta. En otras palabras, decimos que la eficacia marginal del capital es una tasa de descuento⁷ que iguala el precio de oferta de un bien de capital con los rendimientos esperados probables.⁸

Por otro lado, cuando analizamos la rentabilidad comparando el precio de demanda con el precio de oferta, la eficiencia marginal del capital la consideramos como una tasa interna de rendimientos que debe igualar los costos corrientes con ingresos futuros esperados, que dependerá de los rendimientos de la inversión que tienen la característica de ser futuros y probables, así como el precio de oferta, de tal modo que el volumen de la inversión se determina comparando la eficacia marginal del capital con la tasa de interés (ti), ya que es la forma alternativa en que un monto de capital inicial puede obtener ganancia.

Para comprender la decisión de inversión que enfrenta el empresario, lo podemos hacer mediante la siguiente ecuación:

$$V_p = \frac{R_1}{(1+r)} + \frac{R_2}{(1+r)^2} + \frac{R_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{R_n}{(1+r)^n}$$

⁷ Descuento, es el proceso mediante el cual se halla el valor presente del dinero en el futuro.

⁸ La eficacia marginal del capital debe estimar el monto del rendimiento del bien de capital para compararlo con el precio de oferta.

Donde V_p = valor presente; el valor de hoy del activo

R_1 = cantidad de dinero que va a recibir dentro de un año

R_2 = cantidad de dinero que va a recibir dentro de dos años

R_3 = cantidad de dinero que va a recibir dentro de tres años

R_n = cantidad de dinero que va a recibir dentro de n años

r = tasa de interés de mercado, o tasa de descuento

Las R son flujos de recursos netos que se proyectan en el futuro, los cuales constituyen estimaciones subjetivas, susceptibles a grandes cambios en periodos de tiempo muy cortos. Igualmente, las R no son necesariamente iguales entre sí y algunas pueden ser iguales a cero.

En primer lugar, se puede determinar el costo marginal de producir una unidad más de capital (el precio de oferta) y sustituir ese valor conocido por V_p . Luego, se estiman los flujos de ingresos R_1 , R_2 , etc. para los n periodos que reflejen la vida del activo. Esto deja a r –en este caso, algún porcentaje- en la ecuación como incógnita. Al despejar r , obtendremos la eficacia marginal del capital que es un porcentaje o la tasa de descuento más baja (la tasa de interés de mercado) que implica que el valor presente actual debe superar el costo de la producción del activo. Esto nos puede indicar que si la eficacia marginal del capital es inferior a la tasa de interés de mercado, entonces el valor presente (o valor económico) del activo de capital será inferior al costo de producir otra unidad y los empresarios no lo adquirirán.

En cuanto al precio de demanda, este se utiliza como un indicador de ganancias, las cuales son rendimientos futuros actualizados sobre la base de una tasa de interés -que puede variar de un periodo a otro-. Este precio se puede definir como el valor actualizado de los rendimientos futuros y, para determinar el volumen de la inversión, se debe comparar el precio de demanda con el precio de oferta. El precio de demanda corresponde al precio de las acciones y el precio de oferta indica el precio de reposición de la maquinaria, determinado en el sector real.

Ahora bien, los tres elementos que influyen en el precio de demanda son: los rendimientos futuros, la tasa de interés y el mercado accionario.

Los rendimientos futuros, se caracterizan por ser probables y esperados y equivalen a las ganancias brutas esperadas, que son iguales a la diferencia entre ingresos brutos menos costos primos o utilidades más la depreciación. Específicamente, para realizar los cálculos necesarios sobre los rendimientos futuros, es primordial pronosticar: 1) la vida económicamente útil del bien de capital, 2) los precios y las magnitudes de venta, y 3) los costos de producción y comercialización de las mercancías.

En cuanto a la tasa de interés, para Keynes ésta se concibe como un fenómeno estrictamente monetario, determinado por la oferta y la demanda de dinero; por lo tanto, la tasa de interés es la recompensa por no atesorar y no influye en el ahorro. Es simplemente la recompensa por mantener el ingreso no consumido o ahorro, en activos financieros distintos al dinero; es decir, es el pago por desprenderse de liquidez. Por el contrario, si hay buenas expectativas sobre el futuro, los agentes estarán dispuestos a ceder su liquidez por bajas tasas de interés.

Lo relevante aquí del pensamiento keynesiano, es que las variaciones de la actividad económica rutinaria y, especialmente, discrecional o planificada aunadas a la incertidumbre, provocan movimientos en la preferencia por la liquidez y, dada una oferta monetaria, varía la tasa de interés. Aquí, la incertidumbre, vuelve a jugar un papel central en la determinación de la tasa de interés y, por lo tanto, afecta indirectamente a la inversión.

En resumen, la tasa de interés se determina por la oferta y la demanda de dinero, a través de los motivos de transacción, precaución, financiamiento e incertidumbre, siendo la oferta monetaria fija ante movimientos de la actividad económica que generan presiones sobre la demanda de dinero, la incertidumbre y el precio de los activos financieros son los principales factores que generan un aumento en la tasa de interés.

Con respecto al mercado accionario, encontramos que éste tiene la función de promover la venta de acciones, afecta de manera considerable y contradictoria a la inversión, por un lado, al negociar acciones nuevas –como aportaciones de capital directo hacia la empresa a cambio de participación en las utilidades futuras- amplía el capital disponible para la empresa, pero aumenta la inseguridad. Dadas las características de las acciones (alta liquidez) que operan en el mercado secundario, al traspasarse de propiedad (venderse y comprarse) provocan movimientos en sus precios y, dado que actúan como indicadores del rendimiento de las empresas afectan el volumen de inversión. La inestabilidad en el precio de las acciones es resultado de los distintos intereses de los dueños y gerentes del capital. De acuerdo con Keynes, las inversiones, que son fijas para la comunidad y líquidas para los individuos, tienen mayores efectos negativos que positivos para la inversión.

Por otra parte, el tercer elemento explicativo de la rentabilidad, es el precio de oferta, el cual se define como aquel precio que bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir una unidad adicional del mismo; es decir, lo que algunos llaman costo de reposición, el cual es diferente del precio de mercado de la maquinaria. Este precio depende del costo directo de los insumos reales y factoriales, y un margen de ganancia que debe cubrir las ganancias propiamente como tales; así como los costos financieros que están en función del costo de producción.

En resumen, Keynes en su análisis de la rentabilidad sostiene que es necesario comparar dos tasas de rendimiento, las cuales pueden presentarse a través de los precios. Una se origina en la propia actividad de la inversión y provienen del sector real y, la otra, proviene del sector financiero y se obtiene por mantener el capital adelantado en activos financieros, que pueden ser utilizados en la propia actividad de la inversión.

El precio de demanda es afectado por los vaivenes del mercado bursátil, donde interviene la incertidumbre en las percepciones futuras y en los movimientos de la tasa de interés –preferencia por la liquidez-. Es decir, a partir de la inversión se relacionan los indicadores de rentabilidad del sector real y financiero, que determinarán –junto con las expectativas- el destino del capital adelantado.

Por otro lado, un elemento más que considerar para la determinación de la inversión son las expectativas, mismas que se caracterizan por ser inciertas ya que se ven influidas, también, por la incertidumbre.

Para Keynes, es necesario tomar en cuenta dos aspectos importantes en la determinación de las expectativas que se tienen sobre el comportamiento de una variable –ganancias, tasa de interés-, estos aspectos son: a) tomar a las previsiones o expectativas propiamente como tales, es decir, como la evaluación que tienen los agentes sobre determinadas situaciones económicas; por ejemplo, dónde se desenvolverá la inversión, y b) establecer el grado de seguridad sobre el cumplimiento de las expectativas, lo cual se conoce con el nombre de incertidumbre. A su vez, los agentes para poder calcular sus rendimientos deben realizar dos estimaciones; la primera, es prever cuáles son las expectativas sobre el futuro que, si son de largo plazo, el conocimiento será menor y por lo tanto las variables presentes –situación económica actual- tiene un peso desproporcionadamente grande en las ganancias, desde luego, cuando existen buenas expectativas se espera que las ganancias sean altas y habrá mayor disposición a invertir y viceversa. En cuanto a la segunda estimación, esta se realizará sobre la confianza que tienen los agentes económicos del cumplimiento de las expectativas. Derivado de lo anterior, encontramos que las expectativas con incertidumbre en la rentabilidad tornan muy volátil la inversión.

También, al analizar los determinantes de la inversión podemos encontrar la aportación hecha por Davidson al análisis keynesiano de las expectativas. Básicamente, la importancia de su aportación se centra en la inclusión del financiamiento de la inversión como una variable explicatoria de la inversión. Considera que no basta que la rentabilidad de la inversión sea positiva, sino que además, es necesario disponer de financiamiento para que se lleve a cabo. Este financiamiento no es garantizado por el diferencial positivo entre el precio de demanda y el precio de oferta.

Además, Davidson postula que los determinantes de la inversión son las *cuasirentas*, tasa de descuento, expectativas sobre el crecimiento de la demanda y el monto de financiamiento que cada empresario espera obtener; por lo tanto, las expectativas están presentes, tanto por el lado del sector real como del financiero. Permite concluir que el ahorro en una economía monetaria no es mantenido únicamente en activos fijos como lo suponían los neoclásicos, y además: a) que ambos bienes –fijos y financieros- se interrelacionan a través de la tasa de interés; b) separa de manera efectiva las expectativas del sector monetario y financiero, a través de la previsión de la demanda e introduce de manera explícita el financiamiento, c) diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de interés y d) sostienen que la separación entre activos fijos y activos financieros no afecta necesariamente de manera negativa a la inversión, lo cual dependerá de la estructura del sistema financiero. O sea, el proceso de fondeo (emisión de acciones) puede ampliar el volumen de la inversión y estabilizar los rendimientos de inversión.

Finalmente, dentro del análisis de las expectativas podemos encontrar dos aportaciones importantes, estas son: el riesgo creciente y la inestabilidad financiera. Con respecto al riesgo creciente, es Kalecki quien desarrolla este concepto, basándose de manera implícita en la incertidumbre. Sostiene que los fondos internos se reinvierten parcialmente, lo cual, a su vez, determina las oscilaciones cíclicas de la inversión. Este riesgo lo explica basándose en dos aspectos: 1) el primero, implica que se incrementa a medida que es mayor el monto invertido en relación con los fondos internos de las empresas y, 2) que a mayor inversión es más alto el riesgo de no valorizar su capital adelantado (ganancias), tornándose peligrosa la situación en caso de existir capital de préstamo.

En este contexto, el concepto de riesgo creciente con expectativas inciertas afecta a la inversión en varios sentidos. 1) primero, dado que el desconocimiento sobre el futuro (expectativas inciertas) el empresario tenderá a diversificar su riqueza en distintos proyectos (diversas ramas productivas) y sectores (real y financiero); b) segundo, los préstamos se obtienen en función de la riqueza acumulada, y así el tamaño de la empresa se vuelve una variable importante, y c) tercero, cuando interviene capital externo en el financiamiento de la empresa, aumenta la incertidumbre. Cabe mencionar que, aun cuando Kalecki señala como principal fuente de financiamiento a los fondos internos, desarrolló el concepto de riesgo creciente para explicar, por un lado, la reinversión parcial de los fondos internos y, por otro lado, una tasa de apalancamiento menor a la unidad.

Con respecto a la inestabilidad financiera, Minsky además de retomar la incertidumbre, analiza el riesgo creciente ubicándolo en el contexto de la esfera financiera. En su exposición destaca que, la sucesión de cada fase del ciclo (auge, crisis, deflación, estancamiento y recuperación) se explica a partir del comportamiento de las variables financieras. Para Minsky, el financiamiento afecta de manera independiente a la inversión, e introduce el concepto de riesgo creciente mediante la

conexión del riesgo del prestamista y del prestatario con los precios de oferta y de demanda, propuestos por Keynes.

El precio de demanda es afectado por el capital de préstamo, porque la tasa de capitalización disminuye a medida que: a) aumenta la magnitud invertida y, b) dado que los flujos de efectivo por deuda son ciertos⁹ y los flujos de efectivo por rendimientos probables, son inseguros. Así la tasa de descuento de los rendimientos futuros baja por la mayor inseguridad proveniente de un aumento del monto de la inversión y por la mayor relación de endeudamiento (inversión financiada mediante deuda); es decir, disminuye el margen de inseguridad, disminuyendo con ello la tasa de capitalización que el deudor aplica a los rendimientos probables.

Se debe advertir que el costo financiero, que se incluye en el precio de oferta, no es igual para todos los demandantes de bienes de capital; este va a depender de la situación particular de cada empresa, que a su vez está en función de su tamaño, grado de endeudamiento y la percepción que tenga el prestamista sobre la rentabilidad del bien de capital en específico. Por lo tanto, la inestabilidad financiera reduce el precio de demanda e incrementa el precio de oferta, aunque la sola presencia del financiamiento externo permite que se amplíe el volumen de la inversión. En otras palabras, pese a que el capital crediticio permite ampliar el volumen de la inversión, aumenta la incertidumbre en torno a esta misma, dando lugar a la inestabilidad, lo cual es especialmente importante en los procesos de fuerte crecimiento.

Entonces, sobre la base de la inestabilidad financiera, los precios de demanda y oferta están expuestos a fuertes fluctuaciones por la sensibilidad de la incertidumbre del prestatario y del prestamista. De hecho los riesgos del prestamista y del prestatario están en función de la estructura de endeudamiento, y ésta depende de la percepción que tengan los agentes productivos sobre el futuro, donde juegan un papel central las expectativas futuras inciertas.

Se puede por tanto concluir, que la incertidumbre introduce una segunda variable a los determinantes de la inversión, y ésta es la tasa de apalancamiento. Por lo tanto, a partir de la introducción de las expectativas inciertas, los indicadores independientes de la incertidumbre, el riesgo creciente y la hipótesis de la inestabilidad financiera, aparece una nueva variable que es la tasa de apalancamiento, la cual introduce a su vez, de manera mucho más explícita, la interrelación entre el sector monetario, tanto financiero como real.

⁹ Las deudas que contrae el sector productivo son ciertas porque deberán pagarse independientemente de que se obtengan los rendimientos esperados o no.

Con base en lo anterior, otro elemento que aparece dentro de los determinantes de la inversión es el financiamiento interno, el cual se puede analizar a partir de la conformación de los fondos internos y de las fuentes de acumulación. En general, podemos ver que el financiamiento total de la inversión se compone por: créditos externos a la empresa y por el financiamiento originado al interior de la empresa, el cual proviene de ganancias anteriores. Los principales analistas de este concepto –Kalecki y Steindl- sostiene que el financiamiento interno determina los recursos totales; o sea, los fondos externos.

Una de las razones por las cuales se les da mayor peso a los fondos internos, radica en el carácter oligopólico de la economía capitalista, estructura bajo la cual existe una distribución desigual de los ingresos; elemento que explica, a su vez, el diferente desarrollo de las empresas. Es decir, se pone énfasis en que las fuerzas de mercado son bloqueadas en la distribución de los recursos, provocando una centralización del capital. Esto, también, explica que exista capacidad ociosa no planificada, lo cual implica desempleo de capital y fuerza de trabajo.

Por su parte, los fondos internos están determinados por la tasa de ganancia de periodos anteriores. Aunque también, los fondos internos explican el monto de crédito externo a los que puede tener acceso la empresa; es decir, a partir de las ganancias de periodos anteriores, explica el monto de recursos totales (R_t) disponibles para una empresa. Por lo tanto, podemos decir que los fondos internos (FI) son el ahorro corporativo de las empresas y están compuestos por utilidades no distribuidas (UnD) y la depreciación (Dp), tal que:

$$FI = UnD + Dp$$

La Dp es igual al monto que se retiene por el consumo de capital fijo, para reponer la maquinaria desgastada y, suponiendo que no hubieran fuertes variaciones en la demanda, ni acelerados cambios tecnológicos, el monto Dp sería mas o menos constante. Por lo tanto, Dp serían las responsables de explicar las fluctuaciones de los FI .

Resumiendo, los inversionistas pueden aumentar los recursos totales recurriendo a fondos prestables, los cuales dependen de la rentabilidad y del tamaño de su empresa. El destino de los recursos totales dependerá de la relación entre los rendimientos de los activos financieros y reales. También, los dueños del capital tendrán que considerar las diferencias entre las tasas de interés activas y pasivas y su relación con la tasa de beneficios empresariales. Si la tasa de interés activa es mayor que la tasa de beneficios empresariales, los recursos se destinarán a la inversión financiera. Si la tasa de interés activa es menor que los beneficios empresariales, éstos se utilizarán para aumentar la inversión real. Concretamente, el financiamiento interno tiene un papel fundamental en la determinación del gasto de inversión. Éste, es explicado por la tasa de interés y

utilizarán para aumentar la inversión real. Concretamente, el financiamiento interno tiene un papel fundamental en la determinación del gasto de inversión. Éste, es explicado por la tasa de interés y la tasa de beneficios empresariales; que a su vez, determinan los fondos prestables a los que tiene acceso la empresa; es decir, los fondos internos determinan los recursos totales.

Con respecto a las fuentes de acumulación, debemos primero tener en cuenta que, los determinantes de la inversión son la demanda agregada, la intensidad de capital y la utilización de la capacidad instalada y, que los elementos que explican el ahorro de la inversión son el grado de endeudamiento y el capital propio, según Steindl. A su vez, el financiamiento es afectado por las variaciones de la tasa de endeudamiento, que es la proporción deudas a capital, y el tamaño de la empresa.¹⁰

Además, el capital propio (C) está determinado por la acumulación interna y la emisión de nuevas acciones. Por su parte, la acumulación interna depende de la tasa de ganancia neta¹¹, que es una función de la propensión marginal al ahorro empresarial; propensión que es explicada por la propia variación de la ganancia (1-b) y la diferencia entre la tasa de ganancia y el monto de consumo (p-a). La tasa de ganancia bruta es función de la capacidad instalada y el parámetro $(1 - k_1)$ que se relaciona con los costos, mientras mayor sea $(1 - K_1)$, mayor será la tasa de ganancia (e) para cualquier tasa de capacidad instalada, lo cual se expresa en la siguiente ecuación:

$$e = \frac{(1 - k_1)K_u}{Z} - \frac{k_2}{Z}$$

Donde:

- | | |
|---|-----------------------------------|
| e = tasa de ganancia bruta | Z = stock de capital |
| K = intensidad de capital | k ₁ = costos variables |
| u = utilización de la capacidad instalada | k ₂ = costos fijos |

La variación de los costos variables y fijos será función de la intensidad de capital, debido a que una mayor intensidad de capital produce más unidades por capital, o bien, requiere menos fuerza de trabajo por unidad de capital; es decir, se reducen los costos fijos. En consecuencia, la tasa de

¹⁰ La proporción de deuda a capital propio (D/C) es lo que Minsky llama tasa de apalancamiento.

¹¹ La tasa de ganancia neta (P) está determinada por el grado de endeudamiento, la tasa de ganancia bruta (que es el margen de ganancia o ingresos menos costos) y la tasa de interés.

ganancia bruta de capital será función de la tasa de utilización de la capacidad instalada y la intensidad de capital, esto es:

$$e = F(u, k)$$

Lo relevante aquí del trabajo de Steindl, es que introduce dos variables clave en la determinación de los fondos internos disponibles para la inversión, estas variables son la capacidad instalada y el costo de capital. Además, plantea que el movimiento de la inversión, por el lado del financiamiento, está determinado por el grado de endeudamiento y su tasa, y por los fondos internos; estos a su vez, se explican por la tasa de utilización de la capacidad instalada, la propia tasa de ganancia y los hábitos de ahorro empresarial.

Concluyendo, los fondos internos se podrían considerar como otra variable importante en los determinantes de la inversión, los cuales provienen de las utilidades retenidas de gastos de inversión previamente realizados y determinan el monto de préstamos a los que puede acceder la empresa. En el monto de las ganancias de las empresas, inciden variables como la capacidad instalada, intensidad de capital y hábitos de ahorro o consumo empresarial; esto es, que nuevamente el ahorro no se propone como una limitante de la inversión, debido a que las empresas pueden acceder a financiamiento externo; es decir, a créditos bancarios y emisión de acciones.

Por otro lado, un elemento más que podemos considerar dentro de los determinantes de la inversión es la capacidad instalada ociosa, la cual implica mantener recursos productivos parados; esto es, desempleo de capital y fuerza de trabajo. De acuerdo con el análisis de Steindl, en el modelo oligopólico a través de la reducción en las tasas de utilización de la capacidad instalada encontramos la forma principal de reducir el margen de beneficio; esto, manteniendo constantes los parámetros de la tasa de ganancia, lo cual afecta negativamente el margen de beneficio, debido a incrementos relativos en los costos fijos. La desventaja de la inelasticidad del margen de beneficio, dada una capacidad instalada es que provoca: a) el desempleo de la fuerza de trabajo y, b) capacidad excedente no deseada ni planificada, lo cual desalienta la modernización del equipo y el desarrollo tecnológico.

Por lo tanto, la variación de la tasa de utilización de la capacidad instalada es el factor que en la estructura monopólica evita que la tasa de inversión responda plenamente a variaciones de la tasa de ganancia. Esto es, que independientemente de las demás variables –incremento de la demanda efectiva, reducción de la tasa de interés, mayor financiamiento interno o externo, etc.- no provocará un aumento de la inversión si existe capacidad ociosa.

Finalmente, los avances tecnológicos son otro elemento importante en la determinación de la inversión, ya que juegan un papel primordial en el volumen de ésta; especialmente en el largo

plazo. Basados en esta variable, podemos ver que los aumentos de la productividad en la economía pueden ser un motor de crecimiento económico en la parte baja del ciclo económico, además, los continuos avances tecnológicos permiten modificar o ampliar el acervo de capital existente, lo que provoca mayor demanda de inversión. En general, los avances tecnológicos se deben considerar como fuentes generadoras de ganancias que restituyen el capital adelantado por los empresarios o el capital financiero y además se convierten en un elemento central para dinamizar la inversión; que además, no dependen de que haya previamente ahorros.

1.3. Inversión y ahorro

Para empezar, debemos tomar en cuenta que la renta es una fuente de financiamiento, pero sólo lo es a un nivel medio y agregado, y se considera una fuente de financiamiento ya que se supone que habitualmente sobra algo de dinero. Sin embargo, resulta aún más importante dentro del análisis del financiamiento de la inversión, tener en cuenta la importancia que tiene el interés dentro de este proceso. En primer lugar, debemos entender que el interés no es una fuente de financiamiento, más bien, representa un elemento determinante de las condiciones bajo las cuales se pueden tomar las decisiones de inversión, esto se debe a que el interés puede influir en el destino del ahorro; es decir, que el interés puede influir para que el ahorro sea destinado o no a la inversión de proyectos nuevos, ó se dirija hacia la inversión financiera o especulativa.

Ahora bien, el interés se puede definir como el rendimiento que se obtiene por prestar dinero durante un periodo de tiempo determinado; ó, en términos de Keynes, el interés es el precio de tener dinero ahora en vez de más tarde; el precio de tener liquidez. Con base en esto, se puede ver desde el punto de vista del prestamista, que el interés ofrece un incentivo para separarse del dinero en efectivo y a su vez mantener un instrumento de deuda, en tanto que para el prestatario, el interés se considera como el costo de adelantar un gasto; gana liquidez ahora a expensas de comprometerse a perderla en el futuro.

Por lo tanto, tomando en cuenta los limitantes de la renta, podemos ver que la inversión es sensible al interés debido precisamente a que la renta del periodo no la financiaba, o implica la venta de algunos activos financieros previamente acumulados o buscar el dinero fuera de la empresa. Es en ese sentido que nos podemos dar cuenta de cómo el interés se relaciona estrechamente con el ahorro -el cual representa la renta no consumida- y la inversión. Por otro lado, el financiamiento toma importancia dentro de la relación existente entre el financiamiento y el endeudamiento directos. Es decir, el financiamiento y el endeudamiento directos son aquellos que se producen en la relación entre las unidades superavitarias y deficitarias, mientras que el financiamiento indirecto es aquel que incluye un intermediario financiero; por ejemplo, un crédito hipotecario es financiamiento indirecto, en tanto que una emisión de títulos es directa.

Ahora bien, debemos analizar cuáles son las fuentes posibles de financiamiento. En primer lugar, como ya se mencionó está la renta: implica que los gastos del periodo se financian con la renta del periodo, encajando en el cuadro macroeconómico como el "flujo circular de la renta" –los pagos regulares de salarios y las compras regulares de bienes donde el financiamiento es generado por el que gasta-.

Los Fondos internos, son otra fuente de financiamiento para la inversión. Dentro de este concepto se considera que los recursos provienen de dos fuentes: 1) por un lado, el flujo de caja de las empresas, los cuales proceden de las ventas y, 2) los activos líquidos en su poder, sin embargo, al considerar estas dos fuentes se tienen implicaciones distintas.

Por un lado, sabemos que algunas inversiones pueden financiarse con el flujo de caja del periodo, pero las ventas corrientes no pueden ser, para el conjunto de la economía, una fuente importante de financiamiento de la inversión. Por otra parte, los activos financieros poseídos pueden jugar de tiempo en tiempo un papel sustancial. También, se debe considerar que los activos acumulados para financiar la inversión constituyen la previsión financiera para los gastos esperados necesarios que se destinan a reemplazar el equipo desgastado y puede que sean incluso suficientes para financiar alguna inversión neta. Sin embargo, la acumulación de activos representa una disminución de la renta neta para una renta bruta dada, incluso cuando se constituyen a parte para la inversión nueva y para posibles costos suplementarios, y que es un beneficio no distribuido; por lo tanto, cuando esos fondos se gastan, la brecha entre estas dos medidas de la renta disminuyen. Luego, el consumo que está determinado por la renta neta se ve afectado por las alteraciones en la programación temporal de la acumulación y el desembolso de esos fondos.

Por otra parte, los activos financieros de las empresas pueden ubicarse dentro de las fuentes de financiamiento y se pueden considerar como el ahorro de los negocios, término bajo el cual se ubica a este componente del ahorro fuertemente ligado; en términos de su motivo, a la inversión planeada; acciones que únicamente se encuentran separadas por el tiempo. Keynes, trata esta fuente de financiamiento como la diferencia entre la renta bruta y la renta neta. Este enfoque, es útil para conservar el enfoque sectorial: esto implica que entre las empresas y entre los particulares se realizan operaciones de préstamo, transacciones que incluso pueden ser numerosas.

Sin embargo, este esquema no es tan significativo para la comprensión de las fuerzas de la economía, en cuyo caso son más significativas las transacciones intersectoriales. Esto se debe en general, a que el esquema básico establece que; aunque un particular pueda ser una unidad superavitaria o deficitaria, el sector de los particulares como un todo es tradicionalmente un acreedor neto, mientras que los sectores de negocios y el gubernamental son deudores netos. Por

lo tanto, se deduce que los particulares ahorran, las empresas invierten y las inversiones se financian tomando dinero prestado.

Los intermediarios financieros, se pueden considerar como fuentes de fondos para las empresas y depósitos para los particulares. Así, los intermediarios financieros y en particular los bancos, tienen una gran importancia cuantitativa. La importancia de las instituciones monetarias, es que desarrollan instrumentos financieros que transfieren ingresos de las unidades superavitarias a unidades deficitarias, y también crean dinero mediante los contratos, los cuales financian a la inversión. Es decir, crean y movilizan recursos desde el circuito financiero hacia el productivo, permitiendo la generación de capital industrial, lo cual dinamiza el crecimiento económico.

La relación entre ahorro e inversión considerada en la teoría general, son descritos como iguales por definición, al ser considerados como la diferencia existente entre la renta y el consumo durante el mismo periodo. En este sentido, algunos intérpretes de este pensamiento, prefieren una formulación diferente, en la que se distingue entre el ahorro ex ante o planeado y el ahorro ex post o realizado. El ahorro ex post, se define al igual que la inversión como la diferencia entre la renta y el consumo del mismo periodo con lo que el ahorro y la inversión son por definición iguales entre sí. El ahorro ex ante, es considerado como la diferencia entre el consumo de un periodo y la renta del periodo precedente.

Esto es, que sean cuales sean las intenciones de los ahorradores y los inversores, el ahorro y la inversión serán de hecho iguales ex post –más o menos en la forma en que las compras y las ventas sean iguales-, aunque las magnitudes planeadas –ex ante- sólo serían iguales por casualidad. Por otra parte, para resolver los conflictos entre las magnitudes ex ante, vemos que estas se resuelven en el corto plazo mediante cambios en las existencias, de manera que el resultado es decidido por el volumen de ahorro deseado: un exceso de ahorro sobre la inversión se identifica con un exceso de producción de bienes de consumo sobre las compras planeadas de ese tipo de bienes, de manera que tiene lugar una inversión no planeada en forma de existencias de bienes de consumo acabados. Una deficiencia de ahorro tiene como resultado una desacumulación no planeada de las existencias para reducir la inversión al nivel del ahorro.

Por otro lado, el ahorro real habitualmente se define como el ahorro monetario deflactado por el nivel de precios (S/P), ambos en los valores del periodo. La utilización del nivel de precios del periodo claramente indica que (S/P) representa los bienes que podían haber sido consumidos pero que no lo fueron – idea agregada que muestra que es idéntica a la inversión-. El ahorro real del ahorrador dependen de: 1) la composición esperada de su gasto, 2) el esquema temporal de su gasto futuro y, 3) por los precios esperados de los bienes relevantes en la fecha esperada de compra.

Sin embargo, en una economía descentralizada los individuos son los únicos que pueden hacer planes, por lo que el ahorro ex ante es un concepto microeconómico. El exceso de renta sobre el consumo se le representa al individuo como una suma de dinero que –siendo que la definición de consumo elimina el ahorro en forma de bienes de consumo duradero- deben emplearse en inversiones financieras, incluyendo los depósitos bancarios y el efectivo. Este es el proceso de ahorro que entendemos todos –porque lo llevamos a cabo-, y puede definirse mejor por lo que es que por lo que no es; concretamente es la adquisición de activos financieros. Es decir, que el ahorro se define en forma positiva como la adquisición de activos financieros incluyendo el dinero. Así, con base en lo anterior, puede ser posible medir el ahorro agregado como la suma de las adquisiciones individuales de activos financieros.

Sin embargo, debe considerarse que los individuos sólo pueden adquirir lo que está disponible, y las existencias de activos financieros están determinadas, al menos en primer lugar, por los oferentes de estos instrumentos (prestatarios), no por los demandantes (los ahorradores).

Por otro lado, para Keynes el ahorro no está en función del tipo de interés, pero sí está determinado por la renta, afirmación que se basa en dos argumentos:

- 1) Establece que un cambio en el tipo de interés tiene un efecto precio o sustitución modificando el incentivo relativo para consumir ahora y en el futuro, y por otro lado, un efecto de riqueza debido a que el valor del capital de la mayoría de los activos financieros varía en los tipos de interés.
- 2) Además, señaló el hecho de que la gente igualmente ahorra cuando aumentan sus saldos ociosos que cuando lo prestan a un tipo de interés. Lo cual era suficiente para romper cualquier conexión necesaria entre el interés y el ahorro.

De esto se deriva que el ahorro y la inversión se igualan por la renta, no por el tipo de interés. Hecho que reafirma su convicción de que la inversión causaba el ahorro y no al revés. Así en general, para Keynes el ahorro agregado no es en absoluto una variable financiera, es más bien no consumo, y por lo tanto el no consumo no puede financiar nada. En el nivel microeconómico, podemos considerar que la decisión de ahorro se toma conjuntamente con la decisión de consumo, dejando como última decisión el cómo disponer de la renta no gastada en bienes. Si uno está pensando en macro, ésta decisión no aparece en el panorama hasta llegar al estadio de disponer de ahorro, por lo tanto, podemos reconocer que en la Teoría General se hace una separación importante, por un lado, el nivel de renta determina el volumen (residual) de renta no consumida y, por otro lado, el tipo de interés determina en dónde se coloca.

En conclusión, desde la perspectiva de la demanda efectiva, el financiamiento ocupa un papel central en la decisión de inversión y éste no depende del ahorro previo. De tal modo que, si

pensamos que los individuos y las empresas buscan en común obtener un beneficio por renunciar a la liquidez ya sea por motivos de financiación, especulación, transacción o precaución, dependerá del tipo de interés si esa liquidez –parte residual de su renta, o ahorro- se dirige al ahorro o a la inversión (real o especulativa).

En resumen, para la Teoría General el financiamiento es el que ocupa el papel central en las decisiones de inversión y éste no depende del ahorro previo, es decir, la inversión no depende del ahorro, ó, el ahorro no es un determinante de la inversión.

A partir de la separación entre dueños del capital y empresarios, aumenta la disociación entre el ahorro y la inversión y se diversifican las posibles formas de ahorro que, de acuerdo con Keynes, provoca mayor inseguridad en el mercado financiero y vuelve más inestable a la tasa de interés, y por lo tanto, a la inversión.

El financiamiento, puede o no venir de fondos internos o externos. El financiamiento externo, es una variable independiente que puede ampliar el volumen de la inversión, se expresa a través de la tasa de apalancamiento y es afectado por la incertidumbre proveniente de los sectores real y financiero. La inclusión de los fondos internos en los determinantes de la inversión no indica que el ahorro sea una condicionante de la inversión, ya que este tipo de fondos además de determinar el financiamiento externo; o sea los recursos totales, explican el carácter oligopólico del sistema capitalista, que es la distribución desigual de los recursos, que conllevan un crecimiento económico desigual.

1.4 Financiamiento de la Inversión

En general, podemos observar que bajo condiciones de incertidumbre, el financiamiento es previo a la inversión y junto con la rentabilidad, es un elemento central de la decisión de inversión. Básicamente, el financiamiento se caracteriza por ser de corto plazo, e independiente de los recursos reales, de emplearse en el sector productivo y existir mecanismos de fondeo, incrementa la inversión, el ingreso y el ahorro de manera estable. Dentro de este proceso, las instituciones financieras (bancarias y no bancarias) ocupan un papel preponderante en la creación de financiamiento y fondeo de la inversión, debido a que tienen la facultad de adelantar capacidad de compra (liquidez) y realizan la recolección del ahorro (proveniente del incremento de la inversión), lo cual les permite generar instrumentos financieros de largo plazo que anula el financiamiento de corto plazo.

Desde la perspectiva de la demanda efectiva, se supone que la realización de un proyecto de inversión genera –vía el efecto multiplicador- mayor ingreso, debido a que aumentan los salarios y

las ganancias; además, dada una propensión marginal del consumo menor a la unidad, también aumenta el volumen de ahorro antes de que empiecen a emanar las utilidades de la inversión. En este sentido, se sostiene que los créditos de corto plazo son capaces de provocar crecimiento económico independientemente de los recursos reales (ahorros).

El proceso que permite comenzar un proyecto de inversión, es la obtención de un crédito el cual tiene a los depósitos como contrapartida, y éstos se usan como medios de pago dentro del contexto de una economía capitalista. A su vez, los depósitos están compuestos por ahorros y activos de transacción, los cuales también tienen la capacidad de incrementar la demanda productiva. En consecuencia, no todos los depósitos son ahorros generados con anterioridad y por lo tanto los ahorros dejan de ser la base de los créditos.

Keynes, sostiene que el financiamiento de corto plazo lo otorga el sistema bancario y se caracteriza por ser revolviente. Lo anterior se basa en el hecho de que, para que los bancos puedan continuar prestando y evitar tener carteras vencidas, deben reponer el monto de sus reservas, lo cual se logra mediante el pago del crédito. Debe aclararse, que los fondos que utilizan los bancos para otorgar crédito no necesariamente provienen de los ahorros, debido a que los préstamos son únicamente transacciones contables que tienen la característica de no absorber ni agotar fondos líquidos. En este sentido, los bancos ocupan una posición central en la transición de una escala menor a otra mayor de actividad económica.¹²

Sin embargo, el financiamiento de corto plazo, aunque incrementa el ahorro y el ingreso, tiene la desventaja de crear inestabilidad financiera, esto se debe específicamente, a que en caso de no anularse los créditos de corto plazo se restringirá la oferta crediticia y aumentará el costo del dinero, deprimiéndose con ello la inversión, el ingreso y el crecimiento económico. En consecuencia, para que este proceso sea estable y los bancos puedan seguir ofreciendo créditos a un precio constante, es necesario reponer el fondo revolviente de los bancos, lo que implica transformar el ahorro involuntario en voluntario mediante la generación de financiamiento de largo plazo.

Este último tiene, concretamente, la función de transformar el ingreso no consumido proveniente del mayor nivel de ingreso en acciones y títulos, que empatan las deudas con las utilidades. Esto es, que el financiamiento de largo plazo debe reducir la liquidez de los ahorradores para reponer la

¹² Levy, Orlik, Noemí. "Desregulación financiera: efecto en el comportamiento de la inversión y su financiamiento en México", *Problemas del desarrollo económico*. Revista Latinoamericana de economía, IIE-UNAM, No. 119, oct./dic. 1999, vol. 30, p.85.

liquidez bancaria, lo cual requiere que los primeros estén dispuestos a desprenderse del incremento de liquidez, mientras los segundos restituyen la suya y continúan prestando.

Por otro lado, el proceso de financiamiento se puede llevar a cabo de dos formas, que son:

El financiamiento directo: Aquí las empresas pueden iniciar sus actividades comerciales o ampliar sus operaciones existentes obteniendo fondos directamente de las familias. Una manera de hacerlo es con la venta de acciones comunes al público. Una acción común representa la propiedad parcial en una corporación; ésta da a su propietario el derecho de votar en ciertas decisiones corporativas y participar de las ganancias.¹³

Una acción común constituye un activo financiero para el propietario y un pasivo financiero para el emisor o corporación. Una empresa también puede obtener fondos al emitir o vender bonos. Bono es la evidencia de que una corporación ha hecho la promesa de pagar una determinada cantidad de dinero en reconocimiento de un préstamo, además representa un activo financiero para el prestamista poseedor y pasivo financiero o deuda para el prestatario o corporación. En ambos ejemplos, ha habido financiación directa; las empresas han tomado dinero prestado directamente de las familias. A su vez, las empresas utilizan estos fondos de ahorros para comprar plantas, equipos e inventarios.

Los mercados han evolucionado para poder facilitar el financiamiento directo. Así, las acciones y bonos se venden inicialmente en el mercado primario, sin embargo, con frecuencia estos se venden –en gran medida– mediante transacciones que se llevan a cabo en mercados secundarios. Un mercado primario, es aquel en el cual se compra y vende un nuevo título. La emisión de acciones y bonos en el mercado primario de valores cuenta con el apoyo de los llamados inversionistas bancarios –quienes con frecuencia también actúan como corredores y negociadores en mercados secundarios–. Un inversionista bancario se encarga de lo que se llama la suscripción de una nueva emisión. La suscripción, significa que el inversionista bancario, normalmente, les garantiza a las corporaciones y a los gobiernos emisores un precio fijo, en el caso de un bono, un rendimiento fijo. Además, el inversionista bancario suscriptor anuncia en forma pública la aparición de una nueva emisión en publicaciones financieras y otros medios publicitarios.

Un mercado secundario, es aquel en el cual se intercambian valores ya existentes. Es el mercado en el cual se compran y venden instrumentos de crédito previamente emitidos; los mercados secundarios son importantes para los mercados primarios por cuanto hacen que los instrumentos negociados en estos últimos tengan mayor liquidez.

¹³ Leroy Miller, Roger y Pulsinelli W. Robert. *Moneda y banca*. Mc Graw Hill, Colombia, 1993. p. 53.

Financiamiento indirecto: Este tipo de financiamiento, surge como resultado de la intermediación financiera. Las instituciones financieras que actúan como intermediarias, cumplen la función de canalizar los fondos de ahorros de las familias (prestamistas últimos) a las empresas (prestatarias últimas). Por ejemplo, los bancos comerciales aceptan pasivos monetarios tales como depósitos a la vista y de ahorro; las instituciones de ahorro aceptan pasivos monetarios como libretas de ahorro y depósitos a término y las compañías de seguros aceptan pagos de primas. A su vez, las instituciones financieras compran activos, es decir, representan los fondos. Por ejemplo, los bancos comerciales compran pagarés a las empresas, y las instituciones de ahorro adquieren hipotecas a los compradores de vivienda, lo cual representa una transacción que implica un préstamo para las familias.¹⁴

1.4.1. La importancia de las instituciones monetarias en el proceso de financiamiento

Las instituciones monetarias desarrollan instrumentos financieros que transfieren ingresos de unidades superavitarias a unidades deficitarias y también crean dinero, mediante los contratos, los cuales financian a la inversión. O sea, crean y movilizan recursos desde el circuito financiero hacia el productivo, permitiendo la generación de capital industrial, lo cual dinamiza el crecimiento económico. Una vez que quedó instaurado el capitalismo, se generalizó el dinero fiduciario, emitido por el sistema bancario, lo cual permite aumentar la liquidez y generar crecimiento económico. Concretamente, la emisión de dinero –mediante créditos- por parte de las instituciones privadas, ha sufrido una evolución importante en el transcurso del sistema capitalista, que ha permitido satisfacer la demanda de financiamiento y, por lo tanto, el ahorro deja de ser una limitante para que se realice la inversión.

Sin embargo, el financiamiento bancario puede acelerar el crecimiento económico, pero a su vez, detenerlo, lo cual, empero, puede ser neutralizado por las propias instituciones financieras, mediante la emisión de financiamiento de largo plazo.

Por otra parte, el mercado bursátil tiene por función promover la venta de acciones, afecta de manera considerable y contradictoria a la inversión. Por un lado, al negociar acciones nuevas – como aportaciones de capital directo hacia la empresa a cambio de participación en las utilidades futuras- amplía el capital disponible para la empresa, pero aumenta la inseguridad.

Por otro lado, dada la característica de las acciones (alta liquidez) que operan en el mercado secundario, al traspasarse de propiedad (venderse y comprarse) provocan movimientos en sus

¹⁴ Idem, p. 54.

precios y, dado que actúan como indicadores del rendimiento de las empresas, afectan el volumen de la inversión.

CAPITULO II

La inversión en el enfoque poskeynesiano

1. La inversión poskeynesiana

Aunque la escuela keynesiana de la síntesis neoclásica fue el enfoque dominante en la economía anglosajona, un pequeño grupo de economistas intentaron desarrollar los puntos de vista originales de Keynes con respecto al crecimiento, el empleo y la moneda. Este grupo de economistas llamados poskeynesianos tienen como representantes a Shackle, Weintraub (Sydney), Davidson, Minsky y Leijonhufvud. El rasgo central del pensamiento poskeynesiano es el rechazo de la idea de que el sistema de equilibrio general walrasiano es de alguna utilidad para la comprensión de las economías del mundo real.¹⁵

Desde luego, queda claro que los economistas poskeynesianos reconocen que todas las teorías representan una abstracción y una simplificación de la realidad, sin embargo, el problema central es el desarrollo de un marco teórico que se adecue a la realidad y permita analizarla y proponer alternativas a los problemas reales. Teniendo como punto de partida este panorama, los modelos poskeynesianos se apoyan básicamente en algunas consideraciones como:

El sistema económico es un proceso secuencial: Este concepto se basa en la noción de que el sistema económico es un proceso que se mueve de manera irreversible a través del tiempo; es decir, a través del tiempo histórico y no del tiempo lógico. En un mundo poskeynesiano, el tiempo es una variable asimétrica y la economía se mueve irreversiblemente y unidimensionalmente a través del tiempo. El pasado puede ser conocido pero el futuro es desconocido. Sin embargo, las decisiones tomadas en el presente requerirán acciones que no serán completadas hasta una fecha futura. En un mundo como el descrito, las decisiones económicas tomadas forman parte de las decisiones y acciones secuenciales marcadas no sólo por las expectativas en un futuro desconocido, sino también por los stocks heredados del pasado.

El papel de las expectativas en un mundo incierto: Keynes llegó a la conclusión de que la principal diferencia entre él y la economía neoclásica, radicaba en que él reconocía la incertidumbre de las expectativas respecto al futuro, en tanto que los neoclásicos hacían caso omiso, poniendo él en tela de juicio el tradicional concepto de equilibrio.

¹⁵ Gillén Romo, Héctor. *El sexenio de crecimiento cero*, México 1982-1988. Ediciones Era, México, pp. 15-28.

Los poskeynesianos, enfatizan la incertidumbre y el riesgo, y tratan con las expectativas de quienes toman decisiones económicas en un mundo donde existe lo que Shackle llama "experimentos cruciales", es decir, en un mundo donde no hay un estado de control estadístico y donde las leyes matemáticas de la probabilidad no se aplican. Keynes afirma que nuestro conocimiento del futuro es fluctuante, vago e incierto, aclarando que cuando hace referencia al saber incierto no trataba de oponer lo que es seguro a lo que es solamente probable.

A este respecto Poulon señala que, un suceso que pertenece al dominio de lo que es probable tienen una ley de la probabilidad y puede ser susceptible de previsión, a diferencia de los sucesos que no pertenecen al dominio de lo no probable, los cuales no se rigen por una ley de la probabilidad y su realización en el futuro sólo puede ser objeto de una anticipación. A juicio de Schackle, este tema de la incertidumbre con todas sus implicaciones, es el que le otorga a la obra de Keynes su carácter de revolucionaria.

El papel de la instituciones económicas en el sistema económico: Los poskeynesianos describieron un sistema económico en el que existen instituciones crediticias y monetarias que desempeñan un papel fundamental. Para estos economistas, las instituciones económicas son influyentes y prominentes para determinar el nivel de precios monetarios. Estas instituciones incluyen los sistemas monetario y bancario, los mercados de bienes, factores de producción y activos financieros considerados en el tiempo, los contratos monetarios que permiten que las partes del contrato compartan entre sí la carga de la incertidumbre cuando destinan recursos para producir un flujo de bienes que serán entregados en alguna fecha futura, la existencia de contratos que contemplan salarios. Para Keynes y los poskeynesianos, las instituciones –particularmente las de carácter financiero- tienen que actuar de tal manera que posibiliten el pleno empleo de los recursos disponibles.

La distribución del ingreso y el poder: La distribución del ingreso y el poder es un aspecto básico de la teoría poskeynesiana. Es de destacarse que los poskeynesianos insisten en que las grandes empresas oligopólicas disponen de poder para fijar márgenes de ganancia –por encima de los costos normales de producción- que les permiten financiar internamente la mayor parte de los gastos deseados de inversión. En esta perspectiva, la dinámica de los precios está estrechamente vinculada con las necesidades de inversión de las empresas.

El concepto de capital en el sistema económico: En este punto, los poskeynesianos –siguiendo el análisis de Keynes- enfatizan la ausencia de la maleabilidad del capital real, así como la diferencia entre el capital financiero y el capital real. Para los keynesianos en general, y para Paul Davidson en particular, los elementos ya mencionados corresponden a características fundamentales del mundo en que vivimos, del mundo real. Estas características se deben

considerar en la estructuración de un sistema económico descentralizado que evoluciona en un mundo lleno de incertidumbre, teniendo como único conocimiento el pasado.

En este contexto, la importancia que se da a la moneda proviene del hecho de que constituye un vínculo entre el presente y el futuro, por medio de contratos corrientes y contratos a plazos y de vínculos que unen a éstos últimos. Para los poskeynesianos, la moneda es un medio para hacer frente a la incertidumbre. Desempeñando la función de reserva de valor, la moneda se convierte en una fuente de confort moral, ya que su posesión pone al individuo al abrigo de circunstancias imprevistas o de crisis impredecibles a causa del desconocimiento del futuro.

Por otro lado, particularmente Leijonhufvud, Davidson y Misnky forman parte de la corriente llamada poskeynesiana, la cual centra sus análisis en demostrar que la tesis de Keynes respecto a la incapacidad del sistema económico para encaminarse por sí sólo hacia el pleno empleo, es válida tanto para la fase depresiva del ciclo, así como también, es válida en todo momento para una economía monetaria; donde la información imperfecta es lo único con que cuentan los agentes económicos. Básicamente, el análisis de estos tres poskeynesianos se sustenta en tres razones, que a su vez son consideradas por Keynes las más importantes para llegar al equilibrio con subempleo:

- 1) Porque se realizan transacciones a precios falsos; ésto debido a que la información es imperfecta, y porque el desequilibrio inicial se amplifique por efecto del multiplicador.
- 2) También, debido a información imperfecta, las expectativas respecto a las utilidades futuras de las empresas sean inelásticas, de modo que un ajuste en los precios relativos de los factores no logre estimular la inversión.
- 3) Porque, debido a la incertidumbre respecto al futuro, una parte excesiva del ahorro se mantenga en forma de dinero, reduciendo la demanda agregada.

Por su parte Leijonhufvud, argumenta que en la realidad una economía monetaria se caracteriza por ser posible, para lo cual considera tres puntos importantes:

Que se lleven a cabo algunas transacciones a precios distintos de los precios de equilibrio:

En este punto, hace notar que el desempleo en el modelo keynesiano no aparece porque los salarios monetarios sean rígidos, ni porque haya condiciones monopólicas en los mercados, como sugieren algunos teóricos de la síntesis. El desempleo aparece porque al no haber un albitrajista que de información perfecta, se realizan transacciones a precios falsos y la contracción de la

demanda global que esas ventas ocasionan produce desempleo antes de que los precios se ajusten.

Que las expectativas sean inelásticas: Leijonhufvud señala que, si como suponen los teóricos de la síntesis, hubiera información perfecta y expectativas elásticas, pero la oferta monetaria estuviera compuesta principalmente por dinero interno, una baja en los salarios monetarios haría prever una caída generalizada en los precios; en estas circunstancias, la gente no demandaría nuevos préstamos pues las deudas se harían más pesadas en el futuro inmediato. El incremento en los saldos monetarios reales con el que los teóricos de la síntesis cuentan para reactivar la economía, no se realizaría con cada préstamo que se liquidara a los bancos.

En el modelo keynesiano, el futuro no se conoce con certeza ya que no existe el arbitrajista que proporcione información completa, oportuna y gratuita. Los cambios en la corriente esperada de utilidades (π) a consecuencia de variaciones en los costos, en la demanda, etc. son inciertos y por esa razón los inversionistas prefieren suponer que (π) se comportará igual que en el pasado; es decir, mantienen expectativas inelásticas. Una reducción en los salarios, por lo tanto, no mejorará las previsiones sobre (π) ni influirá positivamente sobre la inversión. Para Keynes, era más recomendable reducir la tasa de interés mediante aumentos en la oferta monetaria para elevar la inversión.

Baja liquidez de los activos de capital: Para Keynes, el grado de liquidez de un bien depende de qué tan elástico sea su precio respecto a la tasa de interés. En este punto se destaca que existen bienes como los activos de capital, cuyos precios son muy elásticos a la tasa de interés, para los cuales pequeños aumentos de ésta tasa ocasionan fuertes caídas en las cotizaciones, lo que puede restarles liquidez en cierto momento. En contraste, las demás mercancías, como los bienes de consumo, los salarios, etc. son poco elásticas a la tasa de interés y es posible venderlas en cualquier fecha sin pérdidas, aunque la tasa de interés fluctúe.

Para Keynes, la tasa de interés, entendida como un ingreso por ceder liquidez, era una variable poco importante en la demanda de dinero; lo fundamental era la desviación de la tasa respecto a un nivel "seguro", ya que la variación del tipo de interés es la que da lugar a ganancias o pérdidas de capital, las cuales representan sumas de dinero muy superiores al ingreso por intereses: en la teoría general, la preferencia por la liquidez significa la elección entre una serie de activos más o menos líquidos, cuyos precios no son muy elásticos a la tasa de interés, por un lado, y por otro, activos de capital de larga duración cuyos precios sí son altamente sensibles a variaciones inesperadas de la tasa de interés (bonos a largo plazo, acciones). Según Keynes, la tasa de interés relevante para la demanda de dinero era la de largo plazo, pues ella determinaba las variaciones en el valor presente de los activos de larga duración.

En resumen, Leijonhufvud establece que cada una de las tres posibilidades mencionadas, son capaces, por sí solas, de impedir que la economía se encamine automáticamente hacia el pleno empleo y nos remite al esquema original de Keynes, de equilibrio con subempleo, donde se requiere la acción reguladora de las políticas monetaria y fiscal.

Por otro lado, Paul Davidson centra básicamente su análisis de la teoría de Keynes partiendo de la diferencia entre el riesgo; el cual es un hecho medible por el cálculo de probabilidades, y la incertidumbre; que no es cuantificable. Según este autor, el hecho de que exista una incertidumbre que no es medible, constituye la diferencia específica entre los teóricos de la síntesis y el modelo original de Keynes.

Davidson, señala que las decisiones de un empresario no se deben basar en la probabilidad de que ocurra un evento, ya que el costo de una equivocación puede ser muy alto. También, señala que con el fin de que disminuya la incertidumbre, el hombre ha ido desarrollando varias instituciones y reglas que caracterizan a las economías en la era moderna; entre estas instituciones se pueden destacar los contratos y el dinero. Por un lado, los contratos pueden garantizar la constancia de los precios de los factores de producción, por lo menos durante el periodo de tiempo que toman los procesos productivos; ya que de otra manera los empresarios no tomarían el riesgo de iniciarlos.

Por otra parte, debido también a que los agentes económicos se desenvuelven dentro de un ambiente de incertidumbre, el dinero se usa no sólo como un medio de cambio, sino también, como un depósito de valor que permite trasladar al futuro las decisiones sobre lo que se ha de comprar con él. Para Davidson, como resultado de los arreglos institucionales dirigidos a la reducción de la incertidumbre, encuentra que el comportamiento del sistema económico es diferente del que supone la teoría neoclásica, esto es, del que se obtendría bajo condiciones de perfecta certidumbre o bajo una economía de trueque.

Partiendo de la operación de una economía monetaria en un mundo real; es decir, en mundo donde el futuro es incierto, Davidson propone un esquema de política económica tendiente a lograr el crecimiento con pleno empleo y con estabilidad de precios, diferente al propuesto por la corriente ortodoxa neoclásica.

Para Davidson, el dinero y los contratos tienen la misma función y características dentro de una economía moderna al igual que para Leijonhufvud. Este autor, partiendo del funcionamiento de una economía monetaria en el mundo real¹⁶ propone un esquema de política económica distinto al

¹⁶ Quiere decir en un mundo donde el futuro es incierto.

planteado por los neoclásicos. El esquema que plantea Davidson en esencia coincide con las propuestas hechas por Keynes, que básicamente son las siguientes:

La ley de Say: En el mundo real, el ahorro no siempre se canaliza a la compra de bienes de capital. La incertidumbre, apunta Davidson, ha llevado al hombre a crear activos financieros (dinero o títulos) que sirven como depósito de valor y que permiten diferir al futuro las decisiones respecto a qué bienes comprar con los ahorros. Estos activos se producen casi sin ocupar recursos reales (tierra, maquinaria, mano de obra, etc.), por lo que cuando el ahorro se canaliza hacia ellos quedan ociosos los factores que antes estaban empleados en la generación del ingreso. La existencia de activos financieros, por lo tanto, invalida la ley de Say¹⁷. Para Davidson, los bienes de capital no son eficientes como depósitos de valor, y por tal motivo las decisiones de ahorro no implican necesariamente inversiones productivas. Por lo tanto los activos ideales que se pueden usar como depósitos de valor son el dinero y los títulos financieros, ya que gracias a su homogeneidad cuentan con un mercado continuo y además regulado por la autoridad monetaria, lo cual impide que haya bruscas variaciones en sus precios –en la tasa de interés-. Por lo tanto, estos activos no implican gastos de conservación y sus costos de transacción –esto es, por convertirlos en medios de pago- son nulos dentro de las economías modernas con mercados financieros desarrollados.

Los bienes de capital por el contrario, se caracterizan por una gran heterogeneidad, lo cual determina que sus mercados no sean continuos y que sus precios varíen fuertemente, todo lo cual tiende a restarles liquidez. Además, su tenencia como depósito de valor implica altos costos de conservación y también de transacción, debido a que su venta conlleva gastos de transporte e instalación.

En una economía monetaria, por lo tanto, la existencia de dinero y otros activos financieros permite separar las decisiones de ahorro e inversión; aquí el dinero y otros títulos se demandan por los servicios que prestan, condiciones bajo las cuales nada garantiza que el ahorro iguale a la inversión.

Teoría de la demanda de dinero: Dentro de este punto, Davidson menciona que en un mundo con incertidumbre el dinero es un medio para diferir decisiones que, de resultar equivocadas, ocasionarían grandes pérdidas, dando lugar por lo tanto, a una demanda de dinero como depósito de valor que aunada a la demanda de dinero para transacciones, constituyen la demanda total de

¹⁷ Para los autores prekeynesianos, la igualdad entre el ahorro y la inversión física los lleva a proclamar la ley de Say: esto es, que toda oferta crea su demanda.

dinero. Davidson al igual que Keynes considera que la demanda de dinero es inestable, lo que tiene importantes consecuencias para la instrumentación de la política económica.

El autor enfatiza que, en el esquema de Keynes, la demanda de dinero para transacción es función de los gastos planeados y no de los gastos efectivamente realizados, como lo sostienen los keynesianos que llama bastardos. Tal diferencia se debe al "motivo financiación"¹⁸ de la demanda de dinero. Por otra parte, niega que la política monetaria por sí sola pueda contrarrestar fluctuaciones cíclicas y, afirma que el uso del multiplicador monetario se ve limitado tanto por los factores que causan la inestabilidad de la demanda de dinero, como por la baja elasticidad de sustitución que existe entre los bienes de capital y el dinero.

Por otro lado, de acuerdo con Davidson, la única forma en que las autoridades monetarias pueden incrementar la producción y el empleo por medio de operaciones de mercado abierto, es a través del llamado "efecto Keynes"¹⁹, o sea, comprando valores para disminuir la tasa de interés y estimulando de esta manera la inversión en activos productivos. Sin embargo, cuando la tasa de interés llega al punto mínimo correspondiente al estado de liquidez absoluta, esta política deja de ser efectiva, y se hace preciso complementarla con una política fiscal expansiva que eleve la eficacia marginal del capital.

La propensión al ahorro vs. la preferencia por la liquidez: Para Davidson, la igualdad entre ahorro e inversión no asegura que el financiamiento sea adecuado. Ya que puede suceder que, con una propensión al ahorro suficiente para lograr el pleno empleo, las empresas puedan no encontrar el financiamiento apropiado –colocando valores–, debido a una alta preferencia por la liquidez por parte del público. Condiciones bajo las cuales, si los bancos se rehúsan a proporcionar la liquidez deseada –liberando el crédito–, la gente tratará de vender sus valores aunque sea a precios bajos, y la tasa de interés subirá independientemente de que la propensión al ahorro sea elevada.

En este sentido, una política monetaria eficaz para promover el crecimiento sería la que proporcionara en todo momento la liquidez necesaria para que los precios de los títulos se mantengan estables, o aún mejor, que apoye una leve tendencia ascendente que sitúe el valor de mercado de las empresas por encima del costo de reposición de sus activos. Dicha política estimularía a los inversionistas a comprar equipos nuevos en lugar de empresas ya existentes, con lo que la acumulación neta de capital de la comunidad aumentaría.

¹⁸ Mantey, Guadalupe. *Lecciones de economía monetaria*. UNAM-Facultad de Economía, UACP y P-CCH. México 1997. p. 174

¹⁹ Idem. p. 174

Elasticidad de la inversión respecto a la tasa de interés: Aquí, Davidson defiende la idea de Keynes en el sentido de que la política monetaria, en condiciones normales de la economía –esto es, fuera del estado de liquidez absoluta–, es capaz de influir sobre la inversión a través de la tasa de interés. Al respecto, señala el autor que la inversión depende inversamente de la tasa de interés porque la tasa de descuento a la cual los empresarios capitalizan las utilidades que esperan obtener de un bien de capital, es función de la tasa de interés. Sin embargo, la tasa de descuento y la tasa de interés no son exactamente iguales, esto debido a que la tasa de descuento incluye una prima subjetiva por incertidumbre, la cual varía inversamente al estado de las expectativas. En períodos de expansión, cuando las expectativas son optimistas, la prima subjetiva es pequeña; pero en períodos recesivos, dicha prima tiende a aumentar.

La tasa de interés por el contrario, se mueve en forma opuesta; es decir, aumenta en períodos de expansión y se contrae durante la recesión. Para Davidson, a diferencia de los teóricos de la síntesis, la política fiscal desplaza a la política monetaria únicamente cuando la tasa de interés ha descendido al nivel correspondiente al estado de liquidez absoluta.

Modelos walrasianos de equilibrio general: En general, Davidson rechaza los modelos de equilibrio walrasianos, los cuales suponen que existe perfecta información. Lo anterior, se sustenta en el hecho de que la demanda de dinero que surge como resultado de la incertidumbre invalida el principio de Walras²⁰. Esto es así por dos razones: 1) la primera, se da en el sentido de que en la producción de dinero se ocupan pocos recursos reales, de modo que cuando una parte importante del ahorro se conserva en forma de dinero, algunos de los recursos que sirvieron para generar el ingreso quedan desempleados; 2) en segundo lugar, porque el dinero se demanda como depósito de valor, para comprar lo que se producirá mañana, el equilibrio al que se puede llegar hoy en el mercado de dinero y en todos los demás mercados menos uno, no implicará el equilibrio del restante.

Política antiinflacionaria: Davidson menciona que, dentro del mundo real, normalmente las empresas operan por debajo de su capacidad instalada y su producción la llevan a cabo mediante contratos con precios rígidos, por lo tanto, en la mayoría de los casos la inflación no aparece como resultado de presiones de la demanda, sino que se genera por problemas de oferta; es decir, depende de los precios fijados en los contratos. Lo importante aquí del análisis de Davidson, es que tomando en cuenta que la inflación depende principalmente de los precios fijados en los

²⁰ Según este principio, el equilibrio en todos los mercados menos en uno, conlleva el equilibrio del restante.

contratos, propone una política alternativa²¹ consistente en la negociación de un pacto social democrático que garantice salarios y tasas de ganancia estables.

1.1. Las aportaciones de Minsky

Hymán P. Minsky nació en 1919 en Chicago, inició sus estudios universitarios en Chicago en 1937, precisamente un año después de que Keynes publicó su Teoría General. Inicialmente se inclinó primero por estudiar matemáticas y física, sin embargo, tras conocer a Oscar Lange, Jacob Viner y Henry Simons, quienes enseñaban economía en esa universidad, reorientó su carrera hacia esta disciplina, obteniendo los grados de maestría y doctorado en la universidad de Harvard. Su amistad con Paul Douglas –el de la función Cobb-Douglas-, Abba Lerner y Gerhard Mayer marcó profundamente su concepción teórica, particularmente en su escepticismo con respecto al poder equilibrador de los mercados, la preocupación por explicar el ciclo económico, la cautela en el uso de las técnicas matemáticas y el rechazo al radicalismo dogmático.

Minsky, quedó particularmente impresionado y se vio identificado con el enfoque institucionalista de Keynes, el cual le ofrecía una explicación más convincente del proceso de acumulación de capital que la ofrecida por la teoría neoclásica, al tiempo que le proporcionaba las bases de una teoría del ciclo económico. En este sentido, en 1974 escribió que el sistema financiero oscila entre la solidez y la fragilidad y estas oscilaciones son parte integral del proceso que generan los ciclos de los negocios, argumenta además, que esas oscilaciones y los auges y caídas que las acompañan son inevitables en una economía de mercado a menos que el gobierno intervenga para controlarlas mediante regulaciones, acciones de la banca central y otras herramientas que de hecho surgieron a raíz de la gran depresión de los años treinta, así mismo, se opuso a la desregulación característica de los años ochenta.²²

Al igual que Keynes, Minsky investiga el comportamiento de una economía monetaria con cierto grado de desarrollo financiero y que crece en condiciones de incertidumbre. Esta última característica, que los distingue de la teoría convencional basada en la certidumbre actuarial – mediante el cálculo de probabilidades-, tiene consecuencias trascendentes en ese marco institucional, pues induce un ciclo económico por la volatilidad de las expectativas.

²¹ Los teóricos de la síntesis neoclásica han propuesto tradicionalmente políticas antiinflacionarias basadas en la contracción de la demanda y la liberalización de los precios. Davidson se inclina por la propuesta keynesiana, que advierte que el sólo control de la demanda no evitará la inflación si existen presiones políticas tendientes a elevar los salarios y las utilidades y, que una mayor flexibilidad de precios –particularmente de los salarios- al incrementarse la incertidumbre de los empresarios, desalentaría la producción agravando el problema.

²² Mantey, Guadalupe. "Hymán P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX". *Comercio Exterior*, vol. 50, núm. 12, México, diciembre, 2000.

Lo sobresaliente de la obra de este economista, es la importancia que da al sistema financiero para comprender las fluctuaciones económicas y el crecimiento. Destaca que a la larga la acumulación de deuda restringe las inversiones empresariales y conduce a la reducción financiera y la recesión. Las políticas fiscal y monetaria, tema importante de sus investigaciones, pueden contener de modo temporal la inestabilidad financiera, pero resalta que la política no puede evitar que ésta estalle de manera periódica. Minsky, es considerado una autoridad en teoría monetaria e instituciones financieras, sus estudios sobre la inestabilidad recurrente del sistema financiero de una economía capitalista fueron la génesis del paradigma de Wall Street. Minsky murió en Rhinebeck, Nueva York en 1996²³.

Por otra parte, Minsky al igual que Leijonhufvud y Davidson, estudia el comportamiento de una economía capitalista considerando que no existe un árbitro que proporcione información completa, oportuna y gratuita, sobre los precios de equilibrio en cada mercado, y donde no existe el recurso de la recontractación. Toma en cuenta, que en este tipo de economías se generan espontáneamente situaciones críticas de desempleo cuando los mercados se dejan al libre juego de la oferta y la demanda, crisis que se pueden evitar mediante el adecuado manejo de las políticas monetaria y fiscal²⁴.

Otros de los campos desarrollados por Minsky es el de la:

Teoría de la inversión: sin modificar el esquema original de Keynes en su esencia, con respecto a la afirmación de que la inversión depende de la diferencia entre la eficacia marginal del capital y la tasa de interés²⁵, Minsky aborda el análisis desde una perspectiva similar a la de Brainard y Tobin; esto es, vinculando ambas variables por medio de la diferencia entre la valuación de las empresas en el mercado financiero y el precio de oferta de los bienes de capital.

Minsky plantea que para dar lugar a una inversión nueva; siguiendo la teoría keynesiana de la preferencia por la liquidez, supone que la valuación de los activos de capital dependen directamente de la oferta monetaria, pues ésta influye en la tasa de interés. Si esta valoración excede al precio de oferta de los bienes de capital –al precio que demanda el productor para seguir en el ramo, o sea P_f -, entonces tendrá lugar una inversión nueva.

²³ Idem, p. 1.

²⁴ Mantey, Guadalupe. Ibidem, p.178.

²⁵ En el modelo keynesiano original, las decisiones de inversión productiva no son independientes de otras decisiones de inversión y se encuentran condicionadas a que la eficacia marginal del capital (EMC) sea superior a la tasa de interés (i). La EMC, es la tasa de descuento a la cual se iguala el precio de oferta de los bienes de capital con el valor presente de la corriente esperada de utilidades (U). El precio de oferta de los bienes de capital (P_f) es el que permitiría al productor una ganancia normal y lo mantendría en su actividad productiva. En consecuencia: $(U/EMC) = P_f$.

Con respecto al financiamiento, el autor plantea que la inversión neta de las empresas será financiada en parte con fondos internos y el resto con fondos externos. Los fondos internos – utilidades retenidas después de impuestos- no necesariamente guardan una relación proporcional a la inversión planeada, de tal manera que si esta aumenta, es muy probable que la ponderación del mercado de préstamos ante la creciente demanda de financiamiento para la inversión, pueda influir y modificar los términos en que éste se conceda y a la larga puede frenar el impulso de la acumulación de capital si la tasa de interés se eleva, y esta reacción del mercado es lo que marca la diferencia entre la inversión ex ante y la inversión ex post.

Por otra parte, cuando la inversión se financia mediante la emisión de pasivos que tienen un plazo de vida más corto que la vida probable de los activos, se genera entonces una excesiva necesidad de efectivo de los flujos de caja previstos como producto de la inversión. Lo anterior, obliga de alguna manera a refinanciar las deudas; sin embargo, si en el momento requerido no es posible que se lleve a cabo el refinanciamiento, la empresa se verá obligada, por lo tanto, a vender algunos activos con el fin de dar cumplimiento a los compromisos contraídos. De esta manera, a medida que va incrementándose el apalancamiento, los agentes económicos tienden a valorar más favorablemente aquellos activos financieros que poseen mayor liquidez.

Minsky observa que durante un período de prosperidad hay una tendencia a modificar las actitudes con respecto al riesgo y a mejorar las expectativas sobre los flujos de caja de las empresas. En este marco, los banqueros perciben oportunidades lucrativas y expanden el crédito; el cual, junto con las expectativas favorables, tienden a aumentar los precios de los activos de capital existentes. Este aumento del valor de mercado, estimula a su vez a las empresas a invertir incrementado de este modo sus pasivos y manteniendo estable la relación de deuda a patrimonio.

Minsky al analizar la relación entre deudas e inversiones, destaca que las empresas operan en el presente con obligaciones heredadas del pasado, y su inversión en el presente determina las obligaciones que enfrentarán en el futuro. Las empresas, para pagar sus deudas cuentan con tres fuentes de recursos que son: 1) las utilidades, 2) sus activos y 3) el financiamiento bancario. En el caso de que las utilidades no crezcan lo suficiente, las empresas serán forzadas a pedir nuevos créditos a los bancos, o a vender una parte de sus activos.

Por otra parte, para Minsky una estructura de deudas recibirá un adecuado cumplimiento siempre que las utilidades esperadas se realicen y, para que esto suceda, es preciso que en la economía haya suficiente inversión ya que de ésta depende la generación de ingresos. Sin embargo, la estructura de deuda condiciona la inversión ya que determina la forma de distribución de las

utilidades; esto es, cuánto se destina a los acreedores, cuánto a los accionistas y cuánto puede destinarse a la acumulación de capital. Esta estructura de deuda de las empresas si compromete una gran parte de las utilidades y la inversión llegara a contraerse, causaria una caída del ingreso y puede provocar un efecto de "bola de nieve" al reducir las utilidades de otras empresas y generar una serie de moratorias encadenadas. En estas condiciones, resulta de suma importancia el comportamiento que siguen las instituciones financieras. Bajo este esquema, para evitar un colapso financiero, Minsky privilegia la disponibilidad de dinero a bajo costo, ya que puede permitir la validación de la estructura de deudas heredada del pasado y estimular nuevas inversiones.

Otra de las valiosas aportaciones hechas por Minsky en su teoría de la inversión, es su explicación del paso de la economía de una fase de tranquilidad a una fase de inestabilidad financiera. En este punto se observa que la mayor oferta de créditos tiende a generar un incremento de su demanda, al mismo tiempo, la más alta valuación del capital patrimonial hace que los banqueros sostengan, por un tiempo, los términos de concesión de los préstamos para la nueva inversión. Cuando los banqueros se ven limitados a aumentar el financiamiento por restricciones en la base monetaria, realizan innovaciones que elevan el multiplicador del crédito, de modo que la oferta monetaria se torna perfectamente elástica a la tasa de interés. Incorporando a la teoría de Keynes los dos desarrollos anteriores, los cuales se producen durante la prosperidad, Minsky explica el paso natural de la tranquilidad a la inestabilidad financiera.

1.1.1. La hipótesis de la estabilidad inherente

Para Minsky, en un proceso de crecimiento acelerado, donde la tasa de inversión debe crecer vigorosamente, por un lado, se tendría que los bancos necesitan incrementar sustancialmente el monto de financiamiento y, por lo tanto, se verá reducido su margen de seguridad; y por otro lado, las empresas tienen que elevar su tasa de apalancamiento. Dicho proceso, llegará a un punto en que las empresas estarán altamente endeudadas y los bancos subirán la tasa de interés, provocando así un aumento en el costo de endeudamiento y las empresas se verán imposibilitadas para enfrentar sus compromisos previos. Esta situación, puede desencadenar una fragilidad financiera que puede detener el proceso de inversión, y además, puede reducir las cotizaciones de los precios de los valores ante lo cual los bancos aumentan la oferta de los títulos para asegurar su liquidez.

La fragilidad financiera dependerá de las estructuras de los portafolios de las empresas y los bancos; específicamente, de la estructura de endeudamiento que está en función; a su vez, de la percepción que tengan los agentes productivos sobre el futuro, donde guarda un papel central la incertidumbre. Las empresas pueden asumir tres estructuras diferentes de portafolios, que son:

1) Empresas financieramente cubiertas: Para estas empresas, los flujos de caja siempre exceden a los compromisos de pago; es decir, son aquellas empresas cuyos ingresos siempre exceden a sus obligaciones, de tal modo que no requieren financiamiento adicional.

2) Empresas especulativas: son aquellas empresas que no sólo necesitan refinanciamiento para cubrir las amortizaciones de sus deudas en una fase inicial, sino incluso para pagar los intereses, aunque a largo plazo, si sus ingresos exceden a sus obligaciones. En otras palabras, en estas empresas durante un breve periodo inicial el flujo de caja sólo alcanza para cubrir los intereses, pero no las amortizaciones, de modo que requieren del refinanciamiento.

3) Empresas Ponzi: Son aquellas empresas que no sólo necesitan refinanciamiento para cubrir las amortizaciones de sus deudas en una fase inicial, sino incluso para pagar los intereses, aunque a largo plazo, si sus ingresos excedan a sus obligaciones. Cabe mencionar, que cuando el crédito se solicita para cubrir no sólo las amortizaciones, sino también los pagos de intereses, Minsky lo denomina financiamiento Ponzi.

Cada una de estas tres categorías de empresas resiente en diferente grado la inestabilidad del mercado de crédito. Si bien una elevación del rédito repercute de igual manera para todas traduciéndose en una baja de su valor de mercado, el grado de intensidad con que esto sucede difiere significativamente para cada una de ellas. Por su parte, las empresas financieramente cubiertas son las menos afectadas, esto debido a que sus obligaciones no aumentan ya que no requieren de créditos adicionales para operar; sin embargo, decrece en virtud de que sus utilidades futuras se capitalizan a una tasa de interés mayor. En el caso de las empresas especulativas, un alza en los tipos de interés es más dañino, pues no sólo disminuye su valor de mercado por el alza de la tasa a la que se descuentan sus utilidades futuras, sino que ésta misma corriente de ingresos esperados disminuye al elevarse el costo del financiamiento adicional que requieren para seguir operando. Finalmente, las empresas Ponzi se ven en una situación similar pero además agravada por el hecho de que necesitan créditos adicionales no sólo para pagar amortizaciones sino también para cubrir los intereses de las deudas contraídas con anterioridad.

De lo anterior, se desprende el hecho de que en un sistema financiero robusto hay predominio de las empresas financieramente cubiertas y, no se ve fuertemente afectado por cambios pequeños en las tasas de interés o las utilidades, mientras que en una economía donde predominan las empresas especulativas y Ponzi, tiene un sistema financiero frágil y aquí, si llegaran a darse cambios en las tasas de interés y en las utilidades, sí se ve afectada severamente la capacidad de los agentes privados para cumplir sus compromisos financieros. Sin embargo, Minsky argumenta que la estructura de las empresas en una economía capitalista moderna no permanece inmutable,

por lo tanto, existe la posibilidad de que una empresa cubierta financieramente tienda a transformarse en una empresa especulativa o en una empresa Ponzi.

Lo anterior se debe, en primer lugar, porque las empresas cubiertas son a las que los banqueros tratan de persuadir para que lleven a cabo proyectos de inversión de largo plazo financiados con crédito; en segundo lugar, porque a estas empresas también les conviene aumentar su rentabilidad y valor de mercado invirtiendo en proyectos de largo plazo financiados con deuda, esto, siempre que la tasa de interés sea menor que la tasa de ganancia. Situación que se agrava cuando el crédito aumenta con mayor rapidez que las utilidades, las tasa de interés comienzan a subir, el aumento de ésta tasa eleva el precio de oferta de los bienes de capital financiero. En consecuencia, la inversión productiva se contrae, lo que provoca una caída de la demanda agregada y de las utilidades.

La baja en el valor de mercado de las empresas, por otra parte, reduce el colateral de los préstamos de los bancos y obliga a éstos a restringir el crédito para mantener sus márgenes de seguridad. La escasez de financiamiento de nuevo afecta negativamente a la inversión, al ingreso y a las utilidades en un círculo vicioso que presiona a las empresas y a los bancos a obtener liquidez mediante la venta de activos. La caída de los precios de los activos, hace aún más difícil el cumplimiento de los compromisos de pago; las primeras moratorias exacerban la astringencia crediticia y aceleran la deflación de las deudas, extendiendo la insolvencia hasta llegar a la crisis.

1.1.2. La política económica de estabilización

Minsky asegura que, aún cuando el comportamiento natural de los mercados conduce a crisis financieras, éstas pueden evitarse mediante una política económica adecuada²⁶. Dicha política, se debe orientar a estabilizar las cotizaciones de las empresas en el mercado financiero a fin de lograr un crecimiento sostenido de la inversión y el ingreso. La estrategia propuesta por Minsky, combina una política monetaria flexible, que impida elevaciones excesivas de la tasa de interés, y una política fiscal compensatoria; que establezca las utilidades de las empresas.

Por un lado, si el banco central interviene rápidamente como prestamista de última instancia cuando los Bancos comerciales enfrenta interrupciones en sus ingresos; porque sus clientes no pueden pagar sus deudas, las ventas forzadas de activos financieros se evitarán, y con ellas el peligro de una caída generalizada en las cotizaciones bursátiles. Por otra parte, si el gobierno sigue una política fiscal que compense las fluctuaciones de la inversión privada, mediante un gasto

²⁶ Mantey, Guadalupe. *Ibidem* p. 182.

público deficitario cuando la inversión privada se contraiga o con un impuesto al ingreso cuando haya peligro de inflación, las empresas percibirán utilidades estables, lo que les permitirá cubrir el servicio de sus deudas sin tener que vender precipitadamente sus activos financieros. Sin embargo, Minsky reconoce que estas medidas pueden tener un sesgo inflacionario.

En primer lugar, cuando el banco central interviene como prestamista de última instancia; comúnmente para auxiliar a bancos comerciales de gran tamaño, se ve forzado a abandonar su objetivo de mantener un crecimiento estable de la base monetaria; esto ocasiona un crecimiento incontrolado del medio circulante y genera presiones inflacionarias. En segundo lugar, cuando las utilidades de las empresas se sostienen gracias a un gasto público deficitario en forma de transferencias al consumo, o de erogaciones para la defensa, las cuales no incrementan la oferta de bienes y servicios, también se presionan al alza los precios. Con base en esto, Minsky asegura que aunque la política económica ha evitado los pánicos financieros, la forma en que se ha instrumentado ha generado por otro lado el fenómeno de la estanflación.

Por lo tanto, para evitar el sesgo inflacionario de estas políticas, Minsky junto con Fazzari recomiendan algunas medidas complementarias, que son: 1) que el gasto público deficitario se canalice hacia proyectos de inversión; 2) que se limite, hasta donde sea posible el crecimiento de los bancos comerciales a fin de reducir las intervenciones del banco central como prestamista de última instancia; y 3) hacer más rígida la regulación bancaria actual y promover el uso de la ventanilla del redescuento, con preferencia a las operaciones de mercado abierto, a fin de vigilar más de cerca a las instituciones bancarias. No obstante Minsky admitió posteriormente que su segunda propuesta era utópica, ya que el tamaño confiere una importante ventaja competitiva en la actividad bancaria, cuya rentabilidad se ha visto deprimida por la competencia de los intermediarios no bancarios. Su tercera propuesta, implica que se abandone el sistema de bancos especializados y que se permita la integración de la banca múltiple.

La integración de la banca comercial con la banca de inversión facilita que el crédito se canalice a sostener las cotizaciones de los valores, pues el banco múltiple está autorizado para dar créditos en cuenta corriente y también para negociar valores empresariales y participar en actividades de suscripción. En general, esto quiere decir que Minsky favorece la integración de grupos financieros, de modo que la banca comercial comparta con la banca de inversión el interés por mantener estables las cotizaciones de los títulos.

1.1.3. La inestabilidad financiera internacional

Minsky extiende su teoría al plano de las relaciones financieras internacionales y advierte sobre los riesgos de una deflación mundial de títulos como resultado de la desregulación y el avance en la

integración global de los mercados financieros. Señala que en el marco institucional actual, con un sistema monetario internacional desvinculado del oro y con mercados financieros extraterritoriales desregulados para las principales monedas de reserva, no existe un mecanismo equilibrador similar al que operó con el patrón oro. Mientras la inestabilidad financiera internacional exige que las grandes potencias incurran en déficit comercial crónico y sean inversionistas netos en el exterior, aquéllas se empeñan en obtener superávit en su comercio con los países que están endeudados en sus monedas.

También afirma que en las situaciones críticas que se han presentado en las dos décadas pasadas, cuando la insolvencia de un país deudor o un conjunto de ellos ha amenazado la estabilidad financiera mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha impedido la catástrofe actuando en dos direcciones: 1) gestionando el refinanciamiento de las deudas acumuladas, y 2) reduciendo el crecimiento de los deudores y devaluando sus monedas para disminuir sus importaciones y posibilitar así el cumplimiento de los compromisos de pago en moneda extranjera.

La segunda parte de la estrategia, Minsky la denomina "la solución mexicana"²⁷, la cual tradicionalmente se considera conveniente para un país en lo individual y perjudicial para la economía mundial, ya que la contención de la demanda de importaciones de los países deudores necesariamente afecta las exportaciones y los ingresos de capital de los acreedores y, cuando los países fiscalmente independientes actúan con el mismo criterio, la reducción de sus importaciones impide a otras naciones generar los flujos de caja con los que validarían sus deudas. Un ejemplo claro de esto fue la situación que se presentó con la crisis de pagos del tercer mundo en los años ochenta, cuando por medio del Plan Brady las deudas soberanas tuvieron que depreciarse a un nivel congruente con los flujos de caja de los países deudores.

Además, Minsky considera que la regulación y la integración global de los mercados financieros, necesitan un nuevo marco institucional capaz de prevenir una deflación internacional de títulos, como un primer paso en la construcción del marco institucional adecuado a esta nueva etapa de desregulación e integración global de los mercados financieros, Minsky propone volver a un sistema de tipos de cambio fijos. Este régimen tendría dos grandes ventajas: 1) por un lado, garantizaría la creación de liquidez por los países que resultarán acreedores en el comercio mundial y, 2) por otro lado, evitaría los cambios violentos en la moneda de denominación de los depósitos bancarios –por ejemplo, en respuesta a variaciones transitorias en las tasas de interés– que llevan a aumentos peligrosos en la exposición de los bancos en alguna divisa clave.

²⁷ Mantey, Guadalupe. *Ibidem* p. 7.

En general, la originalidad del análisis de Minsky consistió en modelar el tránsito de un sistema financiero robusto a uno frágil, esto como resultado de la evolución natural de las expectativas de los banqueros, las empresas y las familias a lo largo del ciclo económico. Es decir, su principal aportación fue mostrar el carácter endógeno de las crisis en una economía monetaria, donde los precios de los activos de capital se dejan libres a las fuerzas de mercado en condiciones de incertidumbre.

Por otro lado, la preocupación central de este autor, fue definir un marco institucional que permita prevenir las crisis, tanto en escala nacional como en la economía mundial. Su convicción de que esto era posible mediante el adecuado manejo de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, se fundamentó en la no neutralidad del dinero, concepto que sustentó con la teoría keynesiana de la volatilidad de las expectativas, sin apartarse de la ortodoxia en lo concerniente al predominio de la libre competencia en los mercados reales. Más aún, Minsky trató de probar la no neutralidad del dinero sin rechazar la teoría cuantitativa de los precios, indicando los efectos positivos que tendría un aumento inflacionario de la oferta monetaria para la validación de una estructura dada de deudas. Esta concesión a la ortodoxia lo aparta de la tradición poskeynesiana²⁸, que asume la competencia imperfecta como el estado normal de una economía y explica la distribución del ingreso como función de la inversión deseada. Este marco teórico le habría permitido analizar con mayor profundidad la vinculación de una política monetaria contractiva con el fenómeno de la estanflación.

1.2. El papel del dinero y los bancos en el sistema económico

Con base en las diferencias entre el riesgo y la incertidumbre, el dinero asume distintas funciones en la economía. Por un lado, la visión ortodoxa sostiene que el dinero realiza principalmente la función transacción y no afecta a la producción, y además mencionan que las desviaciones de corto plazo pueden ser corregidas en el mediano plazo; por otro lado, los teóricos de la demanda efectiva argumentan que el dinero en el sistema capitalista se distingue por su función como depósito de valor y tienen la particularidad de acelerar o detener el volumen de la producción²⁹, por lo cual consideran que el dinero no es neutral, además para este enfoque el sistema capitalista se caracteriza por desarrollar una economía monetaria de producción, donde el dinero domina las relaciones de intercambio y las de producción. Para esta corriente de pensamiento, el dinero permite diferir el consumo del ingreso presente, provocando desempleo de los factores productivos, pero también crea deudas, que es la contrapartida del dinero, y la base para la formulación de contratos que generan financiamiento para la inversión.

²⁸ Idem, p. 10.

²⁹ Levy, Noemí. Ibidem p. 28.

En el análisis teórico de la demanda efectiva, la presencia de la incertidumbre genera supuestos importantes dentro del análisis del papel del dinero en la economía, particularmente sostienen que la economía capitalista se distingue por ser eminentemente monetaria, donde el dinero asume funciones particulares y genera instituciones específicas para organizar el proceso de producción y circulación. Lo anterior se basa en el hecho de que los factores productivos son remunerados en dinero, esto es, que los capitalistas tienen como objetivo central valorizar el capital adelantado, y las ganancias como el ahorro adquieren una forma monetaria; por lo tanto, la producción así como su volumen dejan de ser objetivos *per se* de los empresarios, relegándose la utilidad a segundo plano y se rompe la identidad entre el ahorro y la inversión.

En pocas palabras, la economía de trueque se ve desplazada por el intercambio indirecto, donde el dinero es el mediador universal. Por otra parte, de acuerdo con Kalecki se puede afirmar que los agentes económicos dejan de ser iguales debido a que cambian las relaciones laborales, esto es, los empresarios llegan a ser quienes dominan a los trabajadores y a su vez son quienes determinan el volumen de la inversión, de los ingresos y, por lo tanto, de los ahorros, y dentro de este esquema los bancos adoptan una posición central en el financiamiento de la inversión, o sea, en el paso de un estadio de desarrollo hacia otro. Además, al tomar conciencia de que la producción requiere de un periodo de tiempo de maduración hasta llegar a la generación de las mercancías que posteriormente serán vendidas, se reconoce que la producción se basa en periodos pasados que son irrevocables y periodos futuros desconocidos, lo cual provoca incertidumbre en las decisiones de producción y este tipo de organización de la producción impide, a su vez, que los organismos internos de mercado garanticen la plena ocupación de los factores productivos, porque los errores del pasado no necesariamente se pueden enmendar en el presente ni en el futuro; por el contrario, son costosos y modifican el rumbo de la economía.

Dentro de la perspectiva poskeynesiana, se reconoce la existencia de distintos tiempos que se caracterizan por ser históricos, es decir, que modifican los resultados económicos, haciendo hincapié en que los hechos y los acontecimientos afectan las decisiones de los agentes y el análisis económico se convierte en lógico-histórico. Este nuevo entorno económico incluye el tiempo y la incertidumbre, pero además, se caracteriza por ser no ergódico³⁰, a la vez que se distingue por "no tener bases para formarse una probabilidad".

Además, se sostiene que existe una falta de coordinación entre los numerosos productores independientes y las sucesivas fases de producción necesarias para generar productos finales, la

³⁰ Los modelos ergódicos suponen tiempos lógicos e iguales que no influyen en las decisiones económicas. Dentro de la perspectiva poskeynesiana, al introducir el tiempo y la incertidumbre se descarta la posibilidad de que se den los procesos estocásticos; los cuales se distinguen por ser relativamente estables, con observaciones repetidas que generan suficiente información para tomar las decisiones correctas, y se eliminan los modelos ergódicos.

cual es mediatizada, dentro del sistema capitalista, por contratos que afectan principalmente a la producción de bienes duraderos. Por otro lado, dado que los salarios no representan demandas seguras de bienes y servicios y que las ganancias y los ahorros son monetarios, se genera incertidumbre que puede ser mitigada por contratos, los cuales requieren la presencia de la moneda, que en sí misma es un contrato.

En general, el dinero se diferencia de las demás mercancías porque es completamente líquido, en contraste con los bienes fijos, dando así la capacidad a las demás mercancías de expresarse en sus términos, que es la característica que guarda el dinero como unidad de cuenta. Lo anterior, facilita el intercambio y el traspaso del poder de compra presente hacia el futuro, lo que a su vez caracteriza al dinero como depósito de valor. En resumen, el dinero especialmente en su función como depósito de valor es la expresión de una economía no ergódica, este motivo se debe a la baja confiabilidad de los cálculos y las convenciones sobre el futuro; es decir, a expectativas inciertas.

En general, se reconocen tres funciones básicas del dinero que son:

Medio de pago: Decir que el dinero funciona como medio de pago implica que quienes participan en el mercado lo aceptarán como pago y además permite la especialización en la economía; es decir, les permite a los individuos comprar la mayoría de productos en lugar de tener que producirlos ellos mismos; proceso que es esencial para cualquier economía eficiente. Este proceso implica que los individuos se especializarán en donde tengan una ventaja comparativa y recibirán el pago en dinero por el fruto de su trabajo.

Depósito de valor: Es la capacidad que tiene el dinero de conservar su valor en el transcurso del tiempo. Cabe resaltar, que bajo ciertas condiciones el mantener dinero como depósito de valor puede implicar que el tenedor de valor tenga que incurrir en un costo. El costo de oportunidad es el ingreso en intereses que puede obtenerse si el dinero se mantiene en otra forma, tal como en una cuenta de ahorros.

Unidad de cuenta: Es una forma de asignar un valor específico a los bienes y servicios económicos. De esta forma, como unidad de cuenta, la unidad monetaria se utiliza para medir el valor de otros bienes y servicios. Otra forma de describir el dinero como unidad de cuenta es planteando que este constituye el patrón monetario que permite a los comerciantes comparar el valor relativo de varios bienes y servicios.

Sin embargo, debemos considerar que el dinero funciona también como **patrón de pago diferido**, función que involucra simultáneamente el uso del dinero como medio de pago y unidad de cuenta.

Las deudas generalmente se definen en términos de una unidad de cuenta, éstas se pagan con un medio de pago monetario; es decir, una deuda se especifica en una determinada cantidad de dinero y se paga en efectivo o en cheque.

Ahora bien, para que el dinero pueda cumplir su papel de unidad de cuenta, medio de intercambio y depósito de valor, debe tener las propiedades esenciales que son: 1) tener elasticidad de producción igual a cero, 2) tener elasticidad de sustitución igual o cercana a cero y, 3) el costo de transferencia del dinero, de su función de intercambio a depósito de valor, o viceversa, es igual a cero³¹. Optica bajo la cual el dinero afecta a las relaciones económicas de manera indirecta, a través de los factores siguientes: 1) la preferencia por la liquidez, aspecto que determina cómo el público desea mantenerlo como saldos líquidos, 2) el efecto que las variaciones de la oferta y la demanda de dinero tengan sobre las tasas de interés y, 3) el efecto de la tasa de interés sobre la inversión, ya que ésta a través del proceso multiplicador determina la demanda efectiva.

En resumen, el dinero dadas sus características, tiene como contrapartida las deudas, que son contratos que pueden generar especulación incrementando la liquidez, lo cual detiene la actividad productiva; o bien otorgar certeza a la producción de activos fijos y crear instituciones por donde circule la deuda privada, lo cual permite el divorcio entre la inversión y los recursos reales o ahorros.

Por otra parte, podemos encontrar que a partir del uso generalizado del dinero se crean las instituciones bancarias que generan deudas privadas y las convierten en medio de cambio, provocando con ello que la liquidez de la economía aumente, lo cual permite financiar a la inversión o generar especulación financiera, independientemente del incremento del ahorro. Debe resaltarse que la inestabilidad financiera ocurre cuando el aumento de liquidez no ingresa al circuito productivo y no se produce una suficiente captación del ahorro por parte del sistema financiero para crear instrumentos de fondeo destinados a anular el financiamiento de corto plazo. Consecuentemente, el crecimiento se logra mediante la emisión de créditos y la estabilidad mediante la recolección del ahorro. En concreto, el crecimiento estable depende de la generación de instrumentos de fondeo que son originados por instituciones bancarias y no bancarias; lo cual indica que el sistema financiero tiene un papel central en la explicación del crecimiento económico estable.

³¹ Esto implica que no existen mercancías que tengan las mismas cualidades que el dinero, además, la demanda de dinero como depósito de valor en un mundo incierto, no genera demanda que emplea recursos, consecuentemente se rompe la interrelación virtuosa entre la oferta y la demanda expresada en la ley de Say, concluyendo así que se rompe con la ley de Say y se manifiesta la posibilidad de que se de un equilibrio con subempleo.

Para Minsky, los bancos al dar servicio a las empresas financian el control sobre los activos reales, mientras que al servir a las familias financian y venden a la vez la adquisición y el control de activos financieros. En particular, los banqueros de inversión administran la distribución, mientras que los bancos comerciales financian la propiedad de las acciones. Afirma que en una corporación moderna, la propiedad del interés de los valores está vinculada al proceso bancario. Sin embargo, reconoce al igual que Keynes, que el desarrollo de mercados de valores organizados era necesario para ofrecer liquidez comparable a la del dinero, a los intereses por propiedad; directos o indirectos, de bienes de capital³².

Por otro lado, se debe reconocer que parte de la importancia del estudio de las instituciones bancarias se basa en el hecho de que a partir de que se instauró el capitalismo se generalizó el dinero fiduciario, el cual es emitido por el sistema bancario, éste permite aumentar la liquidez y generar crecimiento económico. Específicamente, la emisión de dinero, generada mediante créditos, por parte de las instituciones privadas, ha sufrido una evolución importante en el transcurso del sistema capitalista, que ha permitido satisfacer la demanda de financiamiento y, por lo tanto, el ahorro deja de ser una limitante para que se realice la inversión.

De manera específica, durante la primera etapa de las instituciones bancarias, los depósitos tuvieron el objetivo de mantener los ahorros en un lugar seguro y los activos financieros no fueron ampliamente aceptados como medios de pago. Los bancos, pese a que crean dinero a partir de los depósitos –emiten préstamos por encima de sus depósitos-, actúan primordialmente como intermediarios entre ahorradores e inversionistas. La característica principal de este periodo es que los préstamos bancarios estuvieron limitados por el flujo de los nuevos depósitos y la preferencia por la liquidez de los ahorradores –mantener el ingreso no consumido en depósitos bancarios-.

La segunda etapa del desarrollo se distinguió por la amplia aceptación de los depósitos como medios de pago. Aparecen los cheques y los depósitos bancarios como instrumentos de crédito y, a la vez, junto con los ahorros, determinan las reservas. Estas, en vez de los recursos reales bajo la forma de depósitos, limitan los préstamos. En otras palabras, si aumentan las reservas, independientemente de la forma que se logra, podrán aumentar los préstamos. Y es justamente a partir de este periodo que el dinero puede actuar en forma relativamente autónoma y la creación de dinero autónomo sufre múltiples modificaciones, que flexibilizan los préstamos de las reservas y anulan las restricciones de la política monetaria sobre los créditos bancarios.

Se puede concluir, que a partir de la creación de dinero bancario, el financiamiento de la inversión dependerá de la voluntad de los bancos de otorgar créditos.

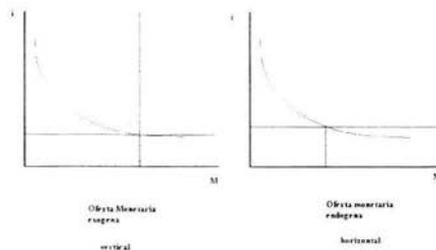
³² Hyman P., Minsky. *Ibidem*, pp. 128-141.

1.3 El carácter endógeno del dinero

Los autores poskeynesianos, en la tradición de Keynes, Kaldor, Kalecki, Robinson, Davidson, Moore y Minsky, ha sostenido que en una economía moderna con un sistema financiero desarrollado, el dinero es endógeno. El concepto de endogeneidad del dinero puede ser entendido en términos de la ecuación cuantitativa: $MV = PY$, donde M es la cantidad de dinero, V la velocidad de circulación, P el nivel de precios e Y el ingreso real. La lectura tradicional de esta ecuación propuesta por la teoría cuantitativa afirma que, siendo V y Y constantes en el corto plazo y M una variable controlada por la autoridad monetaria, las variaciones en M se traducen en aumentos de P. No obstante, esta ecuación puede ser leída o interpretada en una forma distinta: los aumentos de los precios monetarios pueden traducirse en presiones sobre la autoridad monetaria para que incremente la cantidad de dinero M o en cambios en la velocidad de circulación. Estas dos interpretaciones difieren en la relación de causalidad entre M y P; en la primera, de M a P, el dinero es exógeno y en la segunda, de P a M el dinero es endógeno³³. Si se formula en términos de oferta y de demanda de dinero, la teoría de la endogeneidad plantea que la demanda determina a la oferta.

Cuando se considera que la oferta monetaria es exógena, es decir, que es controlada por la autoridad monetaria, la curva de oferta se puede representar por una línea vertical; la tasa de interés es determinada por la intersección con la curva de demanda. Si la cantidad de dinero es considerada como endógena, ésta se puede representar por una curva de oferta horizontal. La tasa de interés se determina exógenamente y se crea tanto dinero como requiera la economía. La autoridad monetaria fija –arbitrariamente– la tasa de interés y la economía crea, dada esa tasa, tanto dinero como necesite.

GRAFICA 1
CURVAS DE OFERTA MONETARIA



³³ García Molina, Mario. "Endogeneidad del dinero y tasa de interés". *Cuadernos de economía*. Facultad de ciencias Económicas, Universidad Nacional de Colombia, Santafé de Bogotá, Colombia, No. 21, enero 1994, pp. 1-9.

La discrepancia entre las dos teorías, en términos de las dos gráficas, pareció inicialmente como un debate entre horizontalistas y verticalistas. Sin embargo, la versión verticalista no es compatible con la práctica cotidiana de los banqueros (quienes primero prestan y después buscan las reservas), ni de los políticos (quienes se ven obligados a explicar por qué no pueden controlar el tamaño de los agregados monetarios). La versión horizontalista, a su vez, no puede explicar por qué tanto la tasa de interés como la cantidad de dinero aumentan en los auge y disminuyen en las depresiones.

Podría pensarse que la solución consiste en adoptar una versión intermedia, es decir, una oferta monetaria endógena que no se ajuste de manera perfecta, bien sea por la estructura monopólica del sistema bancario o bien por efecto de la implementación de políticas monetarias contraccionistas. Una oferta monetaria con pendiente positiva explicaría por qué al aumentar la demanda de dinero, aumentan la masa monetaria y la tasa de interés. No obstante, este argumento no puede sintetizar los dos enfoques por cuanto los horizontalistas afirman que los bancos no tienen control alguno sobre las cantidades; éstos se limitan a fijar la tasa de interés (el precio) y hacen tantos préstamos como les sea posible (Moore, 1991).

Pero el principal problema de los intentos de representar la endogeneidad del dinero mediante curvas de oferta y demanda es que inducen a pensar que las dos curvas son independientes. La teoría poskeynesiana plantea, por el contrario, que la demanda de dinero causa la oferta, es decir, que desplazamientos en una curva provocan desplazamientos en la otra.

Por otro lado, podemos encontrar que para Kaldor la existencia de la alta correlación entre la oferta monetaria y el ingreso puede ser indicador de tres diferentes relaciones de causalidad: 1) la primera, es que la oferta de dinero determina el ingreso, como proponen los monetaristas; 2) que el ingreso determina la oferta de dinero, por la demanda de créditos a los bancos; 3) o que tanto la oferta de dinero como el ingreso son funciones de una tercera variable; inversión pública.

Sostiene que si la demanda de dinero excediera a la oferta de dinero, de inmediato se desarrollarían formas alternativas de moneda –tarjetas de crédito- o procedimientos de pago que elevarían la velocidad de circulación del dinero convencional. Si la autoridad monetaria impusiera restricciones a los bancos comerciales para otorgar crédito cuando existiera una fuerte demanda de dinero, los demandantes de crédito acudirían a otras instituciones financieras, y nuevos procedimientos de préstamo suplirían al crédito bancario directo. Para Kaldor, la velocidad de circulación del dinero es estable debido a que la oferta monetaria (M_s) es endógena y se adapta al nivel del ingreso.

Asegura que, normalmente, la autoridad monetaria regula M_s para que la tasa de interés se mantenga estable. Cuando el ingreso y la demanda de dinero aumentan, la tasa de interés sube y las autoridades aumentan M_s ; por lo tanto, la demanda de dinero causa el aumento en su oferta. Este autor rechaza las pruebas que exponen los monetaristas como muestra de que la oferta monetaria es exógena, estas pruebas son: 1) que existe un período de retraso entre el incremento de la oferta monetaria y el aumento del ingreso; 2) que los bancos comerciales enfrentan siempre una demanda excedente de crédito, por lo que la oferta monetaria corresponde en todo momento a la máxima expansión del crédito que permite la oferta monetaria. Si la oferta total de dinero es un múltiplo de la base monetaria, y ésta se halla regulada por la base monetaria, la oferta de dinero debe considerarse exógena, afirman los monetaristas.

Sin embargo, Kaldor rechaza estas dos pruebas y expone sus propios argumentos. Explica que el retraso observado entre la expansión de la oferta monetaria y el ingreso, puede deberse a que ambos están determinados por una tercera variable, la cual puede ser una decisión autónoma de gasto de inversión. Como ejemplo tenemos, que si una empresa decide invertir y pide crédito a un banco, la oferta monetaria aumentará enseguida, pero el ingreso lo hará hasta que la inversión se realice; así por lo tanto, el incremento en el ingreso no debe verse como resultado de la mayor oferta de dinero, sino de la decisión de inversión que precedió a ésta. Kaldor advierte que el rezago observado entre el incremento de M_s y el incremento en el ingreso también puede deberse al efecto que el ciclo económico tiene sobre el déficit público, y de ahí sobre la oferta monetaria.

Para Kaldor, los cambios en M_s tienen su origen principalmente en los cambios del crédito bancario al gobierno, por lo que una contracción en los ingresos públicos, o un incremento en el gasto público, al elevar el déficit fiscal ocasionan que el crédito al gobierno y la oferta monetaria aumenten. Así, durante una depresión los ingresos por impuestos bajan y el crédito al gobierno tienen que aumentar, con lo cual la oferta monetaria crece. Sin embargo, al final de la depresión y tras el incremento en M_s ocurrido durante la depresión, viene el incremento en el ingreso correspondiente a la recuperación. El autor menciona que estadísticamente, se observan incrementos en la base monetaria que precede a incrementos en el ingreso; pero, un aumento en la oferta monetaria, *per se*, no garantiza un aumento en el ingreso; es necesario por lo tanto considerar lo que motivó el incremento de M_s –mayor gasto público, mayor inversión privada, etc.- que es la verdadera causa de los incrementos en el ingreso.

En cuanto al segundo argumento de los monetaristas, Kaldor está de acuerdo con ellos en cuanto a que la oferta monetaria varía en función de la base monetaria, pero rechaza que la relación entre ambas sea exactamente proporcional. Es decir, niega que el multiplicador del crédito sea fijo y que las autoridades monetarias puedan controlar M_s sólo mediante variaciones en la base monetaria. Kaldor, considera que el medio circulante es resultado de la demanda total de crédito; si no hay

suficiente demanda de crédito por parte del gobierno o del sector privado, aunque las autoridades incrementen la base monetaria –a través de operaciones de mercado abierto-, la oferta monetaria no se incrementará en la misma proporción. Por lo tanto, los bancos dispondrán de mayor liquidez, pero las cuentas de cheques no aumentarán debido a la baja demanda de créditos.

Lo anterior lleva a Kaldor a concluir: 1) que la autoridad monetaria, por sí sola –sin apoyo de la política fiscal- es incapaz de controlar la oferta monetaria, y 2) que ésta depende del nivel de actividad económica y no a la inversa, como suponen los monetaristas.

Argumenta además, que la afirmación de los monetaristas, en el sentido de que la demanda de dinero es poco sensible a la tasa de interés, es falsa. Esto se debe a que la única manera en que la autoridad monetaria puede influir sobre la cantidad de dinero en circulación, es manipulando las tasas de interés –por medio de operaciones de mercado abierto-, la escasa relación entre la base monetaria y la tasa de interés debe interpretarse como indicativa del poco control que el banco central ha ejercido sobre los medios de pago en circulación. Esto lleva a Kaldor a concluir que la oferta monetaria no es exógena³⁴.

1.4. El financiamiento y el fondeo de la inversión

De acuerdo con Kalecki, la importancia que adquiere el financiamiento radica en el hecho de que aún sin haberse incrementado sus beneficios, los capitalistas pueden aumentar su inversión mediante el financiamiento. El financiamiento de la inversión adicional se consigue por medio de la llamada creación de poder adquisitivo. En general, el financiamiento se caracteriza por ser de corto plazo, e independientemente de los recursos reales –ahorros-, además reconoce que de emplearse en el sector productivo y existir mecanismos de fondeo, incrementa la inversión, el ingreso y el ahorro de manera estable.

Por su parte, el pensamiento keynesiano afirma que la inversión crea su propio financiamiento mediante la generación de utilidades que, sin embargo, fluyen a lo largo de toda la vida útil –efectiva- de la maquinaria, lo que implica que las condiciones esenciales para un crecimiento económico estable son: 1) la emisión de dinero y, 2) la circulación de las utilidades productivas hacia el sector financiero, y esto se logra mediante la creación de créditos de corto y de largo plazos, respectivamente.

Consecuentemente, el financiamiento de la inversión depende de la presencia de los créditos, que son independientes de los recursos reales –ahorros-, y éstos deben liquidarse en un periodo corto

³⁴ Mantey ,Guadalupe, *Ibidem*, p. 120.

mediante financiamiento de largo plazo, cuya función es recolectar el ahorro generado por la actividad de la inversión –antes de que fluyan los rendimientos- y empatar el financiamiento con las utilidades. Esto es, que el fondeo tienen la función de alargar el periodo de vencimiento de las deudas de corto plazo. Esto implica por una parte, que los créditos de corto plazo aceleran la inversión, y por otra, que el financiamiento de largo plazo estabiliza el crecimiento económico³⁵.

Por lo tanto, de acuerdo con Keynes, en una economía monetaria se requiere básicamente de dos tipos de créditos para llevar a cabo el proceso de financiamiento, que son:

Créditos de corto plazo: Inicialmente, los empresarios buscan un financiamiento de corto plazo - préstamos bancarios- para cubrir los gastos necesarios en el periodo de producción y/o instalación de bienes de capital fijo. Específicamente, el productor de bienes de capital fijo pide prestado para cubrir los gastos de capital circulante; y el comprador de bienes de capital fijo pide prestado para pagar las máquinas una vez que le han sido entregadas. En esta etapa se anula la deuda del productor de maquinarias y se mantiene únicamente la de éste último.

Conforme a la perspectiva de la demanda efectiva, se supone que la realización de un proyecto de inversión genera vía el efecto multiplicador, mayor ingreso, debido a que aumentan los salarios y las ganancias; además, dada una propensión al consumo menor a la unidad, también aumenta el volumen del ahorro antes de que empiecen a emanar las utilidades de inversión. Es en este sentido, que se sostiene que los créditos de corto plazo son capaces de provocar crecimiento económico independiente de los recursos reales –ahorros-.

Ahora bien, el incremento del ahorro involuntario se inicia cuando los bancos otorgan créditos que tienen a los depósitos como contrapartida, y éstos, en el contexto de una economía capitalista, se usan como medios de pago. Mediante esta acción contable aparecen instrumentos financieros que pueden acelerar la actividad económica –ingreso-. Por otra parte, los depósitos están compuestos por ahorros y activos de transacción, los cuales también tienen la capacidad de incrementar la demanda productiva. Consecuentemente, no todos los depósitos son ahorros generados con anterioridad y por lo tanto, éstos ahorros dejan de ser la base de los créditos.

Keynes subraya que el financiamiento de corto plazo lo otorga el sistema bancario y se caracteriza por ser revolvente, por lo tanto, los bancos para continuar prestando y evitar carteras vencidas, deben reponer el monto de sus reservas, lo cual se logra mediante el pago del crédito. Debe recalarse, que el fondo que utilizan los bancos para otorgar créditos no necesariamente provienen

³⁵ Levy Orlik, Noemí. "Desregulación financiera: efecto en el comportamiento de la inversión y su financiamiento en México". *Problemas del desarrollo*. vol. 30. No. 119. IIE-UNAM, oct./dic. 1999.

de los ahorros; que implican recursos reales previos, debido a que los préstamos son únicamente transacciones contables que tienen la característica de no absorber ni agotar fondos líquidos. Es entonces en este sentido que los bancos ocupan una posición central en la transmisión de una escala menor a otra mayor de actividad económica. Cabe mencionar, que los bancos al igual que los demás agentes, determinan la oferta de los créditos tomando en cuenta la incertidumbre sobre el futuro.

En cuanto a los créditos bancarios, éstos dependen de los depósitos –son recursos reales previos o ahorros y/o instrumentos financieros y cuentas de cheques-, menos las reservas legales y activos, que están determinados por las reservas reglamentarias (re) y las voluntarias (t), respectivamente. Ahora bien, a partir de una hoja de balance bancario; que en lado de los activos tiene las reservas legales (R); activos líquidos (A) y préstamos (P), y por el lado de los pasivos los depósitos (D), se deduce que los préstamos están determinados por las reservas obligatorias y voluntarias con relación a los depósitos:

$$R + A + P = D$$

Al dividir entre D y despejar P , tenemos:

$$P = (1-t-re) D$$

$$re = R/D; t = A/D$$

Con respecto a ésta fórmula, tenemos que las consecuencias de introducir las reservas voluntarias en la forma de activos líquidos son que, mientras $t > 0$, los créditos son elásticos y los bancos satisfacen el requerimiento de sus clientes. Sin embargo, cuando $t \sim re$ y/o $t = 0$, la oferta de créditos se torna altamente inelástica. Y es obvio, el incremento de la incertidumbre está relacionado directamente con el nivel de t . La incertidumbre por parte de los agentes bancarios también indica que la tasa de interés se incrementa a medida que bajan las reservas voluntarias y viceversa. Por otra parte, los bancos determinan su margen de ganancias (mg) con base en su percepción del futuro. Si hay abundancia de activos líquidos ($t > 0$), las variaciones en la demanda de créditos no afectará el margen de ganancias, manteniéndose constante la tasa de interés. Sin embargo, a medida que dicha razón se aproxime a cero, el margen de ganancia aumentará.

Se debe recordar que los depósitos bancarios compiten con otros activos líquidos, como los bonos, y sólo en equilibrio se igualan. Así, el costo medio de los depósitos depende de la relación entre los depósitos con interés y los que no lo causan. Por otro lado, las variaciones del ciclo económico explican que en ciertos periodos (auge) se ofrezcan mayores volúmenes de créditos a bajos costos, lo cual reduce el monto de los activos líquidos respecto a los depósitos y, *ceteris paribus*, aumenta la incertidumbre, reflejándose en un aumento de t , lo que deprimirá el monto de los créditos y aumentará la tasa de interés si no existe fondeo de la inversión.

Créditos de largo plazo: Una vez realizada la inversión –aumenta el capital fijo-, los empresarios recurren a financiamiento de largo plazo, mediante el proceso de fondeo para cubrir sus obligaciones de corto plazo, es decir, anulan los créditos bancarios. Esto, de acuerdo con Keynes, se hace a través de la emisión de acciones. Es decir, se recolecta el ahorro generado por la inversión y se intercambia por títulos de propiedad que, a su vez, se irán saldando con los rendimientos que fluyan de la propia inversión. Es en este tipo de financiamiento donde tiene lugar el proceso denominado fondeo, el cual requiere de un mercado accionario desarrollado; en caso de que esto no sea así, es decir, que el mercado accionario no se encuentre desarrollado, el financiamiento se reemplaza por créditos bancarios de largo plazo, donde el estado juega un papel fundamental.

El financiamiento de corto plazo, aunque incrementa el ahorro y el ingreso, tiene la desventaja de crear inestabilidad financiera³⁶. Específicamente, en caso de no anularse los créditos de corto plazo se restringiría la oferta crediticia y aumentará el costo del dinero, deprimiéndose con ello la inversión, el ingreso y el crecimiento económico. En consecuencia, para que este proceso sea estable y los bancos puedan seguir ofreciendo créditos a un precio constante, es necesario reponer el fondo revolvente de los bancos, lo que implica transformar el ahorro involuntario en voluntario mediante la generación de financiamiento de largo plazo.

Específicamente, el financiamiento de largo plazo tiene la función de transformar el ingreso no consumido proveniente del mayor nivel de ingreso –originado por el aumento del gasto de la inversión- en acciones y títulos, que empatan las deudas con las utilidades. Este proceso, que también se denomina fondeo, permite que los bancos continúen emitiendo créditos aun antes de que fluyan los rendimientos de la inversión y las empresas rediman su financiamiento con el flujo de sus utilidades. Este proceso tiene tres características relevantes: 1) transforma el financiamiento de corto en largo plazo, porque los títulos y acciones son participantes en las utilidades de las empresas, es decir, alarga el vencimiento de las deudas; 2) anula las deudas de corto plazo, con lo que el sistema bancario puede seguir financiando nuevos proyectos de inversión; y 3) diluye entre varios agentes las expectativas inciertas de las ganancias esperadas, especialmente cuando los instrumentos financieros –acciones y títulos- son colocados en el mercado por intermediarios financieros.

Desde otra óptica, el empresario al emitir acciones o títulos obtiene recursos con los cuales anula el financiamiento bancario, y la deuda de largo plazo –títulos y acciones- se saldará con los rendimientos que provengan de la realización de los bienes y servicios generados por la mayor

³⁶ Ibid. p. 86.

inversión. Sin embargo, el fondeo de la inversión puede generar un círculo virtuoso o uno vicioso³⁷. En el primer caso, el proceso puede describirse en la siguiente forma: a) se incrementa el gasto de inversión; b) incrementa la cantidad de dinero mediante la emisión de deuda bancaria (incrementa los activos y los pasivos); d) se emiten acciones; e) se compran las acciones (el ahorro involuntario se transforma en voluntario); f) se anula la deuda bancaria y aumentan los activos bancarios; g) las acciones obtienen sus rendimientos esperados. Por lo tanto, el incremento de la cantidad de dinero se compensa con un monto equivalente de inversión, con lo que aumenta el patrimonio real de la economía mediante la generación de empleo y de ingreso que se expresa en un mayor volumen de producción.

Sin embargo, si las expectativas no se cumplen (las acciones no se venden al precio impuesto por el suscriptor) este círculo se puede cerrar momentáneamente debido a que el suscriptor está obligado a comprar todas las acciones. Sin embargo, ello reducirá la emisión de nuevas acciones – o se hará a una tasa de interés superior que desestimula a los proyectos de inversión menos redituables-, lo cual reducirá el volumen de la inversión y el crecimiento económico. Nótese que la inversión genera su propio financiamiento, pero debido a problemas de incertidumbre (independiente de la propensión al ahorro) el volumen de títulos y acciones es menor que el previsto, lo cual impide transformar el ahorro involuntario en voluntario y anular las deudas de corto plazo. La preferencia por la liquidez afectará el rendimiento de la inversión y desestimulará posteriores decisiones de inversión. Cabe mencionar, que hasta aquí se ha hecho referencia al mercado de capitales como estructura financiera en que ocurre el financiamiento y el fondeo, sin embargo, la historia financiera ha conocido diferentes organizaciones que responden al momento de despegue económico y a la situación del mercado financiero mundial.

Cabe recalcar que se establece una relación contractual entre el capital dinerario –financiero- real, mediante la tasa de interés. El productor de bienes de capital carga al precio de oferta la tasa de interés que le cobra el banco por hacer préstamos de corto plazo. El empresario inversionista –demandante- utiliza a la tasa de interés de largo plazo, como tasa de descuento, al vender títulos financieros.

Por otra parte, podemos ver que el papel del ahorro en la inversión es *ex post*, es decir, que restituye la capacidad de préstamos de los bancos, evitando una reducción de liquidez –menores préstamos- y aumentos de la tasa de interés. Su tarea es cerrar el círculo del financiamiento y la inversión. Entonces, al generarse el gasto de la inversión se demandan insumos y fuerza de trabajo que, mediante el multiplicador del ingreso, generan una mayor demanda y, en

³⁷ Idem. p. 87.

consecuencia, suben las ganancias. Dado que el ingreso adicional de la inversión, expresado en salarios y ganancias no se gasta en su totalidad, se genera ahorro. Es decir, existen mayores recursos en la economía antes que empiecen a fluir los rendimientos de la inversión, y para que el proceso de acumulación sea un proceso estable, es necesario empatar los pagos por deuda con el rendimiento que fluye de la inversión y se logra mediante la emisión de títulos y acciones, es decir, mediante el fondeo de los créditos de corto plazo.

Este proceso tiene tres características relevantes: 1) transforma las deudas de corto plazo en largo plazo porque los títulos y acciones son participantes en utilidades de las empresas; 2) anula las deudas de corto plazo, permitiendo al sistema bancario proseguir financiando nuevos proyectos de inversión y; 3) las expectativas inciertas sobre las ganancias esperadas se diluyen entre varios agentes. Este proceso se puede cerrar porque las unidades familiares y empresas disponen de ahorros que están dispuestos a destinar a la compra de acciones, que emiten las empresas por el valor de la nueva inversión física a través de un suscriptor –el cual está obligado a comprar las acciones en caso de que el público no lo hiciera-. Así, el empresario obtiene aportaciones de capital que se asemejan a un crédito de largo plazo que se irá “saldando” con los rendimientos.

Si las perspectivas futuras no se cumplen, o sea, las acciones no se venden al precio impuesto por el suscriptor, este círculo momentáneamente podrá ser cerrado, debido a que el suscriptor tiene la obligación de comprar todas las acciones. Sin embargo, ello reducirá la emisión sucesiva de acciones –o se hará a una tasa de interés mayor-, lo cual impactará negativamente en las posteriores decisiones de inversión. Es decir, la inversión ha generado su propio financiamiento, pero dado un incremento en la preferencia por la liquidez del público y/o fugas del multiplicador, no se venden todas las acciones. Ello afectará el rendimiento de la inversión presente y desestimulará las decisiones de inversión futura.

1.4.1. Las instituciones de fondeo de la inversión

Para llevar a cabo el proceso de creación de financiamiento y fondeo de la inversión, Kalecki resalta la importancia de las instituciones financieras bancarias y no bancarias, menciona que son centrales en este proceso debido a que adelantan capacidad de compra (liquidez) y realizan la recolección del ahorro –proveniente del incremento de la inversión-, lo cual les permite generar instrumentos financieros de largo plazo que anulan el financiamiento de corto plazo.

La historia de la sociedad capitalista ha conocido dos organizaciones financieras, una está basada en el mercado de capitales y se distingue porque realiza en diferentes instituciones el financiamiento de corto y largo plazos. Específicamente, el sistema bancario crea los créditos de

corto plazo y el mercado de capitales organiza el fondeo. Esta estructura financiera se caracteriza por tener una mínima interferencia del estado, que se distingue por ser eminentemente regulatoria.

La otra estructura financiera, se sustenta en el mercado de créditos, donde el sistema bancario, por medio de un sistema especializado o universal, realiza el financiamiento de corto y largo plazo. A diferencia de la anterior, en esta estructura si hay intervención del estado y este factor subdivide a dicha organización en dos: 1) una donde el estado sólo regula el marco de acción de los agentes productivos, y 2) otra donde interviene activamente en la economía e impone los precios fundamentales –la tasa de interés y el tipo de cambio–.

La explicación a las diferentes organizaciones financieras, es que corresponden a los fundamentos ideológicos predominantes en el momento del despegue económico de cada país³⁸. La diferencia entre las estructuras financieras institucionales ocasionó que se determinara de varias maneras el crédito de corto plazo: en el mercado de capitales por medio de las fuerzas del mercado, y en el mercado de crédito por las políticas estatales. Concretamente en el primer caso, el costo y el volumen del crédito bancario son producto de la interrelación de las leyes de la oferta y la demanda, mientras que en el segundo las políticas estatales imponen la tasa de interés y el monto de los créditos, así como su distribución.

Con respecto al fondeo, una de las características fundamentales de la estructura financiera basada en el mercado de capitales es que se vale de títulos financieros que ofrecen participación en los rendimientos futuros y, para tener una larga duración, sus precios no deben fluctuar; esto se garantiza por medio de unos fuertes mercados primario y secundario, lo que incluye la participación de muchos oferentes y demandantes, de tal suerte que ningún grupo de agentes controle el mercado, garantizándole con ello una reducida fluctuación en los precios de los activos financieros.

Por su parte, la estructura financiera sustentada en el mercado de créditos se caracteriza por tener un mercado de capitales débil y poco desarrollado, y porque el sistema bancario debe de suministrar el financiamiento de corto y largo plazos. En estas condiciones los bancos fondean con la captación de recursos de los agentes excedentarios (familias), y la estabilidad del financiamiento de largo plazo se garantiza mediante títulos bancarios de largo plazo y "mecanismos compensatorios" que tienen como finalidad generar vínculos entre los capitales productivo y

³⁸ En E. U. e Inglaterra se desarrolló la estructura financiera basada en el mercado de capitales, mientras que Alemania fue la nación precursora en la estructura basada en el mercado de créditos, donde el estado reguló únicamente la acción de los agentes. Francia y Japón, así como los países asiáticos de industrialización reciente –como Corea del Sur– son los casos típicos en que el estado actuó directamente en la economía y reguló la acción de los agentes económicos, interviniendo directamente en la economía.

financiero³⁹, la creación de una banca de desarrollo, la aplicación de políticas que definan el destino de los créditos, la determinación de la tasa de interés, políticas de encaje legal, etc.

En otras palabras, el mercado de créditos debe estar respaldado por políticas e instituciones que lo regulen y dirijan los flujos financieros hacia actividades que maximicen el crecimiento económico. El objetivo de impedir el libre movimiento de los flujos de capital es evitar la especulación financiera, que modifica el precio del financiamiento y desvía los recursos de las actividades productivas.

En México, con el establecimiento del modelo de sustitución de importaciones desde finales de la segunda guerra mundial, se impuso una estructura financiera basada en el mercado de créditos que estuvo acompañada por una amplia gama de "mecanismos compensatorios". Sin embargo, a partir del rompimiento del orden monetario mundial en 1971, que conllevó la globalización del mercado monetario, modificó las estructuras financieras nacionales provocando la desaparición de la estructura basada en el mercado de créditos. Con esto el mercado de capitales quedó como única institución de fondeo, y las leyes de mercado fungieron como fuerzas principales para definir el costo y el volumen del crédito bancario.

³⁹ Esto implica la participación bancaria en los complejos industriales, la conformación de grupos financieros –productivos-keiretsu y zaibatsu.

CAPITULO III

Regulación financiera en México (1970-1988)

1. Antecedentes y Evolución del Sistema Financiero Mexicano

Para ubicar la importancia que tiene el sistema financiero dentro de cualquier economía, es importante entender que el sistema financiero es un conjunto de instituciones cuya principal función consiste en proporcionar los instrumentos necesarios para fomentar el ahorro y canalizar esos recursos hacia proyectos productivos, así como facilitar los pagos entre las empresas familias y el gobierno. Además, debemos tomar en cuenta que el sistema financiero desempeña un papel importante en el crecimiento económico ya que este proceso requiere de inversión y de ahorro. Por tal razón, el desempeño del sistema financiero es un asunto de sumo interés.

En México, los primeros antecedentes del sistema financiero se remontan al año de 1822, cuando en el imperio de Agustín de Iturbide surge un proyecto innovador que pretendía crear un banco estatal con facultad para emitir billetes; a esta institución se le denominaría Gran Banco del Imperio Mexicano. Sin embargo, en México al igual que en Europa se apoyó en gran medida la corriente a favor de la libre concurrencia de los bancos privados con atribuciones de emitir billetes.

Así, en 1864 se autoriza el establecimiento del primer banco comercial al registrarse ante el gobierno de Maximiliano de Habsburgo el London Bank of México and South América, mejor conocido como Banco de Londres y México y a partir del año siguiente se inició con la emisión de papel moneda. Se puede decir que uno de los méritos de esta institución es que introdujo el empleo del cheque como medio de pago. Otros de los principales bancos comerciales fundados durante el siglo pasado fueron:

AÑO	INSTITUCIÓN	CAPITAL
1871	Banco de socorros para labradores y artesanos pobres	Nacional
1875	Banco de Santa Eulalia	Estadounidense
1881	Banco nacional mexicano	Francés y nacional
1882	Banco mercantil agrícola e hipotecario	Español
1883	Banco de Chihuahua	Alemán y nacional
1883	Banco minero de Chihuahua	Nacional
1883	Banco mexicano de Chihuahua	Nacional
1885	Banco Yucateco	Nacional
1885	Banco mercantil de Yucatán	Nacional
1890	Banco de Durango	Nacional
1891	Banco de Nuevo León	Nacional
1891	Banco de Zacatecas	Nacional

Posteriormente y bajo ciertas negociaciones, el gobierno de Díaz se comprometió a aceptar únicamente pagos con billetes del Banco Nacional Mexicano y a permitir que los fondos del gobierno se manejaran por esta institución. Durante la crisis de 1884, el Monte de Piedad -que funcionaba como emisor- tuvo que suspender pagos originando retiros de pánico en los bancos Nacional y Mercantil. Como consecuencia de esto y para poder hacer frente a esta situación, estos dos bancos se fusionaron en abril de ese año y surgió el Banco Nacional de México, al que garantizó el gobierno condiciones de monopolio.

Por otro lado, para el 20 de abril de 1884 se emitió el Código de Comercio en el que se contemplaba un título especial que reglamentaba el funcionamiento de los bancos. Dicho título establece, entre otras disposiciones, que los bancos sólo podrían operar previa autorización de la Secretaría de Hacienda y para poder emitir moneda debían respaldar el 33% del monto del circulante con un depósito en efectivo u otorgar una fianza por el total de dichos billetes. Una vez cumplidos los requisitos legales, dicha secretaría fijaba el monto máximo de los billetes que se podían emitir.

Para 1896 se expidió una ley federal de instituciones de crédito que estimuló la creación de bancos en los estados de México, Sonora, Coahuila, San Luis Potosí, Sinaloa y Veracruz. Las firmas de provincia crearon el Banco Central Mexicano, quien dio circulación federal a las emisiones de cada entidad y lo convirtió en el rival del Nacional y el de Londres. Ya para 1911, operaban en el país 24 bancos de emisión, dos hipotecarios y cinco refaccionarios.

Durante las revueltas de la revolución cada banco emitió para su sostenimiento sus propios billetes, los cuales se aceptaban en la región mientras que la fracción emisora dominara; sin embargo al ser desplazada llegaba otro grupo a dar curso forzoso a su papel moneda, con lo cual los billetes anteriores perdían valor. Esta violenta sustitución de unos billetes por otros obligaba a nuevas o mayores emisiones —alguna de las cuales no alcanzaban a salir de la imprenta— incluso Huerta impuso, además, préstamos forzosos a los bancos para el financiamiento de la guerra, lo que trajo como consecuencia la existencia de un descomunal circulante y el rechazo generalizado de billetes, llamados por el ingenio popular *bilimbiques*.

Posteriormente, al dominar el constitucionalismo en la mayor parte del país, Carranza mandó revisar la situación por la que atravesaba cada banco, encontrando como resultado de éste análisis, que de 24 emisoras, 15 estaban en bancarota y las restantes se encontraban en una situación sumamente precaria, por lo que el 14 de septiembre de 1916 se decretó la incautación de los bancos declarados en liquidación.

Con la desaparición del sistema bancario porfirista en el que se favorecía la libre concurrencia, la polémica se centró en las características que debería tener el banco único de emisión, cuyo establecimiento se consagró en el artículo 28 de la constitución de 1917. En este sentido, los constituyentes de Querétaro decidieron adoptar un banco bajo el control gubernamental y una vez aprobado el texto legal, tardó siete años su fundación debido a la escasez de fondos públicos para integrar el capital de la institución.

Para México, la historia moderna del sistema financiero mexicano comienza en el año de 1924 con la promulgación de la ley que creó al Banco de México, al cual se le asignaron como principales facultades: la de acuñar moneda, emitir billetes y regular la circulación monetaria, y con el establecimiento de un sistema financiero de tres niveles⁴⁰.

En un primer nivel, estaban los bancos comerciales, cuya función principal consistía en captar depósitos a corto plazo y otorgar créditos, también a corto plazo, a favor de empresas, al tiempo que financiaban las necesidades de crédito del estado. En un segundo nivel estaban las instituciones auxiliares (seguros, fianzas y compañías almacenadoras y las financieras) que captaban ahorro a largo plazo proveniente a veces de los bancos pero sobre todo del público que, a su vez, sería utilizado para proveer de financiamiento a largo plazo tanto a empresas como a consumidores. Finalmente, en tercer nivel se encontraban los bancos de fomento, cuyos fondos provenían principalmente de los recursos públicos bajo la forma de asignaciones presupuestales, recursos externos o créditos recibidos del Banco de México. Por su parte estos fondos se usaban para el financiamiento de pequeñas empresas, agricultores privados y ejidatarios, obras públicas o créditos de largo plazo como los hipotecarios.

Para ese periodo, era secretario de hacienda Alberto J. Pani, quien apoyó su programa hacendario principalmente en cuatro elementos: 1) el saneamiento de las finanzas públicas, 2) la reforma fiscal, 3) el arreglo de la deuda pública externa y 4) la reconstrucción bancaria. En cuanto a ésta última, las principales metas a seguir fueron: 1) la promulgación de una legislación bancaria moderna, 2) la consolidación de las entidades que eran los pilares del sistema financiero; Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y 3) finalmente, la promoción y fundación de las instituciones de crédito que demandaban las fuerzas productivas del país. Podemos decir, que en el periodo de Pani como secretario de hacienda se sembró la semilla del desarrollo financiero y bancario registrado en México en esa década⁴¹.

⁴⁰ Aspe Armella, Pedro. *El camino mexicano de la transformación económica*. F. C. E., México, 1993, p. 66.

⁴¹ Turrent Díaz, Eduardo. "Los antecedentes del mercado de valores públicos en México". *Análisis Económico*, UAM-A, vol. IX, no. 18/19, sep-dic. 1991.

Posteriormente, en julio de 1931 se promulga una nueva ley orgánica del banco de México, bajo la cual se le retiran las facultades para operar como banco comercial, haciéndose, a su vez, obligatoria la asociación de los bancos con este instituto central. Además, se arraigó en forma definitiva el uso del papel moneda como principal instrumento de pago y el banco pudo cumplir con las nuevas funciones como fueron: la regulación de las tasas de interés y los cambios sobre el exterior; centralizar las reservas bancarias y convertirse en banco de los bancos y en prestamista de última instancia.

Como muestra del desarrollo financiero, tenemos que durante los años treinta se establecieron en México un gran número de instituciones de crédito, de hecho fue entonces cuando se cristalizó la idea de organizar el sistema bancario en una composición mixta, con dos grupos de instituciones que operaran en un todo de forma sincronizada: un grupo formado por instituciones de fomento y el otro formado por bancos comerciales. Así, este impulso promotor abarcó ambos tipos de instituciones, ya que para el periodo comprendido entre 1933 y 1938 se fundó al menos una institución financiera de fomento por año, incluyéndose entre ellas a la Nacional Financiera, el Banco Nacional Urbano y de Obras Públicas (Banobras) y el Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext)⁴².

En cuanto al mercado de valores, encontramos que este desempeñaba un papel muy limitado dentro de este contexto. Además, prácticamente no había espacio para las operaciones de mercado abierto y, por lo tanto, la política monetaria se realizaba esencialmente mediante el financiamiento del Banco de México al sector público y mediante el ajuste del encaje legal para los intermediarios⁴³.

En efecto, para 1934 como parte de la continuación de la reconstrucción financiera, el gobierno de México adoptó una política orientada a promover el desarrollo del mercado de valores. Aunque, en general, la idea era crear un mecanismo para canalizar parte de ahorro interno hacia fines productivos, la finalidad particular del proyecto era: crear un mercado para los valores estatales. Las autoridades financieras consideraron de gran importancia que el sector público contara y dispusiera de un mecanismo que le permitiera financiar de manera no inflacionaria el gasto presupuestal. El primer intento de la promoción del mercado de valores fue la creación y emisión de unos valores gubernamentales denominados de la "construcción de carreteras", también, casi simultáneamente, se lanzó la idea de impulsar la colocación de los bonos hipotecarios de Banobras

⁴² Ibidem.

⁴³ Aspe, op. cit.

Posteriormente, en las reformas a la ley orgánica del Banco de México promulgadas en diciembre de ese mismo año, se concedió al Banco de México la facultad para emitir bonos de caja con causa de réditos "para los fines de regulación monetaria"⁴⁴.

Sin embargo, ni siquiera con esas medidas y a pesar de la gran expansión monetaria⁴⁵ fue posible vencer la indiferencia de los ahorradores e inversionistas y lograr un mercado para títulos del gobierno. Por lo tanto, dado que no existía ese mercado y que las necesidades de regulación apremiaban ante el incremento de los medios de pago, el Banco de México decidió emitir sus propios títulos de deuda para fines de esterilización monetaria. Para ello se recurrió a la disposición de la ley orgánica que autorizaba al banco a emitir "bonos de caja". Según algunos autores, el bono de caja surgía como un mecanismo imperfecto de sustitución, ya que en el país no existía el mercado abierto que permitiera la regulación por esa vía. No se sabe con exactitud del monto de esos títulos que el banco intentó colocar, pero el intento no se vio precisamente coronado por el éxito.

Estos reveses con las estrategias "ortodoxas" de regulación motivaron la decisión de las autoridades de recurrir ampliamente al uso del encaje legal, o manipulación del requisito de reserva. La primera elevación del depósito obligatorio se discutió y aprobó en el Banco de México en julio de 1940. Fue el inicio de un experimento de regulación monetaria que llevó las tasas de encaje a niveles sin precedente en la historia de la Banca Central. La evolución que tuvo la tasa del encaje legal puede apreciarse con claridad, si se toma en cuenta que entre 1939 y 1946 la tasa media de reserva bancaria obligatoria en México se elevó de 10.4% a 43.8%⁴⁶.

En general, durante el resto de los años de la segunda guerra mundial se conservaron y se intensificaron las políticas descritas orientadas a apoyar el mercado de valores privados. A estos esfuerzos contribuyeron el Banco de México y Nacional Financiera, que actuaban en forma coordinada.

En los años cuarenta, la deuda pública interna contaba con algunos instrumentos para financiar obra pública y la deuda de los gobiernos estatales, entre esos instrumentos estaban: 1) los bonos de riesgo, 2) los bonos de la industria eléctrica, y 3) los bonos para el desarrollo portuario; que eran

⁴⁴ Turrent, op. cit.

⁴⁵ En septiembre de 1939 las tropas de Hitler invaden Polonia, y el inicio de la segunda guerra mundial desata una gran corriente de capitales golondrinos, parte de los cuales busca refugio bancario en México, lo que incrementó la expansión monetaria de origen externo. Entre 1940 y 1945, la captación del sistema creció a una tasa anual de 40% al pasar de 819 m.d.p. en diciembre de 1940 a 3,500 millones al cierre de 1945. En igual periodo, la reserva monetaria creció a una tasa anual de 89%, mientras que a principios de 1940 el saldo era de 161 millones de pesos, para diciembre de 1945 había llegado a 1.425 millones de pesos.

⁴⁶ Turrent, op. Cit.

las principales emisiones del Gobierno Federal, aunque también se expedían algunos otros valores de menor importancia.

De mucha mayor importancia era el sector bancario, integrado en su mayoría por los bancos comerciales con sus departamentos de ahorro, y los bancos de capitalización que en 1941 sumaban sólo 10 instituciones. En este grupo, se incluían también las instituciones financieras que se empezaron a fundar a partir de 1941, y las hipotecarias, que junto con los bancos comerciales y de capitalización, eran las únicas instituciones con verdadero arraigo en el medio. Al anterior recuento podrían agregarse las compañías de seguros, las cuales, sin embargo, ofrecían un subtítulo o una inversión alternativa ya no tan cercana.

Respecto a los bancos de depósito, cabe resaltar el ritmo tan acelerado con que creció. Entre 1940 y 1945 el saldo consolidado de las cuentas de cheques se incrementó en 4.5 veces, y el saldo de las cuentas de ahorro en 7.3 veces. Asimismo, los activos de los bancos de capitalización y ahorro hicieron lo propio en 3.3 veces, y el incremento correspondiente a las hipotecarias fue de 6 veces. De igual manera, no sólo prosperaron algunas emisiones de valores privados, sino que, también, el incipiente mercado de acciones que entonces existía.

Aunque la Bolsa de Valores se había establecido desde 1895, para 1940 apenas tenía registrados 5 emisores de acciones bancarias, 10 industriales y 8 mineros. Sin embargo, a pesar de este raquítico desarrollo de la bolsa, mientras los valores del gobierno eran poco aceptados por el público, las acciones que cotizaban en Bolsa registraban un auge significativo. Con una base de 1939=100, para 1945 el índice de las acciones bancarias llegó a 244, el de las mineras a 266 y de las industriales a 365.4.

En cuanto a Nacional Financiera, en 1946 se reportó que en 5 años esa institución colocó entre el público mexicano Certificados de participación con valor nominal original de 266 millones de pesos, títulos financieros en dólares por 12 millones de pesos y otros títulos por 11.5 millones de pesos. Con los Certificados de participación, la financiera conservó la política ya comentada de "ofrecer a plazos más o menos breves la recompra a la par". El Banco de México continuó apoyando a los Bonos de Caminos, pero en octubre de 1942 decidió ofrecer también igual respaldo de los Bonos Generales de las Sociedades Financieras que recién se estaban creando al amparo de la nueva ley bancaria de mayo de 1941⁴⁷.

⁴⁷ Ibidem.

Fue hasta el año de 1962 que el Congreso de la Unión autorizó la emisión de los Bonos de la Tesorería que en su momento tuvieron escasa aceptación. Según un funcionario del Banco de México, ello se debió en gran medida al estrechísimo marco jurídico que se otorgó a dichos valores. Por un lado, se prohibió que estos Bonos pudieran emitirse en un ejercicio fiscal para vencer en el siguiente, a la vez que la Ley Orgánica del Banco de México impedía a esta institución adquirir títulos a cargo de la Tesorería de la Federación cuyo plazo fuese superior del que faltare para la terminación del año en que se hiciera la adquisición. Asimismo, se estableció que esos Bonos no pudieran ser adquiridos por los Bancos ni por las Compañías de Seguros, y que la Secretaría de Hacienda no estaba facultada para efectuar nuevas emisiones en tanto el Banco Central mantuviese tenencias de esos títulos.

Es evidente que si la circulación de esos títulos debía retirarse al finalizar cada ejercicio fiscal, era imposible que los mismos adquirieran un mercado estable. Un mercado sin permanencia no puede desarrollarse y menos presentarse a las operaciones de Banca Central de mercado abierto.

De muy particular relevancia fue la evolución del Sistema Financiero, especialmente entre los años cincuenta y principios de la década de los setenta. El rápido crecimiento del ingreso real, la estabilidad de precios, el mantenimiento de una paridad cambiaria fija y el ofrecimiento a los ahorradores de tasa elevadas de interés, son los factores a los que comúnmente se atribuye el auge de la intermediación financiera en ese período.

Entre 1950 y 1972, la relación del agregado monetario amplio M4 al PIB pasó de 15.6% a 32.3%. En cuanto al aspecto cualitativo de la economía mexicana, ésta experimentó un muy profundo cambio estructural; este cambio se manifestó principalmente en la migración urbana y la urbanización, la industrialización del país, el desarrollo del sector terciario y la transición agrícola, todo ello, en tanto que la minería y las industrias extractivas permanecieran estancadas.

De cualquier manera, no se puede exagerar el avance de este desarrollo bancario. La Banca, a fin de cuentas, era una expresión de la situación general del país. El sistema estaba integrado con una mayoría de Bancos Mercantiles que practicaban de preferencia el crédito al comercio, en detrimento del apoyo a la producción y a la inversión.

La estructura financiera del país mostraba insuficiente diversificación y especialización, de lo cual derivaba parte del hecho de que renglones significativos de la actividad económica no eran irrigados de forma suficiente y oportuna. Como ejemplo de lo anterior, tenemos a la agricultura, ganadería y a la pequeña industria, las cuales eran ejemplos evidentes de actividades alimentadas con crédito no bancario. A lo anterior contribuían también los hábitos de ahorro de la población. Autores de la época aluden al comportamiento monetario de las clases sociales en los extremos de

la escala social; mientras que en los estratos bajos conservaban la costumbre de atesorar moneda de oro y plata, los grupos de mayores ingresos mantenían sus ahorros en el extranjero, y esto, como es lógico, privaba al mercado de dinero de cantidades importantes de recursos.

Todo ello se reflejaba en la operación de una banca que, en general, seguía prácticas conservadoras y poco dinámicas. Debido al monto restringido y poco elástico de sus depósitos, el redescuento del Banco Central se convirtió en fuente permanente para que los Bancos pudiesen ampliar su operación. Por el lado de las operaciones activas, era común que cada Banco estuviera ligado más o menos directamente a un buen número de negocios, y por lo mismo, que distribuyera sus recursos entre una clientela conocida y seleccionada tras larga experiencia.

Así, los factores expuestos actuando en conjunto contribuían a producir mercados de crédito y monetarios excesivamente rígidos, sin fluidez. Incluso en la zona metropolitana era difícil que los fondos fluyeran de los sectores sobrantes hacia donde había astringencia, esta situación empeoraba a medida que aumentaba el área geográfica en consideración. Mientras en algunas zonas o actividades escaseaba el crédito, en otros se tenían recursos de sobra.

Esta misma circunstancia provocaba una falta de uniformidad en los niveles de los tipos de interés, ya que la tasa bancaria fluctuaba entre el 16% y el 12%, muchas veces entre plazas cercanas. Asimismo, los analistas de la época notaron la existencia de una estructura inversa en las tasas de rédito, ya que frente a las tasas bancarias apuntadas, las tasas del Mercado de Valores de largo plazo variaban entre el 6% y el 9%.

Dentro de la deuda de los Gobiernos Estatales sobresalían: 1) los bonos del Departamento del Distrito Federal, que en 1984 cubrían el 25% de ese total; y 2) los bonos de caminos de los estados de la República que se extendían con el aval del Gobierno Federal. Aunque todos eran valores que cumplían una función relevante de financiamiento, la promoción en cuanto a fines de regulación monetaria se concentró en los bonos de caminos (que era en su momento el valor público de más arraigo en el medio). Dicha estrategia se apoyó en la tesis de que los títulos esenciales de todo mercado de valores son los del gobierno, y que para que un mercado pueda dar lugar a operaciones regulatorias "open market" requiere siempre de "un valor líder".

Las operaciones de mercado abierto son, en general, un arma más fina y flexible que la variación de los requisitos de reserva. Aparte de consideraciones de tradición en materia de Banca Central, este fue el motivo por el que se intentó crear un Mercado de Valores públicos. Sobre todo en aquellas épocas en que el mercado interno de dinero tenía tan poca fluidez, la variación del encaje legal afectaba en forma desigual a cada banco; fenómeno exacerbado porque los depósitos bancarios no tenían una distribución geográfica uniforme.

Los regímenes de encaje legal no pueden estar variándose con frecuencia, ni tampoco con gran rapidez frente a circunstancias que pueden surgir en forma más o menos repentina. Las disposiciones de encaje legal son necesariamente complejas, aún cuando de manera permanente se trate de simplificarlas. Consecuentemente, ese instrumento, de indiscutible valor para la regulación monetaria y crediticia, no tiene una gran agilidad que corresponda a su poderío.

Como se ha visto, aunque el Sistema Financiero de aquella época distaba de ser maduro, ya ofrecía al ahorrador una gama razonable de alternativas de inversión. Estaba por un lado, un mercado accionario raquítico que, sin embargo, tenía más de cuarenta años de existir (se fundó en 1895) y en el cual se negociaban tres tipos de títulos: acciones bancarias, industriales y mineras.

En enero de 1978, el entonces Subdirector General del Banco de México, Miguel Mancera indicó:

“No deja de ser paradójico que una nación de la dimensión económica de México, mayor que la de varios países de Europa Occidental, poseedor de un sistema bancario relativamente desarrollado, carezca de un Mercado de Valores de magnitud proporcionada a esa dimensión, y aún más paradójico, resultaba la ausencia de títulos gubernamentales en nuestro Mercado de Valores”.

También, en mucho dependió el “impasse” de la consolidación del encaje legal como el mecanismo central de la política monetaria en México. En lo que se refiere a las Finanzas Públicas, el encaje se convirtió en un instrumento de transferencia de recursos financieros de entidades ahorradoras al Gobierno Federal. Pero, en general, el encaje efectivo aplicado a la banca tendió a elevarse con el tiempo. Durante la última etapa en que fue posible medir el encaje efectivo que corrió de 1968 a 1978, la tasa se incrementó de 29% a 45.8%.

Esta elevación continua del encaje coincidió con una radicalización de la política económica basada en el gasto gubernamental deficitario. Sin embargo, dadas las circunstancias, quizá no podía haber sido de otra forma, pues era el único mecanismo viable para financiar cuantiosos déficits sin que la tasa de interés se elevara a niveles inaceptables.

De ahí que la desaparición del encaje legal y la consecuente liberalización de la banca, tuvieran que estar precedidas de un enérgico saneamiento de las Finanzas Públicas.

Otro aspecto importante dentro del desarrollo del Sistema Financiero Mexicano, fue la publicación de la Ley del Mercado de Valores en el Diario Oficial del 2 de enero de 1975, misma que permitió novedosas formas de captación y financiamiento separando el Mercado de Valores del mercado

Bancario. La ley fomentó el que la intermediación bursátil se hiciera más profesional al favorecer el desarrollo de los agentes de valores, personas morales (Casas de Bolsa) y restringir la operación de los Agentes de valores, personas físicas (Agentes de bolsa).

En 1977 hubo una mayor inversión, el crecimiento del PIB fue de 3.4% y se suprimieron los bonos financieros (instrumentos que debieron ser a largo plazo, pero de extraordinaria liquidez), se creó el impuesto a las utilidades brutas extraordinarias, hubo 5 ofertas públicas de acciones por un monto de \$394.6 millones, la razón P/U conocida promedio a que se pagaron las acciones fue de 7.6 veces, se operaron \$5.784 millones, las ganancias de capital por operación en bolsa para las personas físicas quedaron prácticamente exentas y salió la primera emisión de Petrobonos (Certificados de Participación con garantía en los barriles de petróleo) para financiar a PEMEX.

En 1978, el PIB creció 8.3%, la inversión creció 11.9% y la privada superó a la pública, las utilidades de las empresas tuvieron una fuerte recuperación y apareció la segunda emisión de Petrobonos, se crearon varias Casas de bolsa y se tuvieron sucursales en provincia, aparecieron los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), instrumentos de magnífica liquidez y buen rendimiento para financiar al Gobierno Federal o para controlar el circulante, hubo 22 ofertas públicas de obligaciones por un monto de \$2.160 millones.

En 1979, el PIB creció 9.2%, la inversión 17.5%, se implantó el IVA y desaparecieron los bonos financieros. En el aspecto bursátil, el múltiplo conocido se elevó de 12.1 veces a 15.1 veces de enero a abril, fue una etapa en la que la gente ganaba en forma impresionante de una semana a otra, sin embargo, en abril sufrió una brusca caída que hizo bajar el múltiplo a 8.7 veces. Se hicieron 32 ofertas públicas de acciones por un monto de \$10.354 millones y 40 ofertas públicas de obligaciones por un monto de \$760 millones. Se hicieron dos colocaciones de Petrobonos por un monto de \$2.000 y \$5.000 millones respectivamente.

En general, podemos decir que dentro de este contexto se encuentra la primera fase del desarrollo del Sistema Financiero, ya que a partir de los años ochenta comienzan a darse una serie de cambios importantes en este sistema debido a su incapacidad para amortiguar la crisis que vendría en el año de 1982. En esta segunda etapa, las autoridades en materia económica comienzan a dar más importancia al crecimiento económico pero apoyado en la inversión especulativa.

2. Características de un sistema regulado

Algunos de los principales instrumentos que caracterizaron al sistema financiero mexicano como un sistema altamente regulado fueron: el control de las tasas de interés –tanto pasivas como

activas-, la especialización de los servicios financieros, la canalización obligatoria de crédito y el encaje legal.

Podemos decir que de 1896, en que se crea el primer sistema financiero mexicano⁴⁸, hasta 1978 dicho sistema estuvo formalmente estructurado bajo el criterio de especialización funcional existiendo diversos tipos de instituciones de crédito sujetas por la ley a actuar principalmente en el mercado de dinero o en el mercado de capitales. Al primero correspondía principalmente la actividad de los bancos de depósito, y al segundo la de las sociedades financieras y las de crédito hipotecario⁴⁹.

Para 1960, el creciente desarrollo del sistema bancario y de los mercados financieros hacía ya que la citada especialización funcional constituyese un factor limitante para el crecimiento de los bancos, por lo que a partir de ese año se inicia un proceso que culminó en 1978, el cual hizo posible el cambio estructural de la banca especializada en banca múltiple sin afectar inconvenientemente a las instituciones de crédito.

En general, en cuanto a la naturaleza del servicio de banca y crédito podemos ver que en la etapa que inicia en el año de 1941, fue expedida la ley general de instituciones y organizaciones auxiliares de crédito que, sin lugar a dudas, dio un nuevo perfil a la banca –la cual en aquel entonces era el principal intermediario financiero-. Cabe resaltar que hasta 1946 el servicio de banca y crédito fue prestado por los particulares a través de un acto de concesión, ya que en éste último año se modificó el régimen para hacerlo materia de autorización. Sin embargo para 1962 se retoma la figura de la concesión pero ya con todas sus implicaciones jurídicas, situación que se mantuvo hasta 1982 cuando a raíz de la estatificación de la banca, ésta actividad asume el carácter de servicio público no concesionable⁵⁰.

Dentro de este esquema, el régimen a que estaba sujeta la banca para captar recursos del público mediante la recepción de depósitos y préstamos, limitaba los rendimientos a ofrecer por esas captaciones e imponía a las instituciones de crédito la obligación de canalizar parte de esos recursos al otorgamiento de crédito con tasas de interés preferenciales, destinadas a financiar actividades prioritarias. Tal régimen limitaba la posición competitiva de la banca frente a otros intermediarios financieros, principalmente casas de bolsa, quienes podían ofrecer al público condiciones de inversión más redituables. Ante esto, las instituciones de crédito fueron creando

⁴⁸ Borja Martínez, Francisco. *El nuevo sistema financiero mexicano*. F. C. E., México, 1991.

⁴⁹ *Ibidem*.

⁵⁰ Ortiz Martínez, Guillermo. *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*, F. C. E., México, 1994. p. 11.

nuevos instrumentos de captación "no tradicionales" para fortalecer su competitividad de mercado. Estos últimos instrumentos se encuentran referidos de manera principal a "cuentas maestras", letras de cambio aceptadas por bancos y pagarés avalados por ellos⁵¹.

En general, encontramos que con anterioridad las instituciones de crédito estaban sujetas a un régimen de banca especializada con lo que la gama de operaciones –tanto activas como pasivas– que dichas instituciones ofrecían eran limitadas, toda vez que las mismas estaban sujetas a la propia naturaleza de los intermediarios. Sin embargo, a mediados de la década de los años setenta las autoridades, respondiendo a las propias tendencias del mercado, dieron un gran paso cuando se autorizó el cambio de la banca especializada en banca múltiple.

La especialización de servicios había prevalecido en México prácticamente desde las primeras disposiciones legales expedidas para regir las operaciones de los distintos intermediarios financieros, principalmente en el caso de las instituciones de crédito, las cuales estaban estructuradas en tres tipos principales: 1) bancos de depósito, 2) las sociedades financieras y 3) las de crédito hipotecario. Esta especialización de los servicios encontraba su origen en la idea de considerar que, por el grado de complejidad de las operaciones de intermediación financiera y la atención de nichos específicos, y con el afán de lograr un equilibrio en el desarrollo de todas ellas, era conveniente que se encontrasen ampliamente diversificadas a través de distintos intermediarios.

Sin embargo, en México al igual que en otros países, el desarrollo del sistema financiero puso en evidencia la necesidad de tender hacia un concepto de banca más integral, dadas las limitaciones de crecimiento y concentración de riesgos que implicaba la especialización de los servicios, así como por las economías de escala que la integración permite.

Así, en 1970 la ley reconoció que un grupo bancario pudiera integrarse por varias instituciones de crédito con diferentes tipos de especialización. En 1974, la ley permitió la fusión de una sola institución de crédito de distintos tipos de bancos, aunque los servicios al público serían prestados por departamentos independientes. Este proceso consistió, fundamentalmente, en la integración en una misma institución de los servicios que ofrecía la banca especializada, tales como las operaciones de depósito, ahorro, financieras, hipotecarias y fiduciarias. Los bancos múltiples se crearon mediante la fusión de los distintos departamentos especializados que, hasta ese momento, operaban en cada institución, dicho proceso culminó en 1978.

⁵¹ Borja, op. cit.

La creación de la banca múltiple propició, por un lado, la homogenización del régimen del encaje legal y de otras disposiciones de carácter regulatorio. Por otro lado, se facilitó la oferta de nuevos productos financieros. Finalmente, cabe señalar que el surgimiento de la banca múltiple, llevó a que distintas instituciones bancarias buscaran fusionarse entre sí, con el fin de aprovechar las ventajas que la nueva figura de la banca múltiple representaba. Las diversas fusiones ocurridas entre las instituciones de crédito, culminaron durante la década de los años ochenta cuando quedaron únicamente 18 bancos múltiples⁵².

Por otro lado, como ya se mencionó, en 1975 se expidió la ley del mercado de valores, que permitió novedosas formas de captación y financiamiento –en cierta medida similares a las que efectuaba la banca- además de permitir que las bolsas de valores tuvieran una configuración independiente del sistema bancario y ya no como organizaciones auxiliares de crédito; así como también, los agentes de valores deberían constituirse como sociedades mercantiles bajo el nombre de “casas de bolsa”. En 1978 habría de crearse el instituto para el depósito de valores y, de especial relevancia, se emitirían los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES). Así mismo, a través de la ley se actualizó la estructura del mercado de valores. Se fijaron para ello capitales mínimos para las casas de bolsa y sus operaciones quedaron sujetas a una regulación formal, creándose las condiciones necesarias para el acreditamiento y expansión de dichos intermediarios.

Por otra parte, en lo que respecta a las operaciones de sucursales y oficinas de entidades financieras del exterior, se debe advertir que hasta 1924, desde el punto de vista legal, las sucursales de entidades financieras del exterior pudieron operar libremente en el país, aunque de hecho, para ese año solamente una de ellas mantenía sus operaciones regularmente –la de Citibank, N. A.-, mientras que las demás a raíz de los problemas políticos y económicos prevaecientes, paulatinamente fueron disminuyendo sus actividades o, incluso, cerrando sus puertas.

Para ese año la ley establecería que sólo podrían operar en México aquellas sucursales que contaran con autorización gubernamental, limitándolas a no emitir valores. Con la ley de 1941, se limita aun más su operación, dado que a partir de ese año, para la única sucursal de banco extranjero que operaba en nuestro país, exclusivamente se le autorizaba a realizar operaciones de banca de depósito. En las reformas a la ley en 1978, se previó que los bancos extranjeros de primer orden pudieran establecer sucursales en México exclusivamente para llevar a cabo operaciones con residentes en el exterior –sucursales “off shore”-.

⁵² Ortiz, *op cit.*

Por otra parte, en la década de los años setenta las tasas de interés, tanto activas como pasivas, estaban sujetas a estrictos mecanismos de control. Básicamente, las tasas de interés pasivas anteriormente habían estado controladas por las autoridades financieras, obteniendo así cuantiosos recursos crediticios que el gobierno utilizaba a través del encaje legal. Por lo cual, desde 1989 se decidió liberar dichas tasas, esto mediante dos reformas constitucionales: una para ampliar la participación social en el capital de la banca, y la otra, para dar autonomía al banco central. Además, se emitieron tres nuevas leyes: 1) la de agrupaciones financieras, 2) la de instituciones de crédito, y 3) la del banco de México. Se desincorporaron las 18 instituciones de banca comercial, se negoció el capítulo de servicios financieros del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica y se establecieron los principales lineamientos de una nueva regulación prudencial.

Mientras que, por otro lado, las instituciones financieras –principalmente la banca especializada– era objeto de reglas rígidas en lo referente a la canalización obligatoria de crédito. En este sentido, a una gran parte de las actividades se le fijaba una tasa de interés máxima, lo que generaba distorsiones e ineficiencias en el sistema bancario, toda vez que bajo este esquema, los costos eran relativamente menos importantes para la banca comercial, en virtud de que una gran proporción de sus utilidades dependía de la retribución que fijara el banco de México. No hay que olvidar que mucho de lo que entonces sucedía encontraba su origen en la existencia de un elevado encaje legal.

Sin embargo, debe resaltarse que el esquema de fijar tasas máximas era poco eficiente, lo cual se pudo constatar a principios de los años ochenta, cuando las tasas de interés empezaron a elevarse considerablemente como consecuencia de la inflación. En efecto, si las tasas de interés son controladas sin considerar el ritmo inflacionario, llega un momento en el que se vuelven negativas, provocando así una grave desintermediación financiera. Debido a esto, se hacía necesario manejar una tasa de interés representativa del mercado, de manera que para 1979 se creó el concepto de costo porcentual promedio (CPP), el cual es un promedio ponderado de las tasas de depósito que pagan los bancos a su clientela. Básicamente, el CPP se convirtió en un indicador del costo de fondeo del sistema bancario y del crediticio.

Por otra parte, en cuanto al financiamiento para el gobierno, podemos ver que en un contexto de cuantiosos déficits fiscales, el gobierno generalmente recurre al financiamiento obligatorio proveniente de las instituciones de crédito. La canalización selectiva del crédito es un instrumento monetario cuyo objetivo es fomentar o disminuir ciertos tipos de préstamos e inversiones del sistema bancario, de acuerdo con los objetivos de política financiera. A través de la canalización selectiva se buscaba orientar el financiamiento hacia aquellas actividades productivas consideradas como prioritarias. Sin embargo, la canalización selectiva del crédito no siempre constituye un medio eficiente para proveer de recursos financieros al gobierno; además, la

existencia de renglones obligatorios crea graves distorsiones en el sistema, al otorgar financiamiento barato a los sectores privilegiados y al encarecer –como contrapartida- el crédito destinado a los sectores no privilegiados⁵³.

De igual manera, la existencia de cajones obligatorios puede dar origen a prácticas indeseables en el otorgamiento del crédito, como son el que los recursos se destinen en condiciones preferenciales hacia sectores que no son realmente prioritarios. Lo anterior es particularmente cierto si los sectores considerados como prioritarios son muy numerosos y si los créditos preferenciales se otorgan a tasas de interés sustancialmente inferiores al costo de captación. Por tal motivo, a principios de la década de los años setenta y dadas las distorsiones que la canalización selectiva del crédito estaba provocando en el mercado, el régimen de cajones obligatorios se fue simplificando. Así, por lo tanto, ya para 1989 debido a la corrección del déficit fiscal y el desarrollo de un mercado de valores público se hizo posible que se eliminaran por completo las pocas reglas de canalización obligatoria de crédito que hasta ese entonces todavía existía.

Por otro lado, el encaje legal fue otro instrumento de regulación financiera en México, cuya utilización se remonta a 1924. El encaje legal es un instrumento de política monetaria cuyo propósito es el de incrementar o restringir el circulante y el crédito. El encaje legal consiste fundamentalmente en el porcentaje de la captación bancaria que el Banco de México determina que debe quedar depositado obligatoriamente en el propio instituto, con o sin causa de interés. La utilización del encaje legal de 1924 a 1936, cuando se consolida el Banco de México como un verdadero banco central, tuvo como propósito principal la protección de los depósitos efectuados por el público ahorrador en las instituciones crediticias.

Posteriormente, para 1941 se modificó estructuralmente el encaje legal al establecerse que la base para determinar el alcance de dicho instrumento sería el pasivo exigible de las instituciones de crédito. Este cambio tuvo por objeto que el banco central controlara el circulante a través de limitar la base del crédito que podrían otorgar los bancos. Otro cambio estructural importante en el régimen del encaje legal, tuvo lugar en 1947 cuando se determinó que las instituciones crediticias debían canalizar un porcentaje de su captación hacia la inversión obligatoria en valores. Esta modalidad había de prevalecer hasta la eliminación del régimen del encaje legal. De igual manera, en ese mismo año le fue conferida al banco de México la posibilidad de utilizar –de así considerarlo conveniente- el porcentaje del encaje legal hasta el máximo autorizado del 100% en relación con los aumentos obtenidos en sus pasivos por el sector bancario.

⁵³ Ortiz, op. cit. Pp. 47-48.

Posteriormente, en 1970 el Banco de México recibió, por vez primera, la autorización para pagarle a las instituciones crediticias intereses por las cantidades excedentes de los porcentajes mínimos en efectivo depositados con el encaje legal.

En términos generales, la distribución del encaje legal a lo largo de su existencia, fue la siguiente: una determinada cantidad mínima en efectivo depositada en el banco central; pudiendo generar o no intereses, otra parte invertida en valores, y el resto a la libre decisión de cada institución. Generalmente los recursos obtenidos por el Banco de México, a través del citado régimen, se canalizaban a sectores considerados como prioritarios para el desarrollo económico del país, entre éstos sectores estaba incluido el propio gobierno, lo que provocó una escasez del crédito para los sectores no considerados como prioritarios.

Esta situación, aunada a la prolongación –hasta principios de 1988- de la inflación y la caída real de las tasas de interés, propiciaron el surgimiento y expansión; sobre todo a mediados de 1988, de mercados informales de crédito dando lugar así a establecer en octubre de 1988 que el pasivo derivado de las aceptaciónes y los avales bancarios no quedaría sujeto a las reglas de canalización obligatoria vigentes para la captación bancaria tradicional, sino que debería quedar correspondido en más o menos el 30% por CETES, BONDES y/o depósitos en efectivo a la vista con interés en el banco de México y, que el resto (70%) podía invertirse libremente en créditos y otros activos.

Para 1989, el régimen del encaje legal se substituyó por el coeficiente de liquidez de 30%. Este proceso se dio de manera gradual, en 1989, el Banco de México determinó que a partir de ese año la inversión de los recursos captados mediante instrumentos tradicionales –excepto cuentas de cheques- quedaría sujeta al mismo régimen de inversión mencionado anteriormente. En junio de ese mismo año, se autorizó el pago de intereses a las cuentas de cheques y quedaron también sujetas al régimen de inversión obligatorio. En agosto, dicho régimen también se les aplicó a las cuentas de cheques sin intereses. Estos cambios desregularon significativamente al sistema bancario, al tiempo que permitieron la liberalización de una gran cantidad de recursos (17.8 billones de pesos durante 1989).

Resumiendo, el coeficiente de liquidez obligaba a las instituciones de crédito a mantener una reserva de liquidez de por lo menos 30% de su captación, el cual podría integrarse por valores gubernamentales y/o efectivo en caja y/o depósitos a la vista en el banco de México.

Sin embargo, en septiembre de 1991 las reglas cambiaron radicalmente, con el fin de profundizar la desregulación del sistema bancario y dotar de mayor transparencia a la intermediación bancaria y fomentar un mayor orden en el mercado de dinero. Entre las reformas al sistema financiero

destaca, sin lugar a dudas, la eliminación del coeficiente de liquidez, con lo cual se evitaron las operaciones de arbitraje regulatorio de los intermediarios, al tiempo que se buscó que la banca se concentrara en su función esencial de intermediación crediticia.

Cabe mencionar, que la eliminación del coeficiente fue posible gracias a la conjunción de dos factores: por un lado, la evolución favorable de las finanzas públicas, lo que permitió que el gobierno federal ya no tuviera que recurrir al financiamiento obligatorio de la banca múltiple, y por otro lado, la amplitud del mercado de dinero permitía a los bancos obtener con rapidez los recursos necesarios para hacer frente a sus obligaciones de manera oportuna⁵⁴.

2.1. Marco institucional (1970-1988)

En México, en poco más de sus primeros 40 años de vida como nación independiente, esto de 1821 a 1864, careció de intermediarios financieros con razonable permanencia. Básicamente, las ofertas de crédito provenían de algunas casas y negociaciones mercantiles, de la iglesia y de personas físicas que otorgaban préstamos –usualmente con garantía hipotecaria-. Además, debido a que el crecimiento de la economía era muy precario, también la demanda de crédito para financiar actividades económicas se tornaba muy escasa⁵⁵.

No fue sino hasta el período de 1874 a 1890 cuando el número y la actividad de intermediarios tuvo ya un importante y sostenido crecimiento, el cual alcanzó primero una mayor significancia en la banca y en las empresas aseguradoras, así como, aún cuando en menor medida, en las compañías de fianzas. Por lo que respecta a los mercados de dinero y de capitales, éstos eran prácticamente inexistentes, las operaciones de crédito no constituían objeto de actividad empresarial y las contiendas internas casi ininterrumpidas limitaban considerablemente no sólo el crecimiento, sino aún la creación de quehacer financiero.

Fue el año de 1890, fue hasta cuando el crecimiento del mercado de dinero y el de capitales permitía sustentar ya de manera creciente la actividad de los intermediarios financieros. Teniendo como resultado de esto, que se fortalecieron y se diversificaron los servicios financieros prestados por diversos intermediarios especializados, siendo éstos bancos, empresas aseguradoras, compañías de fianzas, agentes de valores y almacenes generales de depósito. A estos intermediarios se agregaba la prestación de muy diversos servicios financieros por distintas

⁵⁴ Ortiz, op. cit. pp. 49-55.

⁵⁵ Borja, Martínez, op. cit.

asociaciones sin ánimo de lucro, entre las que se encontraban las cajas de ahorro, así como por establecimientos y empresas mercantiles cuya naturaleza también era diversa.

Sin embargo, no fue sino hasta la década de los años setenta cuando se crean en México los intermediarios financieros que, de manera profesional, inician la captación de recursos del público y su colocación en éste. Por lo tanto, no es sino hasta la última década del siglo XIX y la primera del XX cuando se crearon los primeros sistemas financieros en México, esto mediante un proceso legislativo que establecería ordenamientos de carácter general, para normar de manera uniforme a las instituciones de crédito, a las aseguradoras, a las compañías de fianzas y a los almacenes generales de depósito; tal integración comprendió también de alguna manera a las bolsas y agentes de valores⁵⁶.

La integración del sistema financiero mexicano fue modificándose para incorporar formalmente a éste nuevas actividades de intermediación que actuaban al margen del propio sistema o para, dentro del mismo, conferir diferente naturaleza a ciertos intermediarios, en la medida en que fueron alcanzando mayor desarrollo.

Pero, en general, al abordar el tema de los antecedentes del sistema financiero mexicano, conviene referirse principalmente a la etapa que inicia en 1941, cuando fue expedida la Ley General de Instituciones y Organizaciones Auxiliares de crédito que, sin lugar a dudas, dio un nuevo perfil a la banca, la cual, era en aquel entonces, con mucho, el principal intermediario financiero, situación que a su vez tendría importantes repercusiones sobre las estructuras y características de las operaciones de los demás intermediarios. Fue el año de 1941 cuando se reconoció a las sociedades financieras el carácter de instituciones de crédito. Para 1951 se crearon las sociedades de inversión incorporándolas a su vez al sistema financiero.

Básicamente, hasta principios de los años setenta la banca se caracterizaba por la especialización de sus servicios, con lo que la gama de operaciones, tanto activas como pasivas, que dichas instituciones podían ofrecer eran limitadas, ya que se encontraban sujetas a la propia naturaleza de los intermediarios. Sin embargo, a mediados de esa década las autoridades, dieron un gran impulso a la fusión de instituciones bancarias y financieras, dando paso a lo que serían las instituciones de banca múltiple.

En 1970, la ley reconoció que un grupo bancario pudiera integrarse por varias instituciones de crédito con diferentes tipos de especialización; en 1974, la ley permitió la fusión en una sola

⁵⁶ Ibidem.

institución de crédito de distintos tipos de bancos, aunque los servicios al público serían prestados por departamentos independientes. Este proceso habría de culminar en 1976 cuando la ley autoriza el surgimiento de la banca múltiple.

Para 1975 fue publicada la Ley del Mercado de Valores en el diario oficial del 2 de enero, logrando fomentar el mercado de valores y separándolo del mercado bancario. Conforme a dicha ley las bolsas de valores dejaron de ser organizaciones auxiliares de crédito para tener configuración independiente del sistema bancario y se previene que los agentes de valores deban de constituirse con el carácter de sociedades mercantiles bajo el nombre de casas de bolsa, cambios que fortalecieron considerablemente al mercado de valores.

Por una parte, las casas de bolsa contaban en su organización con una dirección general, dirección administrativa, apoderados –para llevar a cabo las relaciones con el público (ventas)-, operaciones de piso –producción-, análisis bursátil –producción- y los agentes de bolsa realizaban todas las funciones; esta fue una de las razones de la institucionalización. Por otro lado, a los agentes de bolsa se les restringieron sus actividades a actuar como intermediarios con valores, recibir fondos para realizar operaciones con valores y brindar asesoría en lo que respecta a valores. Las casas de bolsa además, podrían recibir y otorgar créditos, realizar operaciones por cuenta propia y operar a través de sucursales.

Por otra parte, en el año de 1976 –el 18 de marzo- se publicaron en el diario oficial las reglas de la banca múltiple, entendiéndose ésta como la sociedad que tienen concesión del gobierno federal para realizar las operaciones de banca de depósito, financiera e hipotecaria sin perjuicio de otras concesiones que tuvieran para realizar otras operaciones previstas por la ley y se dieron las bases para la concentración del capital bancario. Cabe recalcar que en 1975 existían 243 instituciones bancarias, al 31 de diciembre de 1981 existían 36 multibancos, de los cuales los activos de Bancomer, S. A. y Banco Nacional de México, S. A. sumaban el 42.19% del total

Si se consideraban los activos del Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, Banca Serfin, S. A., entre estas instituciones tenían el 76.26% del total de los activos; los bancos Banamex, Bancomer, Serfin y Comermex, representaban el 57.76% del total de activos, por lo que se puede hablar de que existía una concentración del capital bancario. Esta modalidad de multibanco daba la pauta para la acumulación de capital que en realidad hacía falta en 1976.

La creación de la banca múltiple propició un gran avance en la liberación de la intermediación crediticia, a la vez que permitió a las distintas instituciones alcanzar mejores niveles de capitalización y lograr economías de escala, también hizo posible una más adecuada diversificación de riesgos crediticios, aunada ésta al hecho de que permitió desregular al sistema

bancario, pues a partir de entonces se dictaron disposiciones más generales hacia la banca múltiple y no disposiciones específicas por cada grupo de bancos especializados.

En 1978 se creó el Instituto para el Depósito de Valores, previéndose posteriormente que las funciones asignadas a éste pudieran irse descentralizando a través de instituciones que prestaran los correspondientes servicios, relacionados con la guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores. Para este año, fue de especial relevancia la primera emisión de Certificados de Tesorería de la Federación (CETES).

Con la entrada en vigor de la ley del Mercado de Valores, se creó la base a partir de la cual se crea la infraestructura institucional del mercado de valores, ya que antes de que se expidiera esta ley no existía la figura jurídica de las casas de bolsa, por lo que la intermediación de valores la llevaban a cabo personas físicas que prácticamente no estaban sujetas a ninguna regulación formal; del mismo modo, las obligaciones por parte de las emisoras eran poco precisas, lo que generaba incertidumbre en el mercado. La nueva ley vino a llenar las lagunas existentes y a constituir un pilar fundamental para la creación de un mercado de dinero y, aunque más lentamente, un mercado de capitales en México.

Asimismo, a través de la ley se actualizó la estructura del mercado bursátil. Se fijaron para ello capitales mínimos para las casas de bolsa y sus operaciones quedaron sujetas a una regulación formal, creándose las condiciones necesarias para el acreditamiento y expansión de dichos intermediarios⁵⁷.

El desarrollo del mercado de títulos de deuda pública, además de constituir una fuente de financiamiento del gobierno, jugó un papel relevante en la desregulación del sistema financiero y del bancario en particular. Es así que al existir un mercado de valores gubernamentales, las necesidades de financiamiento del gobierno se satisfacen a través de la colocación de valores gubernamentales, liberando con ello una gran cantidad de recursos que pueden ser colocados por las instituciones a las tasas y los plazos que los propios bancos determinen.

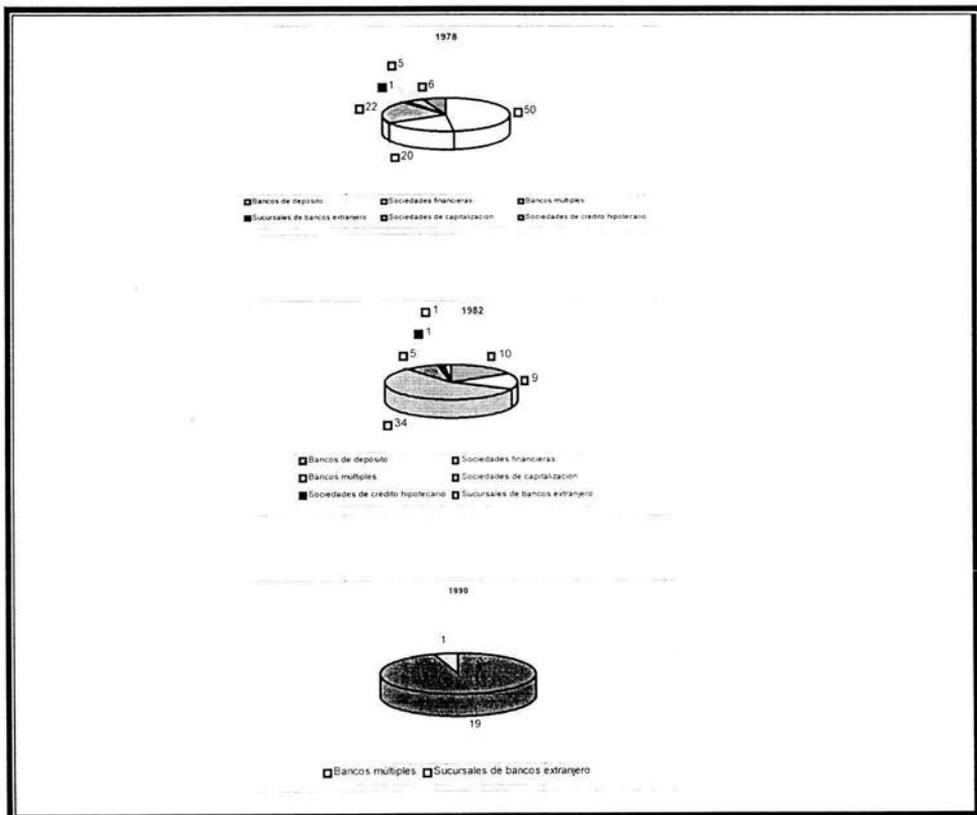
En 1981 las arrendadoras financieras se incorporaron formalmente al sistema con el carácter de organizaciones auxiliares de crédito y en 1990 se reconoció también éste último carácter a las empresas de factoraje financiero, creándose en ese mismo año una nueva figura de intermediarios en el mercado de valores denominados especialistas bursátiles, los cuales se distinguen de las casas de bolsa en tres características fundamentales: 1) llevan a cabo su intermediación actuando

⁵⁷ Ortiz, op. cit.

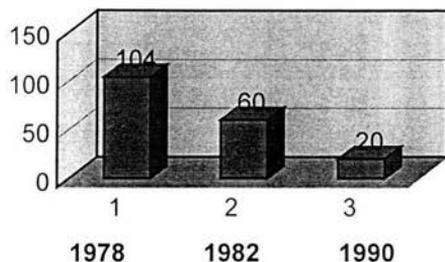
principalmente por cuenta propia, 2) sus operaciones se circunscriben a los valores en que se encuentran registrados como especialistas en la bolsa de valores de que sean socios y 3) tienen por función específica operar con otros especialistas bursátiles y con casas de bolsa, pudiendo hacerlo con el público sólo cuando así lo autorizara mediante disposiciones de carácter general, la Comisión Nacional de Valores.

Las casas de bolsa actúan principalmente por cuenta de sus clientes, operan indistintamente con toda clase de títulos bursátiles y prestan sus servicios tanto al público como a otros intermediarios financieros. De manera general, la evolución del sistema financiero en lo que respecta a la variación en el número de intermediarios registrada en los últimos años, se muestra en las gráficas 2, 3, y 4.

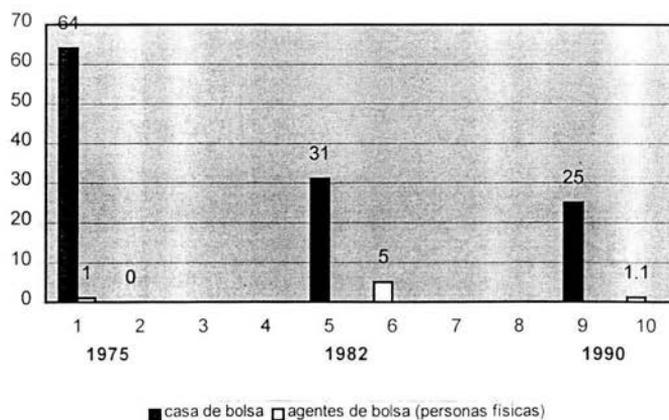
Grafica II. Número de instituciones de crédito



Gráfica III. Número de instituciones de crédito II



Gráfica IV. Número de agentes de valores



Fuente: Borja Martínez, op cit.

Por lo que respecta a los diferentes servicios e instrumentos financieros, éstos fueron adecuándose a las características requeridas por el mercado, para fomentar con ello el ahorro, canalizándolo con creciente eficiencia a través del sistema institucional. Particularmente en la banca, se han venido agregando con apreciable dinamismo una creciente gama de instrumentos que han fortalecido la captación de recursos del público, tales como la emisión de nuevos tipos de valores, la operación de cuentas maestras que vinculan cuantías de cheques con la participación de

sus titulares en fideicomisos de inversión en valores de renta fija, la colocación de letras de cambio aceptadas por instituciones de crédito y de pagarés avalados por éstas o el creciente servicio de los llamados cajeros automáticos para la recepción y el retiro de depósitos⁵⁸.

En las empresas aseguradoras y compañías de fianzas sus servicios se han diversificado, ampliándose los ramos de siniestros en que pueden operar las primeras y los tipos de fianzas que otorgan las segundas. También se ha incrementado la protección de los intereses del público usuario de los respectivos servicios.

Básicamente, podemos decir que de 1897 en que fue creado el primer sistema financiero, hasta 1978, dicho sistema se caracterizó por tener una estructura bajo el criterio de especialización funcional, existiendo en él diversos tipos de instituciones de crédito sujetas por la ley a actuar principalmente en el mercado de dinero o en el de capitales; donde al primero le correspondía principalmente la actividad de los bancos de depósito y al segundo la de las sociedades financieras y la de las de crédito hipotecario.

Para 1960, el creciente desarrollo del sistema bancario y de los mercados financieros hacia ya que la citada especialización funcional constituyese un factor limitante para el crecimiento de los bancos, por lo que a partir de ese año se inicia un proceso que culminó en 1978, el cual hizo posible el cambio estructural de la banca especializada en banca múltiple, sin afectar inconvenientemente a las instituciones de crédito.

Primero surgieron grupos bancarios que integraban a instituciones de crédito con diversos tipos de especialización; en 1970 la ley reconoció y reguló a estas agrupaciones y para 1974 permitió que mediante fusiones de diversos tipos de banca una misma institución de crédito pudiera prestar, a través de distintos departamentos, servicios de banca y crédito integrados. El proceso concluyó en 1978 cuando se reconoció en la ley un nuevo tipo de institución de crédito llamada banca múltiple.

Para poder propiciar este tránsito a lo largo del proceso se fueron uniformando, en torno al depósito irregular de dinero, los diversos instrumentos de captación que se asignaban a los también diversos tipos de instituciones especializadas. Asimismo, se adoptaron medidas para evitar contracciones inconvenientes en la capacidad de pasivo de la banca originados en las correspondientes fusiones. Con estas medidas se pudo alcanzar de manera exitosa el referido cambio de estructura y para fines de 1982 más del 90% de los pasivos de las instituciones de crédito correspondían a bancos múltiples.

⁵⁸ Borja, Martínez, op. cit.

Las dos leyes reglamentarias del servicio público de banca y crédito expedidas durante la vigencia del régimen que dio exclusividad al estado en la prestación de tal servicio, reiteraron la estructura de la banca múltiple, suprimiendo definitivamente disposiciones que preveían la existencia de bancos especializados. Además, el proceso que buscaría integrar en una sola institución la prestación de diversos servicios financieros ha tenido lugar, aún cuando en menor grado que en la banca, respecto a otros intermediarios. También, las compañías de seguros y fianzas pueden actuar hoy en un número mayor de ramos correspondientes a los distintos tipos de siniestros, que en los que hace algunos años constituían su objeto particular⁵⁹.

Por su parte, las sociedades de inversión pudieron ser de tres géneros: 1) sociedades de inversión comunes, que operan con valores tanto de renta variable como de renta fija, 2) sociedades de renta fija, susceptibles de operar sólo con esta clase de valores y 3) sociedades de inversión de capitales cuyo objeto es la operación con valores emitidos por empresas que requieran recursos a largo plazo y cuyas actividades estén relacionadas preferentemente con los objetivos de la planeación nacional del desarrollo; éstas últimas tienen por la naturaleza de su actividad, el carácter de sociedades de inversión de capital de riesgo.¹

También las uniones de crédito han evolucionado, ya que inicialmente sólo podían ser socios de ellas y consiguientemente acreditados de las mismas, personas residentes en la plaza en donde operare la unión o, por lo menos, en estados, departamentos o territorios en que ésta última llevase a cabo su actividad o colindantes con los anteriormente mencionados. De esta manera la especialización se establecía con criterios de ubicación geográfica para el otorgamiento de créditos e independientemente del quehacer económico que tuviesen sus socios.

Posteriormente, dicha especialización se acrecentó agregando al criterio geográfico el concerniente a la actividad económica de sus socios, que podía ser agrícola, industrial, comercial o mixta, régimen que se modificó más adelante reduciendo los ramos de especialización al establecer la figura de uniones de crédito agropecuarios que comprende a las agrícolas y ganaderas. Este tipo de uniones son las únicas que pueden funcionar como mixtas para así procurar apoyo financiero al establecimiento de agroindustrias.

2.2. Intermediación bancaria

Para el estudio del sistema bancario, es importante tener en cuenta que éste cumple una función determinante en la gestión del crecimiento económico y, además, que es particularmente el sistema bancario comercial, el que bajo un sistema de intermediación de mercado, el que tiene

⁵⁹ Ibidem.

mayores posibilidades de erigirse en una fuente dinamizadora del crecimiento en comparación con un sistema que realiza dicha intermediación en un contexto de represión financiera.

En el caso del sistema bancario mexicano, se vivió una etapa muy larga de represión financiera prácticamente hasta 1988. Básicamente, los principales instrumentos de regulación financiera que caracterizaron al sistema financiero mexicano regulado fueron: 1) el encaje legal, instrumento que implicaba un crédito obligatorio a favor del sector público sin costo o a tasas bajas; 2) los controles cuantitativos al crédito; éstos se basaban en el sistema llamado de "cajones selectivos" conforme al cual los intermediarios tenían la obligación de mantener una determinada proporción de sus carteras de préstamo asignadas a ciertos sectores –como la agricultura o las pequeñas y medianas empresas- 3) las tasas activas y pasivas, éstas eran determinadas por las autoridades y solían permanecer fijas por períodos muy largos.

Esta represión financiera sufrida por el sistema financiero mexicano tuvo como principales repercusiones: 1) la creación de un sistema bancario vulnerable; 2) una penetración financiera⁶⁰ que se fue debilitando con el paso de los años, principalmente por la ausencia de instrumentos de cobertura acordes con el alza de precio y la volatilidad cambiaria, así como por la fijación de tasas poco realistas cuyo rendimiento se tornó negativo en períodos de inestabilidad de precios; 3) pérdida de destreza en el ejercicio de la canalización del crédito al sector privado no financiero con criterios de eficacia en el manejo de los riesgos involucrados.

Aunque debemos reconocer, que dentro del sistema bancario reprimido durante los años ochenta se pudo avanzar en esferas fundamentales que a la postre permitieron emprender las reformas del sistema financiero en general⁶¹ y, particularmente, de las instituciones de crédito, algunos de estos avances fueron:

1) se emprendió una política de liberalización comercial de tal magnitud que en 1987 sólo 26.8% del valor de las importaciones estaba sujeto a permisos previos de importación.

2) fue redimensionado el papel del sector público en la economía, lo que se tradujo en la desincorporación de 905 empresas públicas entre 1982 y 1988.

3) también, gracias al equilibrio de las finanzas públicas, pudo utilizarse la estrategia de fondeo directo en un mercado que nació desde 1978 con las primeras emisiones públicas de los

⁶⁰ La penetración bancaria se entiende aquí como la relación entre la suma de la captación tradicional de banca múltiple (cheques, vista, ahorro, plazo y aceptaciones) respecto al PIB.

⁶¹ Borja, Martínez, op. cit.

Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes), dando paso al desarrollo del mercado de dinero, fundamentalmente público –ya que en 1988, 40% del financiamiento del gobierno estaba concentrado en valores públicos-⁶².

Sin embargo, hasta antes de poner en marcha la reforma financiera y bajo este esquema de represión, tanto la captación como el financiamiento se ubicaban en niveles que no reflejaban la verdadera capacidad de intermediación de las instituciones. Todo esto tiene que ver con las características que, en general, han predominado en la dinámica económica de México, la cual no ha permitido que se generen los excedentes necesarios para poder alcanzar altos niveles de ahorro interno y de depósitos en el sistema bancario nacional que posibiliten financiar un crecimiento de inversión más endógeno y auto sustentado. Debido a esto, fue necesario recurrir al ahorro externo (medio por el déficit de cuenta corriente en la balanza de pagos) que representó el 4.09% del PIB y el 17.0% del ahorro total⁶³.

Cabe mencionar, que en el mundo económico la historia de los cambios en la organización de los intermediarios financieros no muestra invariablemente una mayor eficiencia relativa y, además, se debe reconocer que los sistemas financieros adquieren rasgos particulares en diferentes periodos en estrecha relación con la estructura económica y política que los sustenta. En el caso del sistema financiero mexicano, encontramos que el camino de la apertura financiera desde finales de los años setenta hasta la entrada en vigor del TLC se ha recorrido en medio de una crisis de largo plazo de las economías capitalistas, crisis que han provocado cambios radicales en la organización y funcionamiento de los intermediarios y ha ampliado la competencia que, sin embargo, no parece que haya alcanzado procesos eficientes de financiamiento⁶⁴.

Básicamente, la dinámica del crecimiento ha descansado en los sectores y ramas productivas de mayor rentabilidad a corto y mediano plazos. Esto a su vez, se ha caracterizado por su alto coeficiente de importación, y escasamente contribuyen a la integración interna del aparato productivo y producen un muy bajo efecto multiplicador de la inversión sobre el ingreso y el ahorro interno. Ello ha obligado a recurrir al ahorro externo para financiar los ritmos y niveles de inversión en el país, así como el desequilibrio externo que genera tal dinámica.

Las necesidades de acumulación de capital del sector privado exigía un crecimiento de mercado y la disminución de costos productivos, financieros y tributarios. Esto originó que el estado tuviera una participación más activa incrementando el gasto público, desarrollando empresas

⁶² Jiménez ramos, Rafael y David Patlán Ruiz. "Reforma financiera en México y cambio estructural en la intermediación financiera", en *Economía Informa*, no. 280, agosto-septiembre 1999, pp. 51-65.

⁶³ *Ibidem*.

⁶⁴ Correa, Eugenia. "Reorganización de la intermediación financiera", *Comercio Exterior*, vol. 44, no. 12, México 1994.

paraestatales en algunos sectores estratégicos, exenciones tributarias y subsidios, entre otras medidas. En el periodo de 1971 a 1981 el déficit público económico primario representó un promedio anual de 3.7% del PIB, y el déficit público financiero el 7.7%⁶⁵.

Los mecanismos mediante los cuales el sector público se apropiaba de recursos financieros internos, más la gran disponibilidad y facilidad para obtener créditos baratos del exterior para financiar su déficit, lo llevaron a despreocuparse por los niveles de productividad y eficiencia, tanto de sus empresas y de la administración pública en general, como de los sectores productivos que impulsaba. De este modo, los desequilibrios productivos que se daban (escasa producción interna de bienes de capital y bajos niveles de productividad) y el creciente pago del servicio de la deuda pública externa, originaban fuertes presiones sobre el sector externo. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló en el periodo de 1971 a 1981 la cantidad de 53,398 millones de dólares; esto es, 4,854.4 millones de dólares por año, lo cual representaba amenazas devaluatorias y actuó en detrimento de los depósitos en moneda nacional.

La dinámica dictada por los recursos provenientes del exterior no generó los recursos necesarios para cumplir las obligaciones financieras derivadas de los préstamos y disminuir la necesidad de recurrir a ellos, sino más bien se cayó en un círculo de sobreendeudamiento externo creciente.

En efecto, la economía mexicana como otras economías en desarrollo, se volvió dependiente de los recursos externos; aún a la fecha, con la diferencia de que en el pasado reciente era el gobierno quien los contrataba y en la actualidad son las empresas y los bancos quienes lo hacen. El endeudamiento externo de los años setenta modificó a fondo los flujos de dinero y capitales, la organización de la intermediación y la política financiera como un todo. Esas modificaciones fueron, entre otras:

a) la aparición de la banca múltiple (banca universal) al inicio de los años setenta con lo que se reorganizó el sector de servicios financieros y se concentró en unos cuantos grupos la mayor parte de los recursos⁶⁶.

b) hacia 1977, con el surgimiento de las operaciones de mercado abierto para financiar al sector público, se inició el proceso que llevaría a la desregulación de las tasas de interés y del crédito.

⁶⁵ Jiménez Ramos, op. cit.

⁶⁶ Al inicio del decenio de los setentas había 248 bancos entre privados y mixtos; en 1975 eran 139, en 1980 eran 57, y ya para 1982 se nacionalizaron 48 bancos y después de un proceso de reestructuración quedaron 18 sociedades nacionales de crédito, que fueron reprivatizadas a partir de 1990.

c) se autorizaron los depósitos en moneda extranjera en la banca privada y la operación con nuevos instrumentos financieros de corto plazo, teniendo como resultado que las tasas de interés externas gravitaron de manera creciente en torno a las internas⁶⁷.

Por otra parte, para el periodo de 1982 tanto la crisis de la deuda y la nacionalización de la banca frenaron durante un tiempo el proceso de liberalización y apertura financiera, pero no se dio marcha atrás. Así, en 1989 cuando se dio la última renegociación de la deuda, se dieron nuevas modificaciones:

a) se desregularon las tasas de interés y todas las comisiones por servicios financieros.

b) se sustituyó el mecanismo de depósitos obligatorios y su remuneración por un método de "coeficiente de liquidez", que finalmente también se removió.

c) se legisló para permitir la participación de extranjeros hasta en 30% del capital accionario de la banca y de las casas de bolsa ya establecidas (esto aún antes de anunciarse la decisión de reprivatizar a la banca)⁶⁸.

La gran disponibilidad crediticia –en 1971 la deuda externa era de 6,682 millones de dólares– permitió efectivamente impulsar la dinámica económica, pero ésta no atendió los problemas y desequilibrios productivos prevaletentes. No se incrementó la productividad en el trabajo ni se avanzó en la sustitución de importaciones de bienes de capital y en la diversificación de las exportaciones. Las áreas de mayor dinamismo fueron el sector petrolero y las ramas manufacturadas de más alto coeficiente de importación, pero no hubo avances en el desarrollo tecnológico interno ni modernización generalizada del aparato productivo nacional.

La posibilidad de recursos crediticios y los derivados del auge petrolero, no impulsaron un mayor ahorro interno ni tampoco ahorro y generación de divisas que disminuyeran la vulnerabilidad y subordinación de la economía a los recursos externos. Los ingresos provenientes del petróleo resultaron insuficientes para financiar el déficit público creciente. La condición en que cayó la economía a principios de los ochenta causó un clima propicio para la incertidumbre, debido a las fuertes presiones sobre el sector externo derivadas de la pesada carga del servicio de la deuda que se acumulaba⁶⁹.

⁶⁷ Correa, Eugenia, op. cit.

⁶⁸ Ibidem.

⁶⁹ Jiménez Ramos, op. cit.

Al acentuarse las presiones sobre el sector externo, los riesgos devaluatorios permanecían, lo cual estimulaba la fuga de capitales y afectaba la estabilidad del sistema financiero nacional. A finales de 1981 y durante 1982 la economía mexicana enfrentó una grave crisis debido a la agudización de la problemática del sector externo ante la baja en el precio internacional del petróleo y el incremento de la tasa de interés internacional, dándose así un esquema de incertidumbre que propició una fuga de capitales que profundizó la crisis.

Por otra parte, el sector financiero fue seriamente afectado por la disminución de depósitos, por las dificultades de pago que enfrentaron las empresas muy endeudadas, así como por las presiones de crédito que ejercieron los sectores público y privado ante el recrudecimiento de sus problemas. El sector financiero y la economía en su conjunto sufrieron las consecuencias de la desarticulada estructura productiva que estimularon y configuraron. Todo esto impidió incrementar el ahorro interno para ahorrar y generar las divisas para pagar la deuda externa, terminando por frenar el crecimiento.

Las dificultades para poder pagar a los acreedores externos mermaron la disponibilidad crediticia externa del país, por lo que no se pudo contrarrestar el bajo nivel de ahorro interno y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. El equilibrio ahorro interno-inversión no podía mantenerse, tanto por la restricción de créditos externos como por la pesada carga del servicio de la deuda exterior.

De esta manera, la incapacidad de mantener el crecimiento de la economía después de 1981 es resultado, básicamente, de la mala asignación de los recursos financieros que los mecanismos de mercado –y la supeditación en gran medida del sector público a éstos– originaron, ya que no se establecieron las condiciones productivas y los niveles de productividad y de integración inter e intrasectorial que propiciaron los equilibrios macroeconómicos que requiere un crecimiento económico sostenido⁷⁰.

Con estos antecedentes, fue necesario impulsar el proceso de reforma bancaria a partir de 1988, la cual se debió instrumentar en varios aspectos básicos como son: 1) la desregulación operativa, 2) modificaciones al marco jurídico, 3) reprivatización y 4) apertura externa.

⁷⁰ Ibidem.

2. 2. 1. Concentración bancaria

Podemos decir que los intermediarios y los mercados financieros en México han cambiado con gran rapidez en los últimos años, no sólo como resultado de las reformas estructurales efectuadas por el gobierno en el periodo de 1988-1994, sino también de las modificaciones en los mercados de todo el orbe, lo que hace, a su vez, que el sistema financiero mexicano se caracterice por una rápida profundización de sus servicios dentro del sector real de la economía, junto a este proceso, sin embargo, se ha experimentado también una elevada concentración de sus operaciones y recursos en un número reducido de establecimientos o grupos económico-financieros⁷¹.

La intermediación financiera en México se realiza a través de : 1) los establecimientos bancarios, 2) el mercado organizado de valores, 3) las compañías de seguros y 4) las organizaciones auxiliares de crédito. No obstante que el número de intermediarios es amplio, que el volumen total de recursos intermediados es amplio así como el total de recursos otorgados por el sector, en México existe la concentración de las actividades y los recursos bancarios. Es importante recalcar, también, que la concentración financiera en el mercado bursátil, las compañías de seguros y fianzas así como en otras organizaciones auxiliares de crédito cobra particular relevancia, ya que dicha concentración está altamente asociada el grado de dependencia de estos subsectores financieros con las instituciones más fuertes del sistema bancario.

Una de las principales características de la concentración bancaria, es que el número de establecimientos bancarios ha mantenido una marcada tendencia descendente durante las últimas tres décadas. En 1950, el sistema contaba con aproximadamente 248 instituciones de tipo bancario, los cuales se fueron reduciendo a poco más de 100 al iniciarse la década de los años ochenta. Paralelo a este proceso se puede observar que los recursos de unos cuantos bancos crecieron espectacularmente, mientras que la mayoría de las instituciones mantuvieron un ritmo de crecimiento que sólo se puede atribuir al crecimiento de la economía y a la drástica reducción del número de establecimientos.

Este proceso condujo a que el 75% de los recursos captados por los bancos pasara de la contabilidad de 42 establecimientos en 1950 a solamente 6 establecimientos en 1979 (ver cuadro 1). Este cambio en el número y tamaño de las instituciones bancarias ocasionó también que la posición de liderazgo que mantenía un solo banco en 1950 fuera sustituida por una situación de tipo oligopólica al iniciarse los ochentas, donde poco más de 15 instituciones controlaban

⁷¹ El proceso de concentración financiera no se puede considerar un aspecto exclusivo de México, ya que se da en un número muy considerable de países. Un caso extremo es Israel en donde sólo 3 instituciones controlan el 90% de las actividades totales del sistema bancario; Francia y España son países con alta concentración de tipo estatal.

aproximadamente el 90% del total de recursos del sistema contando con 1,763 oficinas de un total de 2,522 (1978), esto es, el 70% de las oficinas bancarias pertenecían al 16% de los bancos⁷².

Se puede decir que la marcada tendencia de los sistemas financieros hacia la concentración ha sido atribuida en numerosos estudios a la tendencia decreciente de los costos unitarios asociados a la escala, sin embargo, éstas economías no se presentan a todo lo largo del espectro bancario; la tendencia decreciente de los costos asociados al tamaño de la operación bancaria alcanza su nivel más bajo a una escala inferior a la que actualmente operan las cuatro instituciones más grandes del país.

Por otro lado, el sistema de banca múltiple –que para diciembre de 1979 se encontraba integrado por 30 instituciones- mostraba una elevada concentración del crédito; en un extremo, el 95.2% de los usuarios –los más pequeños- recibieron el 32.4% del crédito, mientras que en el otro extremo, el 0.4% de los usuarios –los más grandes- recibieron el 38.6% del crédito. En el cuadro 2 se observa que el crédito bancario no está igualmente concentrado en todas las instituciones del sistema, básicamente, son los bancos medianos los que presentan un grado mayor de concentración –además de ser los que tienen menores costos-; por un lado otorgan el 11% del crédito al 89.2% de los usuarios y por otro lado, el 62.5% del crédito al 1.8% de los acreditados⁷³.

Las causas que propician la concentración del crédito pueden ser muchas y cambiar radicalmente de una institución a otra, pero lo que ha quedado en evidencia es que la participación de los bancos dentro de un grupo económico puede influir de manera importante sobre la política de asignación de su cartera activa. El disponer de crédito oportuno y en los montos requeridos por las empresas del grupo, bien puede representar un objetivo prioritario a las utilidades del banco filial. Este tipo de consideraciones nos lleva a establecer la hipótesis de que la concentración del crédito de un banco en unas cuantas empresas o personas de su grupo repercute ya sea en las utilidades o en el diferencial entre sus tasas implícitas activas y pasivas.

También podemos decir que la concentración bancaria del crédito está altamente relacionada con el tamaño de las instituciones que lo otorgan, por las preferencias de éstas al riesgo, el margen de intermediación en que operan y la forma en que distribuyen su crédito entre personas físicas morales y empresas estatales y privadas. Pero, más concretamente, podemos decir que las variables cuya influencia es más clara en la concentración, son tres:

⁷² González Méndez, Héctor E. "Algunos aspectos de la concentración en el sistema financiero mexicano", en: *Serie de documentos de investigación*. Banco de México, Subdirección de investigación económica, documento no. 34, marzo 1981.

⁷³ *Ibidem*.

1) La escala de operación bancaria; mientras mayor es el coeficiente de concentración –*ceteris paribus*–.

2) La distribución del crédito entre el sector público y el sector privado; mientras mayor es la participación del estado en el uso del crédito, mayor es la concentración del mismo.

3) El diferencial entre las tasas activa y pasiva; a medida que se reduce el margen de intermediación en que opera el banco, mayor es el monto promedio de sus créditos y menor es el número de créditos del banco⁷⁴.

Por otro lado, otro aspecto importante que caracteriza la concentración del sistema financiero es la distribución geográfica de los servicios financieros, el cual es tal vez uno de los cuellos de botella en el desarrollo armónico de la actividad económica nacional. En términos generales, podemos decir que el problema del financiamiento al desarrollo económico se centra en encontrar los medios para incrementar el ahorro y de esta manera alcanzar mayores niveles de inversión. Dentro de este punto, encontramos que la transferencia de recursos entre sectores de la población se puede realizar de diferentes maneras, pero particularmente el sistema bancario del país facilita la transferencia de recursos del público con excedentes (ahorradores) hacia el público con faltantes (inversionistas), cuando dicho proceso se realiza se presenta además, en la mayoría de los casos, un traslado de los excedentes entre sectores de la actividad económica y entre regiones del país.

En este sentido, la conversión del sistema bancario mexicano a banca múltiple abrió la posibilidad a los bancos pequeños a fusionarse fortaleciendo así su posición en el mercado, sufriendo de este modo el sistema bancario una nueva morfología, la cual se caracterizó por un número más reducido de grandes bancos. Dicha concentración de los servicios financieros en unas cuantas instituciones de gran escala y de cobertura nacional, provocó que el monto promedio de sus operaciones se elevara, lo cual lleva consigo la necesidad de ubicar su financiamiento en áreas donde la escala de la actividad económica es también mayor⁷⁵.

Si bien es cierto que la política bancaria de concentración de recursos financieros obedece a una lógica racional que consiste en asignar dichos recursos donde la demanda es mayor y muy probablemente el riesgo más bajo, también se debe admitir que al elevarse el monto de las operaciones activas al que desean trabajar los bancos y al elevarse también sus posibilidades de transferir recursos de una región a otra, se abre la posibilidad de dejar desprovisto del crédito

⁷⁴ *Ibidem*.

⁷⁵ Evidentemente, los bancos más grandes tienden a hacer una mejor distribución entre sus plazas de captación y sus plazas de financiamiento, quedando obviamente en éste último grupo los centros de mayor desarrollo económico del país.

necesario a un número –tal vez amplio- de proyectos relativamente pequeños en plazas de escaso desarrollo económico. En este sentido es importante aclarar el hecho de que un proyecto económico, sea pequeño o se localice en un área poco desarrollada, no lo hace necesariamente poco rentable, ni mucho menos no recomendable socialmente hablando.

La experiencia que se deriva del comportamiento de la banca privada y mixta durante los últimos treinta años puede resultar de gran utilidad en este punto, ya que podemos observar que, a nivel de flujos regionales, la tendencia de la concentración bancaria está dominada por las políticas que siguieron las dos instituciones bancarias más grandes del sistema, además, estas instituciones son también la imagen hacia la cual se dirigen las instituciones que surgirían bajo el régimen de banca múltiple.

Para conocer el comportamiento de la banca privada y mixta en la concentración regional de los recursos, podemos considerar la información integrada por ocho regiones básicas⁷⁶, las cuales se detallan en el cuadro 3:

CUADRO 3

REGION	ESTADOS
I	Baja California Norte, Baja California sur, Nayarit, Sonora y Sinaloa
II	Coahuila, Chihuahua, Durango y Nuevo León
III	Tamaulipas y Veracruz
IV	Aguascalientes, San Luis Potosi y Zacatecas
V	Colima, Guanajuato, Jalisco y Michoacán
VI	Morelos, Puebla, Querétaro, Tlaxcala e Hidalgo
VII	Distrito Federal y Estado de México
VIII	Guerrero, Oaxaca, Chiapas, Tabasco, Campeche, Yucatán y Quintana Roo

Fuente: González Méndez, op cit.

Y con base en el cuadro 4, donde la parte superior presenta las cifras de captación y financiamiento per cápita a nivel nacional y en la parte inferior las desviaciones de estos dos agregados (per cápita) para cada una de las regiones respecto a la captación media nacional en el año correspondiente, vemos que la captación por habitante en la región I fue de 46.2% superior a la captación per cápita a nivel nacional en 1950, en tanto que el financiamiento de esa misma región fue sólo de 52.6% superior a la captación per cápita nacional de ese mismo año.

Por otro lado, tenemos que, en promedio, la banca privada y mixta dispusieron de 68 centavos para financiamiento por cada peso que captó por habitante entre 1950 y 1978, destinando a

⁷⁶ Estas ocho regiones se consideran con características económicas, demográficas y sociales semejantes.

reservas los 32 centavos restantes. Además, se aprecia que la tendencia de las reservas bancarias ha sido creciente durante el mismo periodo; la captación real per cápita creció a un promedio anual del 15.5% en tanto que el financiamiento real per cápita lo hizo a un 13.0%; esto es, que los recursos disponibles de los bancos –de lo captado- para financiar a las empresas y los particulares se redujeron a una tasa anual de casi 3.0%. Esto se debe en gran medida a que el banco central elevó los niveles del encaje legal, por cada peso captado por la banca en 1950, ésta disponía de 69 centavos para financiar directamente a la actividad económica, en tanto que para 1978 por cada peso captado por estas instituciones, solamente dispusieron de 57 centavos para atender a la demanda por crédito de sus clientes.

Como se puede observar en el cuadro 4, entre 1950 y 1978 la captación per cápita en la región IV prácticamente se duplicó, así como el financiamiento per cápita otorgado a la región VIII se cuadruplicó, ambas en relación a la media nacional. Por otro lado, tenemos que la captación por habitante en las regiones I, II y VII es superior a la media nacional durante todo el periodo contemplado. Las regiones I y II, que representan el Norte de la República Mexicana presentan depósitos per cápita por encima de la media nacional para todos los años. Por su parte la captación anual por habitante en el D. F., y Estado de México fue en promedio 2.4 veces superior a la media nacional en los últimos 30 años.

Por lo que respecta al Sureste del país (región VIII), los depósitos, aunque crecientes, han sido siempre los más bajos de la república, lo cual nos muestra que los cambios en la estructura regional no han sufrido modificaciones significativas.

También podemos observar que la estructura en la distribución regional del financiamiento de la banca privada y mixta, es prácticamente la misma a la observada para la captación. Las regiones I, II y VII son las más beneficiadas por el crédito privado, en tanto que las regiones VI y VIII reciben sistemáticamente una menor proporción del financiamiento. Sin embargo, la tendencia decreciente en la dispersión regional de la captación per cápita, no se observa en el caso del financiamiento; por el contrario, entre 1950 y 1970 las diferencias en el financiamiento por habitante entre las regiones tendieron a agrandarse, pasando la desviación estándar de la distribución de 0.642 a 0.920. Cabe recalcar, que entre 1970 y 1978 la dispersión del financiamiento per cápita entre las regiones se reduce drásticamente; la desviación estándar bajó a 0.544 en la última fecha.

Esto es importante porque podemos llegar a la conclusión de que la banca privada y mixta realizan –al canalizar los recursos de ahorradores a inversionistas- un proceso de intermediación financiera no favorable al desarrollo armónico del país ya que concentran recursos en las regiones de alta

concentración de la riqueza. Es decir, los recursos que son generados en regiones de escaso desarrollo económico y que son depositados en los bancos, son utilizados para financiar proyectos en regiones donde la infraestructura económica es mayor.

El cuadro 4 indica que hubo una transferencia de recursos financieros de las regiones poco desarrolladas a las regiones más desarrolladas del país y que dicho proceso fue particularmente intenso entre 1950 y 1970, tendiendo a atenuarse en la década de los setentas.

2.2.2. Captación por instrumento

En México, la captación bancaria constituye en sí misma la vía financiera más importante de canalización de los recursos excedentes del público ahorrador y el análisis de su comportamiento como agregado monetario es por demás relevante. Por otra parte, los pronósticos sobre el comportamiento de la captación dependen sustancialmente de la posibilidad de identificar a las variables cuya incidencia sobre ésta es de primer orden.

Para analizar el desarrollo de la captación bancaria dentro de éste apartado, podemos hacerlo tomando en consideración tres periodos, que son:

a) Periodo de crecimiento y estabilidad (1960-1971).

Para este primer periodo, el crecimiento económico en México fue de alguna manera muy vigoroso y el de mayor estabilidad del periodo de la posguerra; esto como un reflejo del alto crecimiento del PIB y la inversión fija, además de una moderada inflación. Tales condiciones fueron a su vez propiciadas por una muy baja actividad especulativa en el mercado internacional de capitales, y aunado a que el modelo de acumulación interno ofreció condiciones atractivas de rentabilidad al capital⁷⁷.

Ahora bien, hay que recordar que la captación de recursos es un elemento base para el fondeo de la inversión, ya que nos indica si el sistema bancario pudo restituir los fondos revolventes con base en los cuales se otorgan los créditos; es decir, que el análisis de la captación nos permite determinar si el sistema bancario captó los ahorros generados por el proceso productivo para asegurar la estabilidad del sistema financiero⁷⁸.

⁷⁷ De hecho la salida de capitales representó menos del 1% del PIB en ese periodo.

⁷⁸ Levy Orlik, op. cit. p. 178.

El contexto en el cual se desarrolló el proceso de captación bancaria para el periodo comprendido de 1960 a 1971, fue básicamente el de un sistema financiero mexicano basado en una estructura de carácter crediticio, lo que quiere decir que la banca emitió créditos de corto y largo plazos ya que no existía un mercado de valores robusto capaz de fondear la inversión. Además, la estructura bancaria, para este periodo en particular, se basó en la especialización⁷⁹, la cual implicó, por un lado, que la banca privada se subdividiera en: instituciones de depósito, financieras, hipotecarias, de capitalización, fiduciarios y de ahorro y de préstamos para la vivienda, mientras que la banca nacional o de desarrollo a pesar de no tener esa estructura, atendiera actividades específicas y tenía el objetivo de canalizar parte del ahorro nacional a sectores prioritarios de la economía, dando la pauta a la creación de otros bancos como el Bancagrícola (1926), el Banco Nacional Hipotecario, el Urbano y el de Obras Públicas (1933), Nacional Financiera (1934), etc. hasta totalizar en 1960 19 instituciones y 28 en 1971⁸⁰.

Durante el periodo de 1960-1971, se puede observar que la captación de recursos por parte del sistema bancario fue principalmente en moneda nacional y sólo el 12% del total se captó en moneda extranjera. Básicamente, fueron las instituciones de crédito nacional las que captaron moneda extranjera en mayor proporción, en tanto que la banca privada y mixta fueron las entidades crediticias que captaron mayores recursos en moneda nacional; destacándose la participación de las instituciones financieras y los bancos de depósito (ver cuadros 5 y 5.1).

La participación de las primeras puede explicarse por los altos rendimientos que ofrecieron, así como la liquidez virtual en sus instrumentos financieros.

Podemos ver que este tipo de estructura de captación muestra que los préstamos internacionales fueron canalizados a las instituciones nacionales de crédito además, indica que la banca privada y mixta, que prestó créditos en mayor proporción, logró restituir su fondo revolvente, esto mediante la captación del ahorro nacional. Por lo tanto, se recolectó por las instituciones financieras el ahorro generado por la inversión.

En cuanto a la liquidez de la captación, dentro de este periodo predominaron los instrumentos bancarios de corto plazo y las aceptaciones bancarias, aunque cabe mencionar que a partir de 1965, las autoridades permitieron a las sociedades financieras generar certificados financieros a plazos de dos a cinco años; en 1966, de seis a diez años; y en 1969 se crearon los certificados de depósitos fijos a once y doce años. Sin embargo, a pesar de la emisión de estos instrumentos

⁷⁹ Esto se debe a que independientemente de que los bancos fueran públicos o privados, debían atender sectores y/o actividades específicas.

⁸⁰ Bajo este esquema, cabe recalcar que el mercado de dinero correspondió principalmente a la actividad de los bancos de depósito, y el mercado de capitales a las sociedades financieras y los bancos hipotecarios.

financieros se puede señalar que las obligaciones de sistema financiero fueron predominantemente de corto plazo, debido a que las sociedades financieras recompraban esos títulos a la par y a la vista.

Por lo tanto, tomando en consideración este contexto, se puede explicar la estabilidad del sistema financiero debido a que en ese momento se implementaron políticas estatales un tanto eficientes a la hora de generar estabilidad en el crecimiento aunadas a la relativa estabilidad de los precios internos y externos y en el diferencial entre las tasas de interés nacionales y extranjeras; es decir, que incidieron los factores interno y externo para explicar la estabilidad del sistema financiero.

De alguna manera, la estabilidad financiera nacional se debió a que se pudo dar una cierta armonía del mercado internacional que desincentivó la fuga de capitales, permitiendo con ello mantener bajas tasas reales de interés con tipos de cambio fijos, promoviendo la circulación del capital desde la esfera financiera a la productiva. O sea, el ahorro generado por el crecimiento se mantuvo en la esfera nacional, con bajas tasas de interés.

b) Periodo de alto crecimiento e inestabilidad (1972-1982).

Para la etapa de 1972 a 1982 se daría el último periodo de crecimiento económico rápido y, al igual que el periodo anterior, se desarrolló dentro del modelo de acumulación con sustitución de importaciones, el cual se caracterizó por una amplia participación del estado en la actividad económica, la cual fue más dinámica con respecto a la del periodo anterior, pero que se distinguió por ser altamente inestable; esto debido a factores tanto internos como externos.

Por un lado, en el sector externo el rompimiento del sistema de Bretón Woods facilitó el crecimiento de la oferta de los recursos privados internacionales de corto plazo y transformó el régimen cambiario de paridad fija a flotante, provocando fuertes variaciones de las tasas de interés externas. Estos factores en su conjunto debilitaron el modelo de acumulación en México, lo cual se manifestó a través de arranques y frenos en el crecimiento económico, mediante el incremento de las tasas de interés nominales nacionales que pasaron de 9% en 1972 a 55% en 1982 y en la aceleración de la inflación, mismos que tornaron negativas a las tasas de interés reales; hubo una constante y creciente fuga de capitales que representó durante el periodo un acumulado de 1.8% con respecto al PIB, además de que ocurrieron dos macrodevaluaciones (1972 y 1982) que incrementaron la tasa de cambio (ver cuadro 6).

Todos estos elementos, aunados con el aumento de las tasas de interés externas y la restricción de créditos internacionales, provocaron que estallara la crisis de 1982, la cual terminó con el modelo de sustitución de importaciones.

Durante el periodo de 1972 a 1982, la inversión estatal incrementó su participación duplicando su tasa de crecimiento, especialmente en el rubro de organismos descentralizados y empresas del gobierno federal; es decir, el estado incrementó su participación en la esfera empresarial (ver cuadro 7).

Básicamente, el incremento de la inversión pública respondió a la tasa de crecimiento de la inversión privada, esto es, adoptó un carácter contracíclico⁸¹. Es importante resaltar que la inversión estatal en la economía no respondió a una política de fortificación productiva en determinados sectores económicos que, posteriormente, pudiesen ser los motores de crecimiento y/o asegurar el financiamiento de las importaciones. Por el contrario, el gasto estatal no garantizó un crecimiento autosostenible, además fue ineficiente y creó inestabilidad. En particular, se llevó a cabo una política de subsidios al sector privado, a través de medidas tendientes a reducir sus costos⁸² y a incrementar sus utilidades sin garantizar la reinversión de dichos recursos en la producción, ni generar compromisos tendientes a aumentar la productividad, competitividad y eficiencia productiva; además, la protección al mercado interno fue limitada en el tiempo, y sólo incluyó productos finales y duraderos con mercados restringidos al poder de compra de las clases medias y altas.

Para este periodo, cabe destacar los siguientes factores: a) el surgimiento de la banca múltiple, que se generó a partir de la confirmación de grupos financieros; b) el incremento de la especulación del mercado internacional, que elevó las tasas de interés, la inflación, y modificó el régimen de la tasa de cambio, de fijo a flotante, en los países desarrollados; c) la internacionalización de la banca privada; d) el incremento de la liquidez mundial, y e) el incremento del riesgo cambiario, que generó desintermediación financiera y fuga de capitales.

Bajo este esquema, tenemos que dadas las condiciones de inestabilidad financiera externa y la percepción del sector privado sobre el agotamiento del modelo de acumulación dominante, se modificó la estructura y plazos de la captación, provocando un incremento en la vulnerabilidad del sistema financiero, que fue otra de las fuentes de explicación de la crisis de 1982.

⁸¹ Quiere decir que cuando el crecimiento económico empezó a mostrar signos de debilidad (reducidas tasas de crecimiento) el estado ejerció un mayor gasto público y, particularmente, mayor inversión para mantener la tasa de crecimiento del producto y especialmente del empleo.

⁸² Esto a través de cuantiosas obras de infraestructura, mediante subsidios directos e indirectos a los factores de producción; es decir, precios bajos de servicios prestados por el estado como luz, agua, suministro de gasolina, etc. además de la reducción del costo de mano de obra a través de subsidios a los alimentos, educación, salud, etc.

También es importante recordar que a partir de 1977 dominó la banca múltiple en la estructura bancaria, lo cual es relevante para el desarrollo de la captación; esto es, que un solo tipo de banca aceptó depósitos de distintos tipos de plazos, a los cuales se les aplicó una sola tasa de encaje legal y reservas. Además, aumentó el poder de estas instituciones para negociar los términos de la política de encaje legal que suponía, por un lado, la tasa de rendimiento que debía pagar el estado a estas instituciones y, por otro, las condiciones de captación de los recursos generados por el crecimiento, que debían restituir su fondo revolvente.

Por otro lado, un aspecto novedoso del sistema bancario fue la nueva forma de operar, aumentando las obligaciones en moneda extranjera, y particularmente de la banca de desarrollo; la banca privada y mixta mantuvo su liderazgo en la captación, en moneda nacional (ver cuadro 8).

Es importante resaltar que para la banca comercial, las implicaciones de este orden financiero fueron retener una posición de fuerza ante el estado, expresándose en: 1) exigir altos rendimientos por fondar el gasto público, 2) anular las reformas destinadas a promover de manera efectiva el mercado de valores. Mientras, a la banca de desarrollo le tocó asumir los riesgos de las variaciones del tipo de cambio al concentrar sus obligaciones en moneda extranjera⁸³.

Por lo que respecta a la liquidez, vemos que ésta aumentó producto de la dolarización y la incertidumbre a lo largo de estos años, predominando los instrumentos de corto plazo. En particular, desaparecieron los bonos financieros de largo plazo, como son los certificados financieros superiores a dos años y los depósitos fijos de 11 y 12 años. En el ámbito de las instituciones bancarias, la banca privada y mixta tuvieron mayor volumen de pasivos (39 y 43%, entre 1972-1978 y 1978-1982, respectivamente), aunque se redujeron drásticamente con respecto a 1961-1971 (ver cuadro 9).

En cuanto a los instrumentos bancarios, durante 1972-1982, los billetes, monedas y cuentas de cheques representaron 32% de los agregados monetarios, logrando con ello la mayor participación a lo largo de todo el periodo y los instrumentos bancarios nacionales líquidos explicaron el 58% del total de los agregados monetarios. Los instrumentos no bancarios, que aparecieron en 1978, ocuparon 5% y los instrumentos financieros a largo plazo ocuparon sólo 5% (ver cuadro 10).

De acuerdo con el análisis de la liquidez del sistema financiero, hecho a través de los pasivos de la banca, vemos que entre 1978-1982 –periodo de mayor crecimiento económico- los instrumentos líquidos y los de plazo menor a un año representaron 17 y 59%, respectivamente (ver cuadro 11); es decir, que mientras aumentaba la cantidad de créditos, se mantenía reducido el plazo de las

⁸³ Levy Orlik, op. cit.

obligaciones bancarias, lo que debilitó la estructura bancaria, impidiéndole reconstituir su fondo revolvente. Además, es importante resaltar, que entre 1978-1982 fue aumentando la liquidez de los instrumentos financieros, teniendo que para 1982 los vencimientos menores a un año participaron con el 98% con respecto al total. Por lo tanto, se resume que la combinación de alta liquidez con altos montos de crédito estaba destinada a generar una fuerte crisis financiera, tal cual sucedió en 1982, debido a que el ahorro generado por el crecimiento se depositaba en plazos muy cortos.

En general, desde el punto de vista de la captación, una primera aproximación para explicar la inestabilidad del sistema financiero, es que la banca múltiple no captó recursos de largo plazo para fondear sus créditos ni los fondos destinados al gobierno –el encaje legal-, lo que constituyó una presión para la política monetaria. En segundo lugar, la banca de desarrollo, no obstante haber prestado la mitad de los créditos totales, apenas incrementó su captación en 3 puntos.

Otro punto importante que se debe resaltar, es que mediante estos arreglos institucionales de préstamos y captación de recursos, la banca nacional asumió todos los riesgos inherentes a la actividad bancaria, que son prestar al sector productivo y tomar prestado en moneda extranjera a tasas de interés flotantes, y la banca privada se limitó a comprar las emisiones de bonos gubernamentales y captar recursos del público.

c) Recesión económica e inestabilidad financiera (1983-1987).

Para este periodo es relevante observar que durante los sexenios de Miguel de la Madrid y de Carlos Salinas de Gortari, se optó por renunciar a la posibilidad de aplicar una genuina política estatal intervencionista, bajo el argumento de que ésta no estaba acorde con el nuevo entorno internacional. Fue así, que el estado dio marcha atrás en la nacionalización de la banca y se decidió recomponer las alianzas con el sector privado, lo cual implicaba regresar la intermediación financiera al sector de la clase dominante que anteriormente había sido afectado por la nacionalización, y garantizar la convertibilidad de la moneda⁸⁴.

Esto implicó que el estado implementara un nuevo modelo de acumulación que vino a modificar las relaciones en la esfera económica y financiera; se redujo la participación del estado en la economía provocando que la inversión se volviera una variable procíclica, eliminando los mecanismos compensatorios tradicionales sin ser reemplazados por otros, lo que aunado a la reducción de la entrada de capital externo, el compromiso de pagar la deuda externa y de controlar a la inflación, generaron expectativas negativas en los agentes económicos.

⁸⁴ Considerando el contexto en que esto sucedía, esta salida suponía renunciar a cualquier política de desarrollo y priorizar el pago de la deuda externa y el combate a la inflación; es decir, someterse a los lineamientos del Fondo Monetario Internacional.

El conjunto de estos factores redujo drásticamente la tasa de crecimiento de la inversión fija y alentaron la especulación; también aumentó la liquidez y la dolarización de la captación financiera. Bajo este esquema, se puede sostener que el bajo crecimiento económico y la inestabilidad financiera fueron producto de las modificaciones institucionales que ocurrieron a lo largo del periodo y de las restricciones externas sobre el financiamiento.

Bajo el nuevo modelo de acumulación, la liberalización del sector financiero generó cambios estructurales al interior de su organización. Como parte de esto, se dio un impulso al mercado bursátil aumentando el número de instituciones dentro de éste sector, ello como contrapartida a la enorme concentración bancaria provocada por la nacionalización.

Aunque se mantuvo constante el número de casas de bolsa, se incrementó el número de sucursales; de 90 en 1982 a 246 en 1987. Por su parte, en número de sociedades de inversión pasaron de 12 a 70 para el mismo periodo, las cuales se dividen en sociedades de renta fija y variable –las últimas aparecen en 1984–, lo que permitió una reducción en la concentración de casas de bolsa.

La dinamización en las sociedades de inversión, se puede explicar en el contexto de la recomposición de las alianzas rotas entre el estado y el sector privado, la cual se derivó de la nacionalización de la banca. Concretamente, se otorgó a los exbanqueros el control del mercado bursátil, generándose un espacio alternativo para la circulación de los valores, que fue promovida con rendimientos muy atractivos, incluso mayores al sector bancario (ver cuadro 12).

En cuanto a la captación de activos totales, vemos que ésta fue modificada también como parte de la transformación estructural del sistema financiero. Por un lado, se incrementaron los activos no bancarios de corto plazo (M3-M2) y los activos financieros de corto plazo y los recursos de Ficorca (parte de M4-M3), además de que en éste mismo sentido se vio favorecida la penetración financiera (M4/PIB), especialmente en el sector bursátil (ver cuadro 13).

Cabe resaltar que se incrementó la diversidad de los instrumentos bursátiles, los cuales se caracterizaron por tener mayor liquidez y menor riesgo, como fueron los futuros de acciones, bonos de indemnización bancarios (1983), sociedades de inversión de renta fija (1984), sociedades de inversión de capitales, bonos bancarios de desarrollo (1985), bonos de renovación urbana, pagaré empresarial bursátil, pagarés de la tesorería de la federación (1986), certificados de aportación

patrimonial, obligaciones subordinadas convertibles, certificados de participación inmobiliaria, bonos de desarrollo y certificados plata (1987)⁸⁵.

Sin embargo, en contrapartida al auge bursátil, se dio una drástica caída en la participación del sector bancario en cuanto a la captación de recursos. Especialmente, la tasa de crecimiento de los pasivos bancarios, entre 1983-1987 se reduce a la mitad con respecto al periodo anterior pasando de 45 a 20%. Otro rasgo importante fue que incrementó la participación de la moneda extranjera en los pasivos, logrando su mayor nivel desde que la banca múltiple dominó el sector bancario (1978-1994).

Finalmente, podemos resaltar que se redujo el monto de los instrumentos líquidos con respecto a los pasivos bancarios totales y, en contraposición, aumentaron los instrumentos no líquidos, concentrándose en pasivos con una duración entre 30 y 365 días, o sea, se mantuvo una alta liquidez de los pasivos bancarios (ver cuadro 11).

Lo anterior nos indica que a pesar de las reformas estructurales y de la imposición de las reglas del mercado como mecanismos de regulación económica, los agentes productivos mantuvieron una alta incertidumbre sobre las perspectivas económicas, manifestándose en la dolarización de los activos financieros y la alta liquidez de los pasivos no monetarios.

En consecuencia, desde la óptica de la captación de los recursos se ofrece una explicación adicional para la inestabilidad económica reinante durante el periodo, que es la predominancia del sector bursátil en la recolección del ahorro, no obstante el reducido papel que este mercado tuvo en el otorgamiento de financiamiento hacia la inversión productiva.

⁸⁵ Levy Orlik, op. cit.

CAPITULO IV

Desregulación financiera en México (1988-2002)

1. Liberalización financiera y desincorporación bancaria

En el transcurso de los últimos 60 años, en México se han presentado periodos de crisis, aún a pesar de la modernización de la economía; esto como reflejo en buena medida del cambio de una economía de carácter especialmente rural por otra urbana y moderna. Dentro de este proceso, el sistema financiero mexicano también ha cambiado, aunque se debe resaltar que su cambio no ha sido un modelo de cambio gradual, sino más bien acelerado y hasta dramático, como lo fue la inserción de México en la globalización.

Uno de los rasgos importantes que fueron cruciales para el condicionamiento del papel del sistema financiero, fue especialmente el agotamiento del modelo de crecimiento de la llamada etapa económica del desarrollo estabilizador y la gestión del problema deudor que terminó con la solvencia en 1982.

Para el caso de México, en los años del desarrollo estabilizador el crecimiento del producto se apoyó en un mercado interno protegido, estableciendo barreras arancelarias para prácticamente todos los productos y dando subsidios a la población interna. En México, los responsables de la política económica y los empresarios nacionales no reconocieron a tiempo el movimiento regional mundial hacia la liberalización del comercio y las finanzas, por lo que convirtieron una oportunidad de desarrollo en un verdadero freno para un crecimiento mayor. Esto significó la pérdida de años de aprendizaje para enfrentar la competencia internacional y para explorar el potencial productivo en un contexto de apertura y globalización.

En el periodo 1971-1982, la situación internacional fue particularmente difícil a pesar de que los servicios financieros crecieron a una tasa del 6% en términos reales en el lapso de 1960-1970⁸⁶, lo que provocó problemas como desequilibrios internos y altos índices de inflación que se propagaron mundialmente y que desembocó en la devaluación del dólar norteamericano en 1971, seguido por otras monedas. Para el año de 1970, el gobierno mexicano fortaleció el modelo de intervención estatal, dando a la inversión pública el carácter de principal motor de desarrollo, provocando un creciente déficit en las finanzas públicas, esto en contraposición con el movimiento mundial en el que el motor de crecimiento era la competitividad y eficiencia del sector privado.

⁸⁶ Esto debido a que la mayoría de los países industrializados mostraron una desaceleración, en la cual influyó la recesión de la economía norteamericana de 1960 resultado de la guerra de Vietnam.

Este esfuerzo del gobierno mexicano significó una fuerte presión sobre las finanzas públicas, ya que al no captar niveles suficientes de ingresos vía impuestos se vio en la necesidad de financiar su gasto recurriendo al mercado financiero internacional, creciendo el endeudamiento de 4.3 m.d.d. a 33.8 m.d.d. con lo que la deuda pública externa creció en el periodo de 1970-1982 en casi 13 veces y representó en el último de estos años el 34% del PIB.

En general, la ruptura del modelo económico dio la pauta del cambio hacia la liberalización financiera como una fórmula de inserción en el proceso globalizador, en el marco de buscar una integración de servicios, reducir la volatilidad de las tasas de interés e intentar atraer más capital externo debido al insuficiente ahorro interno que generaba el país. En México, este proceso de liberalización financiera vivió su momento más importante en 1985, cuando estimulado en pro del desarrollo del mercado de valores se autorizó a los bancos a participar en este mercado con operaciones similares a las de las casas de bolsa.

Se desarrollaron las mesas de dinero y se crearon nuevos productos de servicios, creando con ello la banca de inversión. En 1988, el proceso se hizo más profundo con el inicio de la liberalización de las tasas, al permitir a los bancos la emisión de aceptaciones bancarias a tasas de mercado con un requerimiento en reserva de sólo el 30% y las correspondientes razones de capital. Este proceso fue consolidado en 1989 al liberarse las tasas de la captación tradicional de los bancos (cuentas de cheques, de ahorro y depósitos a plazo) y los cajones crediticios. Lo anterior valida una de las tendencias internacionales que hoy en día siguen los mercados financieros.

Por otra parte, podemos decir que el sistema financiero internacional se caracterizó por tres aspectos fundamentales: 1) la globalización de los servicios, 2) la expansión geográfica extraterritorial, y 3) una competencia más intensa en las funciones de intermediación. Pero además, todos estos cambios tuvieron un común denominador: la tendencia hacia la configuración de la banca universal; en este sentido, México modificó el papel del estado en relación con el sistema financiero, dando lugar a una importante reforma a partir de 1988 con el fin de establecer una economía más competitiva.

Fue así, que a partir de un proceso gradual y relativamente corto que en 1988 se otorgó a la banca libertad para determinar las tasas de interés y los plazos en sus operaciones pasivas, esto aunado al fortalecimiento de la banca múltiple. Esta evolución dio lugar a la formación de instituciones cuyos riesgos estaban más diversificados en relación con las instituciones especializadas y además se prestaba a una menor regulación. Además, la formación de un mercado amplio de valores públicos era el punto medular para la liberalización bancaria y esto tiene su razón de ser, ya que el sector público requería grandes montos de crédito interno.

En México, los dos grandes pasos para la formación significativa de un mercado de valores públicos se dieron a finales de 1975, con la expedición de la ley del mercado de valores y a principios de 1978 con la creación de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES). Con la ley del mercado de valores se dio sustento al desarrollo de la infraestructura institucional del mercado de valores, y una vez establecida ésta, los CETES fueron el apoyo básico y fundamental sobre el que se constituyó el mercado de títulos públicos, los cuales fueron diseñados con un doble propósito: proporcionar al gobierno federal un doble instrumento que facilitara su financiamiento y proveyera al banco central un medio para efectuar operaciones de mercado abierto.

De manera general, encontramos que las medidas más importantes en el ámbito financiero fueron:

- La imposición de una estructura flexible en el tipo de cambio (aunque en 1988 ya se comienzan a controlar dentro de ciertos márgenes).
- La desaparición del encaje legal, lo que redujo el encaje efectivo y aumentó el multiplicador bancario.
- La liberalización de las tasas de interés, lo que generó un incremento de éstas respecto a las dos décadas anteriores (1960 y 1970).
- La eliminación de la política de los cajones selectivos de créditos.
- La dinamización del mercado de valores mediante la colocación de la deuda interna.
- La internacionalización del mercado de valores.
- La autonomía del banco central.

Esto quiere decir, que los cambios institucionales emprendidos a partir de 1978 y acelerados desde 1983 provocaron la desaparición de la estructura del mercado de créditos, dando lugar al mercado de capitales como espacio de valorización del capital y lugar donde se deberían realizar las funciones de financiamiento de corto plazo y de fondeo, regidas por las leyes del mercado⁸⁷.

La liberalización financiera pasó por varias etapas. Inicialmente hubo un periodo de ajuste que se caracterizó por dirigir la mayor parte del financiamiento hacia el sector público con el objetivo de pagar la deuda externa; se manejó una combinación de altas tasas de interés con un tipo de cambio subvaluado, generándose así una tasa de crecimiento del producto sumamente reducida, todo ello acompañado por un fuerte proceso inflacionario.

⁸⁷ Básicamente, la liberalización del sector financiero en México inició en 1978 con la revisión semanal de las tasas de interés, la emisión de títulos gubernamentales para flexibilizar la política del encaje legal y la transformación de la banca especializada en múltiple, proceso que para 1983 se acentuó todavía más, hasta que en 1990 se internacionalizó el mercado de valores. Cabe resaltar que para este periodo la mayoría de los mecanismos compensatorios ya se habían eliminado.

Un segundo periodo, se abrió en 1988 cuando se eliminó el movimiento del tipo de cambio y la tasa de interés actuó como la variable equilibradora del mercado financiero y de la cuenta de capitales (tipo de cambio sobrevaluado y tasa de interés flexible), especialmente a partir de la apertura externa del sistema financiero. Esta nueva combinación de políticas sustentada en el libre movimiento de las fuerzas del mercado permitió un crecimiento económico moderado, aunque debe advertirse que desde el inicio no se alcanzaron los rangos de participación de la inversión en el producto que se logró a fines de los años setenta y se generó una de las peores crisis financieras conocidas por el México moderno (diciembre de 1994).

Las razones del bajo crecimiento económico durante el periodo de desregulación financiera, especialmente a partir de su segunda fase, pueden explicarse por la modificación de los términos del financiamiento de corto plazo y de fondeo de la inversión y por la desaparición de los mecanismos compensatorios. Se puede decir, que es a partir de la imposición del mercado de capitales, y en general de la liberalización y globalización financieras, cuando se impuso una estructura del mercado de capitales que no respondió a las necesidades del crecimiento económico.

1.1. Nuevo marco institucional (1988-2002)

El sistema financiero mexicano ha logrado alcanzar hoy en día un significativo desarrollo, básicamente la intermediación financiera institucional comprende: al sistema bancario; aquel correspondiente a las organizaciones y actividades auxiliares de crédito; el referido a los intermediarios que actúan de manera directa y principal en el mercado de valores; el sistema asegurador y el de fianzas.

El sistema bancario, por su parte, se integra formalmente por: el banco de México, las instituciones de crédito; tanto de banca múltiple como de desarrollo, el patronato del ahorro nacional cuyas operaciones –particularmente las pasivas- tienen similitud con esas instituciones; los fideicomisos públicos creados por el gobierno federal para el fomento económico ya que su objeto es precisamente otorgar crédito, y aquellas constituidas para complementar la actividad del banco central en las funciones que la ley le encomienda, como es el caso del fideicomiso en que se operara la cámara de compensación (CECOBAN) o del que proporciona cobertura contra riesgos cambiarios (FICORCA)⁸⁸.

⁸⁸ Borja Martínez, op. cit. p. 57.

Las organizaciones auxiliares de crédito, comprenden a los almacenes generales de depósito, las uniones de crédito, las arrendadoras financieras y las empresas de factoraje financiero, en tanto que las actividades auxiliares del crédito se encuentran referidas a la operación de las casas de cambio.

En el mercado de valores operan de manera directa y principal, las bolsas de valores, las instituciones para el depósito de valores, las casas de bolsa, los especialistas bursátiles y las sociedades de inversión, así como aquellas empresas operadas de éstas últimas.

Por su parte, el sistema asegurador comprende a las instituciones de seguros y a las sociedades mutualistas de seguros, en tanto que el de fianzas estructura de manera uniforme a las instituciones de fianzas.

Todos estos intermediarios participan en diversos segmentos del mercado financiero, haciéndolo mediante el empleo de los diferentes instrumentos de captación y de financiamiento que la ley les asigna. El desarrollo y complejidad que han alcanzado tanto en el mercado de dinero como en el capitales no permite ya una división clara y formal referida a la parte o partes del mercado que correspondan a cada tipo de intermediación. Esta característica constituye un elemento de amplio significado para seguir avanzando en la intermediación universal.

Actualmente en el sistema financiero mexicano destacan ampliamente los bancos y las casas de bolsa a quienes les corresponde con creces la mayor participación en el mercado. En este mercado la participación mayoritaria le corresponde a las instituciones de crédito, seguidas por las casas de bolsa cuyo desarrollo ha sido intenso en los últimos años, debido en gran medida al crecimiento relevante del mercado de valores el cual también ha sido una de las causas del crecimiento que han mostrado las sociedades de inversión.

Un factor que ha influido de manera importante en el dinamismo del mercado de valores, corresponde a la operación de títulos representativos de deuda pública, que hasta hace relativamente poco tiempo no eran colocados de manera masiva en ese mercado.

Otros intermediarios que en los últimos años han tenido también una creciente penetración, son las arrendadoras financieras, seguidas por las empresas de factoraje. Cabe destacar que en las instituciones de crédito se presenta una importante concentración en un reducido número de ellas, esto refiriéndonos a los recursos que en la totalidad del sistema se captan del público, fenómenos

que también se observa en las casas de bolsa⁸⁹. En el cuadro 14 podemos ver cómo se conforma la estructura del sistema financiero mexicano.

Ahora bien, es importante analizar cómo se ha dado esta conformación del sistema financiero mexicano. Básicamente, a partir de la reforma financiera y de las crisis financiera y bancaria más recientes, comenzó a darse una marcada tendencia hacia la concentración de los capitales y a la conformación de una nueva estructura financiera; lo cual se ve reflejado en la integración de toda la gama de servicios financieros en grandes corporativos mediante fusiones de grandes dimensiones con el fin de lograr una mayor rentabilidad, lo que va dando a cada uno de los intermediarios financieros nuevas formas de operación –en particular a los bancos- que afectan por supuesto todo el sistema de pagos y la actividad económica, nacional y mundial.

La reforma financiera en México a finales de los años ochenta, se dio bajo los principios fundamentales de desregulación, liberalización y privatización, que también se siguieron en otros ámbitos de la economía del país. Concretamente, dentro de la reforma financiera podemos encontrar cuatro modalidades⁹⁰, que son:

a) en el caso de los bancos, se abrió paso a una nueva modalidad en su operación y cambiaron las condiciones en la formación de las tasas de interés en este segmento del sistema, primero se liberaron las tasas de interés de las aceptaciones bancarias y luego las de los otros instrumentos de captación; esto es, las tasas de interés pasivas.

b) es segundo lugar, está la reestructuración y reducción de la deuda pública, tanto interna como externa, lo cual repercutió en la reorientación de los flujos financieros hacia el exterior.

c) en tercer lugar tenemos las modificaciones regulatorias y legales que se vieron reflejadas en la creación de algunas instituciones y en la transformación de otras; dentro de estos aspectos, la ley que regula a las agrupaciones financieras es una de las que tuvo mayor relevancia, ya que faculta a los grupos financieros encabezados por banco, casa de bolsa o controladora, para incorporar todo tipo de instituciones financieras.

d) la cuarta modalidad, que también es de particular importancia, fue que en el marco de la firma del Tratado de Libre Comercio (TLC) se promovió la apertura del sistema financiero nacional a la competencia externa, lo cual puso fin al proteccionismo en el sector financiero.

⁸⁹ Ibidem.

⁹⁰ Correa Eugenia y Girón Alicia (comps.). Crisis y futuro de la banca en México. IIE-UNAM/Miguel Ángel Porrúa, México, 2002. p.90.

A partir de este contexto, se centraron las bases para llevar a cabo la acelerada transformación de las entidades financieras, particularmente de los bancos comerciales y con particular énfasis a partir de la década de los noventa a la fecha, abarcando diversos aspectos como su dimensión, funciones y operatividad, en donde prevaleció como denominador común el virtual abandono de su papel como instrumento de financiamiento del desarrollo económico del país.

Dentro de la nueva estructura del sistema financiero mexicano, debemos reconocer que la función de los agentes que participan en el sistema monetario crediticio ha cambiado significativamente, uno de los cambios más importantes es el relacionado a la importancia relativa de los bancos comerciales y de otros intermediarios financieros como las casas de bolsa, debido a la particular evolución extraordinaria del financiamiento bursátil frente al financiamiento bancario.

En cuanto a las características del nuevo sistema financiero mexicano, básicamente encontramos dos: por un lado se encuentra la segmentación en el acceso a los mercados financieros nacional y externos, lo cual representa para las empresas tener que enfrentarse con la diferencia de costos, montos y condiciones de servicios financieros y, por otro lado, encontramos que la permanencia de un limitado grupo de agentes financieros privados ha acentuado más la concentración de los recursos financieros, pero que además se ve más intensificada por grupos financieros surgidos de esta reforma, con débiles logros en su conformación como banca universal y sin las sinergias necesarias para su ampliación y mejores servicios⁹¹.

Fue durante el gobierno de Carlos Salinas de Gortari cuando se implementaron las nuevas modificaciones jurídicas con el objeto de transformar a la banca; es decir, llevar a cabo la privatización de la banca. El 25 de septiembre de 1990 se publicaron en el diario oficial las bases generales del proceso de desincorporación de las instituciones de banca múltiple, propiedad del gobierno federal, así como el procedimiento de registro y autorización de interesados en adquirir títulos representativos del capital de las instituciones bancarias. Y una vez aprobado el marco legal, a lo largo de 13 meses se privatizaron 18 bancos, 1 cada tres semanas en promedio, de los cuales 3 fueron adquiridos por grupos financieros y 5 se encontraban en propiedad de personas físicas.

Así, a partir de los cambios que se gestaron en 1991 con la privatización, se fue conformando la nueva estructura bancaria para el siglo XXI, la cual a raíz de la crisis de la banca dio lugar a la conformación de dos tipos de bancos: por un lado, aquellos con participación extranjera y los nacionales que se han ido fusionando a lo largo de sus propias crisis de capitalización y, en

⁹¹ Ibidem.

segundo lugar, la banca de desarrollo que también ha ido presentando altos índices de morosidad y ha sido rescatada por el gobierno federal. De este modo la banca se ha ido acoplado a las necesidades de inserción de la política económica del país en un modelo exportador y necesitado de divisas, pero con una declinante participación en el mercado como un todo.

Para el 5 de septiembre de 1993 dio inicio la entonces llamada primera convención de la banca reprivatizada, en la que se anticiparon profundos cambios en el sistema bancario, pues los nuevos banqueros debían enfrentar retos muy importantes⁹². Curiosamente esta nueva generación de banqueros toma el control financiero en el preciso momento en que la economía mexicana inicia un letargo en la dinámica de su crecimiento.

Por otra parte, observamos que durante los años ochenta, una vez resuelto el asunto de la nacionalización de la banca, las casas de bolsa fueron controlando paso a paso los recursos del sistema financiero, por ejemplo, tomando en cuenta la captación con relación al PIB, en 1981 los bancos tenían el 28.12% mientras que las casas de bolsa tenían el 1.16%, pero para 1988 la situación se invirtió y las casas de bolsa lograron obtener el 18.33% mientras que los bancos sólo el 12.56%. Esto se debe a que, previo a la privatización, las reformas en materia financiera apoyaron el desarrollo de las casas de bolsa.

Sin embargo, la creación de condiciones para el crecimiento de las casas de bolsa dentro del sistema financiero, no modificó de manera sustancial la composición del mercado, ya que en los mercados de dinero y de capitales continúan dominando los papeles de deuda del gobierno y las empresas no se financian de manera importante por medio de la emisión de acciones; esto es así aún en el caso del reducido grupo de firmas que cotizan en la bolsa de valores. Cabe resaltar, que a nivel local, las casas de bolsa también han tenido una importante presencia, esto se debe a que algunos de los bancos más pequeños, con un ámbito de operación regional, fueron adquiridos por casas de bolsa que también estaban regionalmente asentadas. Un ejemplo de esto es el caso del Banco del Centro el cual fue adquirido por Multiva, casa de bolsa con matriz en Guadalajara; otro ejemplo, es el de Banca Confía, de la cual algunos de sus compradores estaban ligados a la casa de bolsa Abaco con matriz en Monterrey.

De este modo encontramos que además de los capitales de financieros y empresarios con negocios e inversiones organizadas desde el área metropolitana de la ciudad de México, también participaron como cabezas de los grupos que compraron los bancos capitales del sudeste, Puebla,

⁹² Recuperar las fuertes erogaciones que se habían realizado por la adquisición de los bancos, cifra cercana a los 12 mil m.d.d. Al mismo tiempo los retos implícitos para lograrlo requerían de la modernización de los bancos a través de las grandes inversiones en equipo, el establecimiento de nuevos enfoques administrativos, tendientes a preparar a la gente

de la zona de Monterrey y de Guadalajara. Además, los grandes capitales de los grupos empresarial-financieros de Monterrey que están entre los principales accionistas de Bancomer y de Serfin, en ambos casos destaca la participación de capitalistas que cuentan con importantes intereses dentro de la industria⁹³.

En síntesis, podemos decir que entre los compradores de la banca existen dos grupos; por un lado, los grupos financieros preferentemente encabezados por casas de bolsa que crecieron y que cobraron importancia en la segunda parte de los años ochenta y, por otro lado, los grandes empresarios e inversionistas, varios de ellos pertenecientes a familias que desde años antes eran dueñas de grandes firmas y en algunos casos participaban como accionistas de la banca. Estos últimos podían ser accionistas en casas de bolsa, sin embargo, eran también importantes sus inversiones en empresas industriales y del comercio.

De manera general, en el cuadro 15 podemos observar las fusiones y los cambios que se dieron en las 18 instituciones que fueron privatizadas desde el gobierno del presidente Salinas. En el terreno legislativo, también se dieron cambios importantes y concluyeron con las reformas aprobadas en diciembre de 1998, cuando se retiran las limitaciones para la participación de los capitales del exterior en las instituciones bancarias. De este modo a partir del año 2000 quedó fincada la nueva estructura financiera considerando la propiedad y el conjunto de instituciones que continúan operando.

Sin embargo, tomando en consideración la intervención del nuevo capital dentro del sistema financiero mexicano, con intereses dentro de la industria y el comercio, vemos que siguen dejando a las familias, a los pequeños productores del campo y de la ciudad, en general a la pequeña y mediana industria sin posibilidad de contratar créditos, con la necesidad de vender activos para enfrentar deudas, con ingresos que no permiten financiar sus actividades y asumir sus deudas, mientras que en el conjunto del sistema bancario no ha disminuido significativamente el peso de los títulos con cargo a las finanzas públicas⁹⁴.

1.2. Desintermediación bancaria

En un contexto en el que la globalización económica se ha extendido a muchas regiones en el mundo y donde lo predominante en materia financiera es crear esquemas normativos flexibles que

para el funcionamiento de la llamada banca universal y sobre todo el rediseño de productos para atraer al público ahorrador.

⁹³ En el primero aparece Eugenio Garza Laguer, cabeza visible del grupo Visa y en el segundo Operadora de Bolsa y Adrián Sada del grupo Vitro. Otros casos de igual importancia son los de Roberto González Barrera que encabeza a Banorte y continúa con el desarrollo de Gruma, en tanto que Juan Sánchez Navarro quien fuera accionista clave en grupo Modelo y participa en Bital.

faciliten el libre flujo de capitales, uno de los elementos más importantes de la estrategia de modernización económica del presidente Salinas de Gortari fue el de internacionalizar los mercados financieros. Con esto, podemos decir que se puso fin a una etapa del sistema financiero mexicano en la que había existido una exclusión para que los prestadores de servicios financieros del extranjero pudieran operar en territorio nacional.

Una de las características recientes más importantes de la economía mundial, dentro del proceso de globalización de los mercados, es la creación de esquemas económicos que por medio de la desintermediación e integración de los sistemas financieros de diferentes países facilitan el flujo de capitales y, siguiendo esa misma lógica, se inició en 1988 la reforma y apertura del sistema financiero mexicano, que tuvo un punto culminante con su aprobación en 1994 de las reglas para la operación de las filiales de instituciones financieras del exterior. Cabe resaltar, que la desintermediación no se ha venido dando de manera aislada, sino que se ha vinculado a una estrategia de integración económica caracterizada por la disminución de las barreras a la inversión de un país en otro; con ello la integración también se viene dando a nivel del sector real de la economía.

En México, en agosto de 1990, habiéndose publicado en el diario oficial las nuevas leyes que en lo sucesivo regirían la actividad bancaria y a los grupos financieros, se llevó a cabo la sexta reunión nacional de la banca. En dicha reunión, el Secretario de Hacienda Pedro Aspe habló de los ocho principios fundamentales sobre los cuales se llevó a cabo el proceso de desintermediación bancaria, los cuales son:

- 1) Conformar un sistema financiero más eficiente y competitivo.
- 2) Garantizar la participación más diversificada y plural del capital con el fin de impedir la concentración.
- 3) Vincular la aptitud y calidad moral de la administración de los bancos, con un adecuado nivel de capitalización.
- 4) Asegurar el control de la banca mexicana por mexicanos.
- 5) Buscar la descentralización y el arraigo regional de las instituciones.
- 6) Buscar el precio justo por las instituciones.
- 7) Lograr la conformación de un sistema financiero balanceado.
- 8) Propiciar las sanas prácticas financieras y bancarias.

Para dar a conocer este proceso se elaboró un documento de trabajo denominado "Desincorporación de instituciones de la banca múltiple", en el cual entre otras cosas, mencionaba

⁹⁴ Correa Eugenia y Girón Alicia, op. cit.

la necesidad de contar con asesores externos para realizar la evaluación de las instituciones, de una manera objetiva. Además, se exponían dos asuntos de sumo interés: el primero se refería a los créditos en dólares que la banca comercial mexicana había otorgado al gobierno federal con motivo de la reestructuración de la deuda de 1989, y en segundo lugar, se refería a los diferentes apoyos por parte del Fonapre, fideicomiso creado en Banco de México para situaciones financieras delicadas y otras contingencias y que hoy en día comprende al FOBAPROA⁹⁵.

En general, la desregulación en materia financiera se ha orientado no sólo a la búsqueda de formas de operación innovadoras que permitan volver más eficientes los negocios bancarios, sino también, y sobre todo, para enfrentar la competencia que por la obtención de mayores niveles de ganancia ha surgido con la creación de centros financieros básicamente especulativos que no están sujetos a alguna regulación específica. Así, bajo la lógica de sumar a México en ese proceso de transformación de los negocios y de la intermediación financiera, se iniciaron una serie de medidas de carácter normativo que buscaba mejorar la eficiencia global del sistema bancario y, a partir de ello, servir de apoyo al proceso de reindustrialización que el país requería.

Como secularmente el desempeño de los Intermediarios financieros locales ha sido muy pobre, tanto en la formación de ahorro interno como en el abatimiento en el costo del crédito, el proceso de desintermediación interna ha partido del supuesto de que sería posible invertir esa tendencia incrementando la competencia local. Además, se parte de la idea de que con la desintermediación y la apertura al capital externo en el mercado financiero se podría generar un proceso de modernización tecnológica y de diversificación de los instrumentos de financiamiento. Cubiertos estos dos aspectos, y según la lógica gubernamental, se debía incrementar la eficiencia en el área de pagos, de las transferencias y de los depósitos.

Se planteó inclusive, que con la desintermediación mejoraría la estructura operativa del sistema financiero en su conjunto, y de esa forma, al haber una mayor canalización de recursos a las actividades productivas, se enfrentaría en mejores condiciones la apertura del mercado.

Por lo tanto, siguiendo la tendencia de liberalización en el movimiento de capitales y a la desregulación de los mercados financieros, a partir de 1989 se inició la estrategia de modernización y desintermediación en el sistema financiero mexicano. En términos normativos, esta etapa ha consistido de una reforma global en el marco jurídico que rige la operación y funcionamiento del sistema financiero nacional y que consta de las siguientes adecuaciones normativas:

⁹⁵ Ortiz, Guillermo, op. cit.

- 1) La reprivatización bancaria y el cambio en el régimen de la prestación del servicio público de banca y crédito.
- 2) La modificación a la ley del mercado de valores y promulgación de la ley para regular las operaciones financieras.
- 3) El establecimiento del programa nacional del financiamiento del desarrollo 1990-1994.
- 4) Apartado correspondiente a la prestación de servicios financieros en el marco del tratado de libre comercio (TLC).
- 5) El paquete de reformas financieras (julio de 1993).
- 6) La nueva ley de inversiones extranjeras (27-noviembre-1993).
- 7) Reglas para el establecimiento de filiales de instituciones financieras del exterior (23-noviembre-93 y 21-abril-94).

Con las anteriores iniciativas se ha ido cubriendo el proceso de modernización y desintermediación del sistema financiero mexicano, el cual se puede estudiar en tres etapas:

1) Reprivatización bancaria y liberalización de operaciones financieras.

Esta etapa se inició con la privatización bancaria y la modificación al régimen de prestación del servicio público de banca y crédito, lo cual, permitió una más mercada diferenciación entre el campo de participación financiera del sector público y del sector privado; en lo consecutivo el estado dejaría de participar en actividades de banca comercial y concentraría sus actividades en la banca de desarrollo.

Además, para este periodo, el comportamiento de la banca mexicana se evaluó a partir de la necesidad de fomentar el ahorro interno y promover el uso de los servicios bancarios con el fin de elevar la importancia de las actividades bancarias en la economía, además se destacan cambios en dos aspectos como son:

a) El incremento del activo y pasivo del sistema; esto implicó transformaciones en la operación de los bancos, esto es, la difusión y competencia entre las instituciones en busca de aumentar el número de depositantes y clientes se intensificó, el número de sucursales se incrementó en un 30% de 1992 a 1994⁹⁶. Aunado a esto, también aumentó el total de cuentas, siendo las cuentas de ahorro las que continuaron a la cabeza⁹⁷. Otro indicador, fue la reducción en el número de personal, lo que implicó una reducción de 3.4% de 1993 a 1994.

⁹⁶ Se pasó de 3,327 a 4,327 establecimientos.

⁹⁷ Las cuentas de ahorro representaron el 41.6% del total al contabilizar 4,786,263 cuentas para 1994, mientras que las cuentas de inversión a plazo alcanzaron una participación de 20.75% con 2,385,754 cuentas.

b) La modificación en la estructura del sistema determinado por factores como fusiones entre intermediarios bancarios y la entrada de nuevos participantes bancarios tanto nacionales como extranjeros. La composición de bancos participantes en el sistema pasó de 18 en 1992 a 27 instituciones de crédito a diciembre de 1994, resultado de la gestación de fusiones bancarias, la autorización de nuevos participantes bancarios y la toma del control accionario y administrativo de algunos bancos por parte de las autoridades financieras del país⁹⁸.

Por parte de la banca de desarrollo, se estableció que su estrategia de funcionamiento debería guiarse en adelante, sin dejar de cumplir sus funciones de fomento, por políticas de otorgamiento de créditos que permitieran a las propias instituciones "autofinanciarse". En tanto que sus necesidades adicionales de recursos iban a cubrirse mediante la creación de instrumentos de deuda de largo plazo.

En cuanto a la liberalización de actividades, en esta etapa se eliminaron los controles sobre las tasas de interés, se permitió a las instituciones bancarias fijar de manera libre las tasas y los plazos en sus operaciones activas y pasivas; se desreguló la actividad de los comisionistas, se eliminaron los requerimientos de reserva, se liberó el régimen de inversión para que las sociedades de inversión pudieran fijar libremente sus políticas de diversificación de activos, se eliminaron las reservas de fluctuación de valores y finalmente se dio autonomía al Banco de México.

2) Internacionalización de las actividades bancarias y bursátiles.

Desde que inició el proceso de reprivatización bancaria, con las modificaciones a la ley de instituciones de crédito (julio de 1990) hasta la publicación de las reglas para el establecimiento de filiales de instituciones financieras del exterior (abril de 1994), pasando por la nueva ley de inversión extranjera (diciembre de 1993) se abrió la oportunidad para la participación del capital foráneo en la actividad financiera local. La apertura se inició con la ley de instituciones de crédito de 1990, donde se estableció que en la serie "C" de capital social de las instituciones de banca múltiple podrían participar "personas físicas o morales extranjeras que no tengan el carácter de gobiernos o dependencias oficiales", y podría ser hasta el 30% del capital de la institución.

Para completar esto, se flexibilizó la normatividad relacionada con la operación de valores extranjeros, se estableció el sistema internacional de cotizaciones para que los valores extranjeros pudieran ser intermediarios en el territorio nacional. Esto vino a apoyar la oferta pública de valores en territorio nacional, independientemente de la nacionalidad del emisor. Inclusive, se autorizó a las casas de bolsa para que realizaran libremente sus operaciones en el mercado internacional y

⁹⁸ Lucero, Alejandro. "Participación y permanencia en los bancos nacionales en el sistema bancario mexicano". *Economía*

se hicieron extensivos a los valores extranjeros y los servicios que prestan los institutos para el depósito de valores.

Evidentemente, estas medidas fueron consistentes con el objetivo de atraer inversión extranjera, sin embargo, las deficiencias en el mercado de valores, en cuanto a su funcionamiento básicamente como un mercado especulativo, con una marcada característica a la volatilidad de los capitales ahí negociados, muestran la fragilidad de la economía en su conjunto y la carencia de una política de desarrollo integral, en la cual no sólo se contemplan los aspectos relacionados con la modernización del sector financiero, sino que también, con la necesidad de articular una estrategia de desarrollo acelerada en el sector industrial.

Por otra parte, en el capítulo XIV del TLC sobre servicios financieros, se estableció que la participación extranjera se daría a través de la figura de filiales y que en ciertas actividades financieras la apertura sería inmediata –instituciones de fianzas, uniones de crédito, sociedades de ahorro y especialistas bursátiles- y en otras gradual –empresas de factoraje, arrendadoras, casas de cambio y casas de bolsa entre otras-; es decir, se acordó que la apertura tendría que darse durante un periodo de 6 años, del 1° de enero de 1994 hasta el 31 de diciembre de 1999.

Además, para mantener cierto control sobre las actividades financieras, el gobierno mexicano logró que en el TLC se establecieran límites de mercado globales, y en algunos casos individuales, a la participación extranjera. Estos se calcularon como un porcentaje del capital agregado de todas las instituciones del mismo tipo en México. También se logró mantener cierto grado de discrecionalidad en la aprobación del establecimiento de las instituciones financieras del exterior en el periodo de transición, el cual fue en relación a cuatro aspectos básicos:

a) Capital autorizado para una filial extranjera en el periodo de transición. Su porcentaje corresponde al capital individual máximo que podrá autorizarse, respecto al porcentaje del capital agregado total de las instituciones del mismo tipo en México.

Instituciones de crédito	1.5%
Casas de bolsa	4.0%
Instituciones de seguros	1.5%

En el mismo acuerdo, se señaló que en el caso de que un inversionista extranjero adquiriera una institución financiera establecida, la suma del capital autorizado de la institución adquirida y el capital autorizado de cualquier filial extranjera, previamente bajo el control del adquirente, no podría exceder el límite aplicable antes señalado.

b) Capital autorizado en todas las filiales extranjeras en el periodo de transición. En este caso el porcentaje corresponde al capital social máximo relativo a la suma de los capitales de todas las instituciones financieras del mismo tipo establecidas en el país. Una vez que hubiera transcurrido un año desde la fecha de entrada en vigor del tratado, los límites iniciales podrían incrementarse de manera gradual, hasta alcanzar al final del periodo de transición, los límites siguientes:

	LIMITE INICIAL	LIMITE FINAL
Instituciones de crédito	8%	15%
Casas de bolsa	10%	20%
Empresas de factoraje	10%	20%
Arrendadoras financieras	10%	20%
Instituciones de seguros	I - I - 94	6%
	I - I - 95	8%
	I - I - 96	9%
	I - I - 97	10%
	I - I - 98	11%
	I - I - 99	12%

c) **Participación accionaria.** Respecto a la participación accionaria e instituciones de seguros ya establecidas o por constituirse por parte de los inversionistas extranjeros, se acordó que la propiedad de las acciones por parte de los mexicanos no sería inferior a los niveles siguientes:

I - I - 94	70%
I - I - 95	65%
I - I - 96	60%
I - I - 97	55%
I - I - 98	49%
I - I - 99	25%

d) **Cada filial tendría un capital autorizado.** En este caso el capital pagado no debería ser menor al momento de empezar a operar. Ya establecido el capital autorizado, éste podría ser mayor al pagado.

Cabe mencionar, que a pesar de que en el TLC se habían establecido los tiempos de apertura –a finales de 1993- se publicaron una serie de reglas tendientes a acelerar el proceso de apertura de los servicios financieros, lo cual redujo el margen que tenían los intermediarios financieros nacionales para reestructurarse, razón por la cual lo que les quedaba era acelerar la búsqueda de medios que les permitieran permanecer en el mercado.

Sin embargo, a raíz de la devaluación del peso mexicano respecto al dólar de 1994, demostró que el país vivió una crisis de insolvencia de pagos y permitió a los economistas mexicanos recordar que los hechos acontecidos se debieron a una crisis estructural⁹⁹.

Por varios años la economía ha venido funcionando con la operación de mercados de bienes y servicios segmentados o la inexistencia de otros, ya que la economía mexicana históricamente ha tenido una alta dependencia de importaciones que al existir fuertes ajustes en el tipo de cambio respecto al dólar, afectan de manera inmediata al mercado interno, reduciendo el nivel de actividad con la consiguiente contracción del empleo, resurgimiento de índices inflacionarios altos y pérdida del poder adquisitivo del salario y del peso. De manera específica el sistema bancario se vio afectado por elementos como:

a) el crecimiento del Costo Porcentual Promedio (CPP) pasó de 15.50 a 45.12 puntos porcentuales de 1994 a 1995, incremento que representó un encarecimiento del crédito para los usuarios del servicio bancario. La insolvencia o pérdida de liquidez se acentuó aún más debido a que algunos de estos créditos estaban contratados a tasas de interés flotantes y no fijas, por lo que sus deudas (principalmente más intereses) se incrementaron a niveles desorbitantes en un tiempo demasiado corto.

b) Se otorgaron créditos sin garantías por parte y en beneficio de personas del consejo directivo o administración de las propias instituciones para financiar negocios propios, incluyendo la adquisición de acciones del banco mismo¹⁰⁰. Como ejemplo de esto encontramos el caso de Cremi-Unión, donde las autoridades detectaron el otorgamiento de créditos en detrimento del patrimonio de la propia institución.

c) Los agentes económicos en un error de apreciación en torno a las expectativas de la economía, pensaron que la economía de la década de los noventa mostraría una moderada inflación y presentaría un crecimiento estable. Sin embargo, al no ocurrir lo anterior, sucedió que se registraron disminuciones drásticas en los rendimientos esperados en inversiones y pérdida en el poder adquisitivo de los consumidores, se entró en una etapa de insolvencia.

3) Creación de nuevos intermediarios, figuras e instrumentos institucionales.

En esta etapa, entre junio y septiembre de 1993 se aprobaron los paquetes para la operación de 9 instituciones bancarias: Banco K, S. A., Banco de la Industria, S. A., Banco Interestatal, S. A., Banco del Sureste, S. A., Banco Inbursa, S. A., Banca Quadrum, S. A. Y Banca Mifel, con el

⁹⁹ Ibidem.

objetivo de satisfacer las necesidades financieras del sector de la micro, pequeña y mediana empresas, fortaleciendo el esquema de bancos de carácter regional.

Por otro lado, las figuras financieras de nueva creación que sobresalieron en México fueron los "non bank bank", que se conocieron en el mercado financiero local como sociedades de objeto limitado. Las operaciones pasivas que pueden realizar son las de captar recursos del público a través de la colocación de instrumentos de deuda en la bolsa y de créditos bancarios, nacionales o extranjeros. Sus operaciones activas están vinculadas al otorgamiento de créditos a los sectores o actividades que tienen autorizadas, como es el otorgamiento de créditos para la adquisición de viviendas y créditos para el consumo.

El surgimiento de las sociedades financieras de objeto limitado se acompañó de la creación de las sociedades de ahorro y préstamo y de los asesores de inversión. Dentro del esquema de modernización financiera la creación de estas figuras financieras se llevó a cabo con el fin de apoyar las áreas que no han sido suficientemente atendidas por la banca tradicional.

En los países desarrollados se tienen sistemas financieros maduros; es decir, que atienden a los sectores que requieren créditos de largo y corto plazo a través de bancos corporativos mixtos o especializados, o bien, mediante el mercado de valores. Sus procesos, de intermediación se complementan con la operación de fondos de inversión, casas de bolsa, uniones de crédito, cajas de ahorro, etc. donde además cuentan con sistemas de comunicaciones, informática y "electronic banking" que aceleran el movimiento de la circulación del dinero y de los pagos. Ante esta competencia, la creación en nuestro país de nuevas figuras financieras, como las antes mencionadas, aparece como uno de los elementos para enfrentar la desventaja competitiva, en términos tecnológicos, de ineficiencia laboral y de costo del dinero, de los agentes nacionales frente a los extranjeros.

Dentro del esquema de modernización financiera quedó comprendida, además de la diferenciación entre la actividad financiera del sector público y del sector privado, la liberalización del régimen de intermediación, en base a las modificaciones al encaje legal, la libre determinación de las tasas pasivas y la apertura del mercado financiero nacional a la inversión extranjera. Este proceso se inició en momentos en que la integración de los mercados profundiza la competencia en los sistemas financieros.

Bajo este contexto, se inició la apertura en el mercado financiero doméstico, primero con la reprivatización bancaria que abrió la posibilidad a los inversionistas extranjeros pudieran participar

¹⁰⁰ Ibidem.

en el capital social de los bancos y de los intermediarios financieros no bancarios; segundo, con el TLC que permitió el establecimiento de instituciones financieras del exterior, tanto de E. U. y Canadá, como también de otros países.

Para efectos de poder operar, las filiales extranjeras debían cumplir ciertos requisitos, como son:

a) Capital: Un mínimo de 60 millones 80 mil nuevos pesos, equivalentes a 20 millones de dólares, y que representan el 0.12% del capital contable y reservas contra riesgos crediticios del total del sistema bancario mexicano.

b) Límites individuales y agregados: Estos quedaron definidos en el TLC para cada tipo de institución, donde la SHCP estableciera el límite del capital individual, el cual no podría exceder en más del 50% al capital pagado final.

c) Presentación del plan general de funcionamiento de la filial: El cual debía contener, entre otras cosas, el programa de captación de recursos y otorgamiento de crédito, segmentos de mercado que se atenderían, posicionamiento geográfico y sectorial, número de subsidiarias que se desean abrir y personal que sería contratado, pronósticos de márgenes financieros, tasas de retorno, derrama de crédito, utilidad neta –prospectivo a 5 años- y especificaciones del porcentaje que desea de la cuota de mercado –hasta 1.5% en el primer año y prospectivo a 5 años-¹⁰¹.

En un principio las instituciones financieras del exterior presentaron planes para participar en áreas de mercado tales como banca corporativa, financiamiento al comercio exterior, mercado de cambio y derivados, banca electrónica, financiamiento e infraestructura en comunicaciones e ingeniería financiera. Sin embargo, ha mediado que se incrementó el número de solicitudes, también aumentó la diversificación de áreas de mercado que atenderán. Así, algunas empresas financieras del exterior atenderán las áreas de vivienda, adquisición de maquinaria y equipo, financiamiento de bienes de consumo duradero, por mencionar algunos¹⁰².

Es evidente que aunque la intención original del gobierno mexicano era garantizar a los intermediarios nacionales, un periodo de tiempo en el cual pudieran fortalecer su estructura operativa y de capital, la presión del capital externo para participar en el sistema financiero y la

¹⁰¹ En el primer paquete de solicitudes de instituciones financieras del exterior interesadas en operar en México comprendía 12 instituciones: 8 de E. U., 2 Canadienses, 1 alemana y 1 japonesa. Posteriormente, el paquete se amplió a 21 instituciones: 12 de E. U., 7 europeas y 2 japonesas. Este proceso ha continuado con la aprobación para el funcionamiento en territorio nacional de instituciones financieras que van de arrendadoras, compañías de seguros, empresas de factoraje, sociedades financieras de objeto limitado e incluso grupos financieros.

¹⁰² Aunque en su primer momento las áreas de mercado que iban a atender los intermediarios financieros del exterior eran exclusivamente, en su mayoría, de tipo corporativo o de asesoría a las instituciones financieras nacionales. El Citybank, el banco de Santander y American Express empezaron también a operar en el mercado de menudeo.

necesidad de incrementar el flujo de recursos al país para acelerar la tasa de crecimiento y, por ende incrementar los niveles de empleo, generaron que se diera marcha atrás en ese propósito y los tiempos de apertura se acortaron.

Cabe resaltar, que el interés de intermediarios bancarios por participar en el sistema bancario mexicano fue inmediato dada la importancia que adquirió la economía mexicana por integrar una zona de libre comercio, motivo por el cual las empresas nacionales y extranjeras requerirían en un futuro de recursos para hacer frente a las necesidades de modernización, ampliación de plantas industriales o creación de nuevas actividades. A la creación de una zona de libre comercio se sumó el factor de oportunidad dado el proceso de abaratamiento de los bienes y recursos de un país que implica toda devaluación o depreciación de la moneda.

A su vez, al factor de oportunidad se le debe agregar la necesidad imperante de la economía por obtener recursos líquidos para hacer frente a compromisos adquiridos en el exterior. Por estos tres elementos descritos, el sistema bancario a partir de 1995 no podría entenderse de manera cabal sin el estudio de la participación de la banca externa.

Una vez asumido el control de los bancos por parte de sus dueños, el sistema bancario mexicano experimentó una serie de operaciones denominadas "alianzas estratégicas" consistentes en la suscripción de alianzas o convenios de operación o complementación de servicios bancarios entre bancos nacionales y extranjeros.

Las alianzas tuvieron una doble connotación: por un lado significaron para la banca mexicana la única posibilidad de acceder a la nueva tecnología con la que se realizan los servicios bancarios y financieros a nivel mundial, con lo que se amplió la cobertura y se logró una agilización de los servicios bancarios; por otro lado, para los intermediarios externos representaron el primer mecanismo de incursión dentro del sistema bancario mexicano.

Sin embargo, sería hasta después de la crisis financiera que el país enfrentó a finales de 1994, que la forma y alcance de participación por parte de la banca externa en el territorio nacional se reformularía e impulsaría más como un mecanismo de rescate del sistema, que un instrumento promotor de competencia en el sistema bancario mexicano. Cabe mencionar, que desde 1994 a la fecha la presencia de los bancos externos en el país ha tomado dos vertientes claramente definidas: la primera, en cuanto a su estructura y, la segunda, en torno a su operación.¹⁰³

¹⁰³ Lucero, Alejandro, op. cit.

1.2.1. Captación por instrumento.

Para este periodo, podemos ver que la liberalización financiera se profundizó vía la desregulación y la privatización de la banca comercial, así como la autonomía del banco central; se continuó con la apertura económica y privatización de la economía y se implementaron nuevas políticas económicas destinadas a controlar la inflación¹⁰⁴.

Además, ocurrieron fuertes cambios institucionales que, aunque no modificaron la estructura del sistema financiero, alteran la captación de los recursos, creando mayor volatilidad. El cambio de propiedad de la banca incrementó el número de matrices, reduciendo en cierto grado la concentración del sistema financiero, Previo a la privatización bancaria existían 19 sociedades nacionales de crédito, 18 en 1992, 20 en 1993, 34 en 1994 y 38 en 1995. Así, entre 1987 y 1990 también se incrementó el número de matrices de los almacenes de depósito de 21 a 37; al igual que en las uniones de crédito (117 en 1987 y 143 en 1990).

Bajo este esquema, en cuanto a la captación de recursos, encontramos que la tasa de crecimiento de los agregados monetarios se redujo en relación con las anteriores etapas y hubo un cambio en la composición, reduciéndose la participación de los instrumentos bancarios de corto plazo, aumentando nuevamente los no bancarios de largo plazo, lo cual da cuenta de las políticas que favorecieron al mercado de valores.¹⁰⁵

Por otro lado, analizando la relación entre los agregados monetarios y el PIB se observa que se mantiene la tendencia, al igual en el periodo anterior, de incrementar la cantidad de recursos monetarios con respecto al volumen de producción, así como la participación de los instrumentos bursátiles, con la particularidad que durante estos años aumentó la cantidad de instrumentos en moneda extranjera con respecto al PIB, especialmente en los instrumentos bancarios y no bancarios de largo plazo, lo cual refleja la alta incertidumbre de los agentes que, en parte explicó el riesgo cambiario.

Con respecto a las obligaciones bancarias, la banca comercial privada es la entidad con mayor participación, recuperando su función histórica, con un fuerte componente en moneda extranjera, lo cual explica en cierta forma la quiebra de los bancos a consecuencia de la devaluación de la moneda en diciembre de 1994 –estos instrumentos fueron de corto plazo–.

¹⁰⁴ La desregulación del sistema financiero se logró restituyendo a la banca su carácter de banca universal; se terminó por liberar la tasa de interés, se suprimió la política de encaje legal, para finalmente privatizar el sistema bancario.

¹⁰⁵ Levy Orlik, op. cit.

Consecuentemente, la captación de los ahorros por parte de las instituciones financieras provoca la alta incertidumbre generada durante el periodo; es decir, se volvió a cometer el error de la década de los años setenta al emitirse instrumentos de ahorro de corto plazo y ligados al movimiento de la tasa de cambio que, dada la convertibilidad de la moneda, ante cualquier eventualidad emigrarían de la economía nacional provocando una crisis de gran magnitud.

En consecuencia, la crisis se debió a la imposibilidad del establecimiento de un mercado desregulado que generara instrumentos de fondeo, que permitieran anular los créditos de corto plazo y reponer el fondo revolvente de los bancos. Además, los mecanismos compensatorios propios de la estructura financiera basada en el mercado de créditos no pudieron ser reemplazados por los instrumentos directos al fondeo de la inversión. No obstante las profundas reformas financieras que tuvieron como objetivo crear un mercado de valores robusto, ya que éste continuó siendo altamente especulativo¹⁰⁶.

En general, encontramos que los efectos favorables de la reforma financiera sobre la captación y el financiamiento empezaron a sentirse de manera significativa en la primera mitad de 1989 con la desregulación operativa, a partir de ahí ambos componentes empezaron una etapa de crecimiento sostenido. Sin embargo, una vez iniciado 1992, con la eliminación del coeficiente de liquidez y el proceso de privatización en marcha, la captación bajó su ritmo de crecimiento drásticamente, al pasar de una tasa promedio mensual real de 4.7% a otra de 0.68%. El financiamiento, por el contrario, sigue en términos generales la trayectoria iniciada desde 1992. De esta manera, de 1992-1994 tenemos un periodo que se caracteriza por una ampliación de la brecha entre captación y financiamiento¹⁰⁷.

Para México en particular, la ampliación de la brecha entre captación y financiamiento ocurrida a principios de 1992 no sigue inmediatamente a la reforma, sino que vienen después de una etapa intermedia de alto crecimiento de la captación. Esta situación se debió a que si bien la captación bancaria antes de la reforma no había estado sujeta a controles directos, los productos que se ofrecían al ahorrador no cubrían siquiera en riesgo inflacionario, otorgando rendimientos regularmente negativos, lo que los colocaba en desventaja frente a otras alternativas de ahorro como la adquisición de bienes inmuebles

¹⁰⁶ Se puede afirmar que el sector bursátil no cumplió el papel de fondear la inversión, ya que estuvo dominado por los instrumentos públicos que no tenían como objetivo fondear el gasto público, sino mantener un nivel adecuado de reservas internacionales.

¹⁰⁷ Jiménez Ramos y Patlán Ruiz, op. cit.

2. Dinamismo del sector bursátil

El 5 de Septiembre de 1933 se constituye la Bolsa de Valores de México S.A. con base en una concesión otorgada por la Secretaría de Hacienda. Esta institución funcionó de acuerdo a la reglamentación vigente desde 1932 y dado que la Ley Bancaria de 1941 no presentó ninguna modificación en relación a las bolsas de valores continuó funcionando en igual forma hasta 1970.

Básicamente, como parte del esfuerzo de reconstrucción bancaria, a partir de 1934 el gobierno mexicano instrumentó una política orientada a promover el desarrollo de un mercado de valores, aunque la idea original planteaba la creación de un mecanismo que posibilitara la canalización del ahorro interno hacia proyectos productivos; la finalidad particular del proyecto era desarrollar un mercado para los valores estatales. Las autoridades financieras consideraban la premisa básica de que el sector público debía contar con un mecanismo que le permitiera financiar de manera no inflacionaria el gasto presupuestal.¹⁰⁸

Los primeros esfuerzos que se llevaron a cabo para la promoción de un mercado de valores se remontan al años de 1954, cuando en un primer intento se llevó a cabo la emisión de unos valores gubernamentales denominados de la construcción de carreteras, los cuáles se depreciaron al salir al mercado, casi inmediatamente, por falta de compradores.

En 1970, la Secretaría de Hacienda solicita a la Bolsa de Valores de México, S.A., la elaboración de un proyecto de Ley General de Bolsas de Valores; además de su reglamento interior, este proyecto sirvió de base para la elaboración de la Ley del Mercado de Valores que inicio su vigencia a partir de 1975. Este último hecho marca el principio del crecimiento y la consolidación del mercado bursátil. A partir de 1976 más de cien empresas ofrecen sus valores a los inversionistas, quienes han encontrado en la bolsa nuevas alternativas de inversión y ahorro para sus excedentes de capital.

En 1976 existía la bolsa de valores de la Ciudad de México y además, las bolsas en las ciudades de Guadalajara y Monterrey. Sin embargo, estas últimas tuvieron que ser liquidadas por no cumplir con el requisito de contar con, por lo menos, veinte socios (casas de bolsa registradas) que establece la ley para otorgar la autorización correspondiente.

De este modo, vemos el primer gran paso para la creación de un mercado de valores fue la expedición en 1975 de la ley del mercado de valores, de la cual surgió también el sustento legal para la configuración de la infraestructura institucional de dicho mercado. El segundo gran paso, fue la creación y emisión en 1978 de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), los cuales tuvieron un éxito inmediato y en poco tiempo estos valores adquirieron gran relevancia

¹⁰⁸ Turrent, op.cit.

dentro del sistema financiero mexicano, tanto que su rendimiento se convirtió pronto en la tasa líder del mercado.

La creación y penetración del CETE fue un evento de gran relevancia que marcaría el rumbo posterior de la política monetaria y bancaria. El CETE es el instrumento que ha permitido que las operaciones de mercado abierto se conviertan en el mecanismo fundamental de la política monetaria.¹⁰⁹

Como parte del proceso de modernización, el 19 de Abril de 1990, el Centro Bursátil fue inaugurado. El nuevo centro abrió con la más avanzada tecnología de computadoras y comunicaciones, para automatizar las operaciones, el proceso de datos en el tiempo real y monitoreo electrónico del mercado: Todo esto ha dirigido a la gran eficiencia y desarrollo de las nuevas formas de operar, tales como los reportes y productos derivados.

Poco tiempo después de Julio de 1993 se permitió la creación de una sección internacional dentro del mercado de valores, haciendo esto posible para los Valores extranjeros operados a lo Amplio del Mercado Mexicano.

Por otra parte, en lo que se refiere a la organización de la BMV. La Asamblea General de Accionistas es el órgano supremo de la sociedad, la cual podrá acordar y ratificar todos los actos y operaciones de ésta y sus resoluciones serán cumplidas por la persona que ella misma designe, o a falta de designación, por el administrador o por el consejo de administración (artículo 178 de la Ley General de Sociedades Mercantiles)

Los accionistas de la sociedad son las casas de bolsa, y los especialistas bursátiles, y son ellos o sus representantes, debidamente autorizados, los únicos que pueden realizar operaciones en el local de la institución. La autoridad ejecutiva de mayor jerarquía es el Director General, quien es el responsable ante el Consejo de Administración del desarrollo Institucional.

Esto es a grandes rasgos como se fue conformando el mercado de valores en México y el establecimiento de la Bolsa Mexicana de Valores. Sin embargo, es importante tomar en cuenta el entorno económico dentro del cual se fue gestando el establecimiento de un mercado bursátil en nuestro país.

Por lo tanto, cabe mencionar que fue básicamente durante el periodo de 1978 a 1981, cuando el descubrimiento y la explotación masiva de reservas petroleras en México cuando se logró disminuir las presiones que mantenía la balanza de pagos sobre el crecimiento y en este periodo se pudo lograr una expansión económica. Esto se refleja en el crecimiento del PIB, el cual se expandió a una tasa de entre el 8 y 9% anual; crecimiento que fue encabezado por dos componentes

importantes, por un lado, se encontraba la producción petrolera con un crecimiento anual del 19.4% y, por otro lado, las exportaciones petroleras con un crecimiento anual del 52.7%.

Además en ingreso nacional, derivado del impacto favorable de los términos de intercambio; producto a su vez del alza de los precios del petróleo en 1979-1980, creció a una tasa superior, esto es, entre el 9 y 10%.¹¹⁰

Con estas bases el gobierno de José López Portillo llevó a cabo una propuesta de restablecimiento de las relaciones entre el gobierno y empresarios –relaciones que sufrieron un grave deterioro durante la administración del presidente Echeverría-, lo cual se dio mediante una estrategia económica denominada “alianza para la producción” en la cual los empresarios se comprometían a generar empleos y exportaciones invirtiendo en ramas productivas de bienes intermedios y básicos, a cambio de que el estado otorgara estímulos fiscales, apoyo financiero, expansión de infraestructura e insumos baratos.

Esta estrategia además, tuvo la fortuna de contar en el apoyo de acontecimientos importantes como el descubrimiento de nuevas reservas petroleras, la firma del primer convenio con el Fondo Monetario Internacional y alentador comportamiento de las variables económicas¹¹¹, para brindar un ambiente de optimismo que se reflejó también en el sistema financiero. Básicamente, la recuperación de la actividad económica, la operación prácticamente fija del tipo de cambio y una reestructuración del sistema financiero, contribuyeron a aumentar la captación y el crédito, además de que frenó la dolarización de los circuitos internos.

Fue así, que dentro de este entorno el gobierno de López Portillo instrumentó diversas medidas para impulsar el mercado bursátil: canalización de recursos de la banca privada para capitalizar a las instituciones bursátiles, fomento a la creación de casas de bolsa para sustituir a los agentes individuales, la autorización de la revaloración de los activos de las empresas cotizadoras, promulgación de la exención fiscal a ganancias bursátiles y la mexicanización de empresas con capital extranjero, así como la inyección directa de recursos públicos en ese mercado¹¹².

En este sentido, encontramos tres elementos que nos muestran los alcances y los límites del impulso a este mercado. En primer lugar, se encuentra la introducción de Petrobonos y CETES, en segundo lugar, el crecimiento del mercado accionario y, finalmente la reducción del porcentaje de

¹⁰⁹ Ibidem

¹¹⁰ Ros, Jaime. “Del auge petrolero a la crisis de la deuda. Un análisis de la Política Económica en el periodo 1978-1985”, en: *La crisis de la deuda en América Latina*, Siglo XXI Editores, pp. 69-109.

¹¹¹ Entre 1977 y 1979 aumentó la tasa de crecimiento del producto nacional, manufacturas, industria de la construcción, la formación bruta de capital fijo y la inversión extranjera, además la inflación se redujo de 28.9% a 18.2%

financiamiento otorgado por el mercado de valores respecto al total del sistema bancario y financiero. Concretamente, respecto a la colocación de Petrobonos y CETES, encontramos que para 1975 los títulos de renta fija gubernamentales en circulación, representaron la mitad del importe total operado y para 1979 eran ya las dos terceras partes.

Lamentablemente, este auge del mercado de títulos y valores no tuvo un impacto positivo en la economía, particularmente, el financiamiento otorgado por la bolsa como porcentaje del financiamiento total otorgado por el sistema financiero bajó del 32.3% en 1975 al 23.8% en 1978. Por otro lado, entre 1978 y 1979 quedó de manifiesto que lejos de apoyar el financiamiento a la inversión, el mercado bursátil tomó un carácter financiero-especulativo.

Por lo tanto, el impulso al mercado de valores no generó un modelo financiero que innovara los instrumentos de captación de fondos y de financiamiento al sector público para evitar una relación directa entre el déficit gubernamental y la emisión primaria; sino que por el contrario, dicho impulso se tradujo en una reorientación significativa de las fuentes de financiamiento¹¹³.

Otro elemento explicativo del boom y desplome bursátil del periodo fue la evolución del mercado accionario, al que estimulaba a través de diversas medidas de carácter fiscal orientadas a modernizar el sistema de captación y financiamiento empresarial de largo plazo y en moneda nacional. También, se dieron diversos factores vinculados a tendencias especulativas que se desarrollaron en la economía nacional e internacional y que se combinaron para dar lugar a ese comportamiento.

Así, aunque el auge bursátil se encontraba alentado por las expectativas optimistas que había respecto al crecimiento del producto y la actividad económica en general¹¹⁴, podemos distinguir dos aspectos que caracterizan el crecimiento del mercado accionario como poco sólido.

En primer lugar, porque el mercado bursátil estaba sumamente concentrado, lo que facilitaba el manejo especulativo. De ahí que los grandes emisores y, en particular los bancos y grupos empresariales, tuviesen amplio margen de maniobra para controlar el curso del mercado, asimismo, para las empresas que cotizaban en la bolsa se les generó un atractivo circuito de rentabilidad financiera; esto es, captar fondos colocando acciones sin riesgo de perder el control patrimonial y sin pagar impuestos, depositar después en bancos el capital obtenido por esta vía,

¹¹² Quijano, J. Manuel y Cardero, R. Ma. Elena. "Expansión y estrangulamiento financiero 1979-1981". en: *La banca. Pasado y presente*. CIDE, México 1981.

¹¹³ Por eso de 1978 a 1979 el endeudamiento por emisión primaria creció en 170.8% mientras que el externo lo hizo en 150%.

¹¹⁴ Se observa que para 1978 las acciones transadas directamente ascendían en promedio a 1.4 millones, y de enero a abril de 1979 llegaron hasta 4 millones.

recibiendo por ello intereses elevados en términos reales, para finalmente ser prestarios de los recursos que necesitaban como capital de trabajo.

En segundo lugar, este auge fue poco sólido ya que estuvo fundado básicamente en la operación secundaria de títulos, esto es, mientras que en 1978 el importe total operado de acciones había sido de 30.3 m.m.d.p., el de los nuevos papeles ofrecidos sólo representó 5.6 m.m.d.p. y para 1979 el importe ofrecido de estos valores era de 10.8 m.m.d.p., mientras que el operado ascendió a 94 m.m.d.p.

Así, para el periodo de 1978-1979 el mercado de valores presentaba los siguientes rasgos:

- a) Un cierto crecimiento respecto al nivel histórico, pero a la vez una tendencia al estancamiento relativo.
- b) Un carácter sumamente concentrado y ligado a los bancos privados.
- c) La recomposición de su estructura, porque por una parte los títulos de renta fija bancarios pierden importancia frente a los de deuda interna pública y de renta variable; pero por otra parte, al mismo tiempo predomina el mercado de dinero sobre el mercado de capitales.
- d) Finalmente, un crecimiento de la operatividad con acciones, resultado más de la expansión de las operaciones secundarias que de la colocación primaria.

En consecuencia, en el marco del respaldo que representaba el respaldo de recursos petroleros y del endeudamiento creciente que lo acompañó, la política de inyectar recursos a la modalidad de financiamiento vía mercado bursátil que trataba de hacer que el ahorro nacional destinado a la acumulación fuera más eficiente, grande e integrado al desarrollo industrial y de otros sectores, produjo paradójicamente un mecanismo favorable a la especulación financiera y al fortalecimiento del capital bancario extranjero y nacional.

De este modo, el reducido financiamiento proporcionado por la bolsa a la inversión privada de largo plazo, reflejó también la conducta de las empresas cotizantes, en el sentido de desviar los recursos productivos hacia la búsqueda de utilidades vía la especulación. Y dadas las relaciones entre dichas corporaciones industriales y comerciales con las instituciones bancarias, a su vez controladoras de las casas de bolsa y conectadas con la banca extranjera, los flujos de apropiación y succión del excedente cerraban el círculo en beneficio de estas fracciones de capital.

Podemos decir entonces, que el vertiginoso auge petrolero estuvo asociado a una vulnerabilidad real y financiera cada vez más notoria y, en esta medida, contribuyó al estallamiento de la crisis de

1982, debido a que esta vulnerabilidad se centró en dos aspectos básicos que fueron: el patrón de crecimiento y comercio exterior y la fragilidad financiera¹¹⁵.

Cabe mencionar, que a pesar de los ingresos generados por el boom petrolero, no se llevó a cabo un proceso de industrialización uniforme y que tuviera un impacto positivo para todas las ramas industriales y tampoco se llevó a cabo un plan de apoyo al sector agrícola para que pudiera encabezar en su conjunto un proceso de crecimiento sostenido. Además, se evidenció que a pesar de que la inversión fue muy dinámica, su estructura sectorial se vio fuertemente sesgada hacia la industria petrolera y los sectores de comercio y servicios. Básicamente la inversión pública se reorientó notablemente hacia la industria petrolera, la cual absorbió casi la mitad de las empresas públicas, mientras que la inversión privada registró una modificación radical hacia los servicios y el comercio, en detrimento de la industria manufacturera¹¹⁶.

Podemos decir, que dentro del periodo de 1977 a 1982, se pueden distinguir dos etapas, la primera transcurre entre 1977 y 1979 y tienen como característica la recuperación y el repunte económico, así como el desarrollo de un ciclo bursátil; la segunda etapa, comprende los años entre 1980 y 1982 y corresponde a la fase final de la expansión económica generada por el petróleo y la deuda externa, así como por un largo ajuste bursátil¹¹⁷.

Con respecto a esta última etapa, encontramos que a principios de 1982, se dio una continua baja del precio del petróleo y la fuga de capitales se encontraba en su máximo nivel, a esto se sumaba el hecho de que casi la mitad de la deuda externa del país debía ser amortizada o refinanciada durante los siguientes doce meses. Circunstancias bajo las cuales el gobierno mexicano instrumentó una política fiscal contraccionista complementada con devaluaciones del tipo de cambio, manteniendo la libre convertibilidad del peso. Dicha política implicó severos recortes en el gasto público y la disminución de subsidios a alimentos básicos, además de que el Banco de México se retiró del mercado cambiario, teniendo como consecuencia la devaluación del peso en un 80%.

Todos estos acontecimientos marcaron el punto de partida de la recesión y de un acelerado proceso inflacionario. Además, el pago de intereses por la deuda externa aumentó en más de 2 mil millones de dólares entre 1980 y 1982, lo que se tradujo en una disminución abrupta de las transferencias netas del exterior para 1982.

¹¹⁵ Ros, Jaime, op. cit.

¹¹⁶ La industria manufacturera cayó de 10% en 1979 a 7% en 1980 y 1981.

¹¹⁷ López González, Teresa. Fragilidad financiera y crecimiento económico en México. UNAM-ENEP Acatlán/Plaza y Valdez Editores, México, 2001.

Bajos este esquema económico, agravado además por los conflictos entre el gobierno y los grandes grupos financieros, el presidente José López Portillo en su último informe presidencial, anunciaba la nacionalización de la banca privada y la adopción de un régimen de control de cambios. Entre las metas que buscaba la nacionalización de la banca, se encontraban la de reducir el encaje legal como fuente de financiamiento del gobierno, del 5 al 10%, desvincular las reservas respecto a la emisión primaria, se impidió a las sociedades nacionales de crédito operar directamente en el mercado de valores y participar patrimonialmente en las casas de bolsa, dejando este campo como exclusivo de éstas últimas, y se dio un mayor impulso a las sociedades de inversión.

La crisis desatada para el año de 1982, manifestó con mayor énfasis los fenómenos que ya se perfilaban desde hace mucho: por un lado, la utilización del espacio monetario-financiero como principal fuente valorizadora del capital; por otro lado, el control hegemónico del excedente por parte de los empresarios bancarios del capital. La deficiencia y debilidad del sistema monetario financiero nacional ante esta crisis, se evidenció en el comportamiento incontrolado del índice inflacionario, la dolarización, la fuga de capitales, la devaluación y todo tipo de prácticas especulativas. Consecuentemente, al dispararse estas variables se dislocaron los circuitos financieros que posibilitaban la valorización del capital y los disociaron totalmente de la acumulación productiva.

Todo esto provocó una serie de restricciones a la continuidad de la reproducción ampliada del capital social, tales como la inestabilidad de precios y del tipo de cambio, el estrangulamiento del sector externo y de las finanzas públicas y la oferta de ahorro disponible para la inversión productiva privada. Por este motivo, la coyuntura financiera pasó a ser el problema de más urgente resolución de la crisis en 1981-1982.

En general, el conjunto recesión-inflación que caracterizó la actividad económica en el periodo de 1983 hasta 1987, aunado a la restricción externa fue un factor que delimitó de modo general las condiciones que prevalecieron en el sistema financiero.

Con esto podemos ver que se estableció un círculo vicioso: esto consistió que ante una capacidad de ahorro deteriorada y la necesidad de cumplir con el servicio de la deuda externa, se aplicó una política económica tendiente a fomentar el crecimiento de dicho ahorro por miedo de altos rendimientos financieros; pero dadas las circunstancias, la liquidez capturada por esta vía no se convirtió en inversión productiva, sino que se colocó en la inversión de cartera que redituaba altos beneficios en el corto plazo.

Así, este incremento del capital disponible canalizado como ahorro financiero no se tradujo en demanda efectiva que estimulara la producción ; esto incidió a su vez en ventas menores, producción en descenso y caída en la demanda de medios de producción, abatiendo los niveles de ingreso y empleo, a pesar de que continuaba incrementándose el ahorro nacional bajo forma financiera. Este círculo vicioso se explica en parte porque a partir de la crisis de deuda externa la disponibilidad de divisas se convirtió en un factor de verdadero estrangulamiento de las finanzas nacionales.

Fue así que en contexto del nuevo patrón financiero, y en particular del nuevo significado asumido por el financiamiento de la deuda pública interna, el mercado de valores tuvo una expansión extraordinaria, en la cual se convirtió en el principal espacio de financiamiento para los sectores institucionales de la economía, en detrimento del sistema bancario¹¹⁸.

Este auge del mercado de valores, posibilitó la obtención de utilidades extraordinarias a los principales inversionistas y casas de bolsa, pero junto con estos ingresos, estos agentes adquirieron una enorme capacidad para influir en la política económica debido a su singular papel en el nuevo patrón de financiamiento. Esto quedó de manifiesto al darse una pugna entre el Banco de México y estos oferentes de fondos en torno a la fijación de las tasas de rendimientos de los CETES.

Este condicionamiento a la política gubernamental, se dio gracias a la situación macroeconómica de ese momento, la que a su vez se debía en gran parte a la estrategia de gestión de la crisis y el cambio estructural aplicado por el gobierno lo cual contemplaba, entre otras cosas, una mayor restricción a la opción de financiar el gasto público mediante el encaje legal o la emisión primaria; es decir, condujeron al gobierno a incrementar su dependencia del endeudamiento interno.

Sin embargo, el impulso al mercado de valores no implicó que este mercado se constituyera en una opción significativa para el financiamiento de la inversión de las empresas. Al contrario, el financiamiento otorgado por esta vía respecto al total operado fue de 2.5% en 1985 y de 0.5% en 1986, siendo esto un claro indicador de que por una parte, los instrumentos tradicionalmente concebidos como fuente de financiamiento a la inversión en el mercado de capitales, han sido absorbidos por la lógica del mercado de dinero, que es de alta e inmediata rentabilidad, y por otra

¹¹⁸ Esto quedó de manifiesto al ver que dentro del mercado de valores el importe total operado entre 1978 y 1982 alcanzó el 18.1% del PIB, mientras que entre 1982 y 1986 llegó al 70%. Por otro lado, mientras que el saldo de instrumentos financieros bancarios (M4) como proporción del PIB se redujo de 35.5% en 1982 a 30.2% en 1986, los activos financieros no bancarios se incrementaron de 3.2% a 7.9% en igual lapso.

parte, del mayor y cada vez más importante papel que tiene la especulación financiera en la valorización del capital¹¹⁹.

Así, el mercado de valores que se había concebido como un nuevo espacio de financiamiento a la acumulación, sirvió en esa coyuntura para operar un proceso de concentración y centralización de capital con base en la especulación financiera, lo cual permitió crear las bases de la nueva hegemonía y las nuevas reglas de asignación y uso de excedente sobre las que se configuraría el nuevo patrón nacional de acumulación.

Básicamente, como una respuesta a la mayor concentración bancaria que se dio a partir de la nacionalización de la banca en 1982, se generó un aumento en las instituciones del mercado bursátil¹²⁰. Entre 1983 y 1987, la actividad de las casas de bolsa y las sociedades de inversión fueron mucho menores que en las instituciones de crédito tradicionales, lo cual se derivó de las reformas financieras de 1984. En particular, se dio un fuerte dinamismo por parte de las sociedades de inversión ya que incrementaron sus activos en casi 250%, especialmente los activos de renta fija que se convirtieron en una opción de inversión para el público en general. En tanto que las instituciones bancarias tradicionales que en este periodo financiaron el gasto público del gobierno federal, únicamente incrementaron sus pasivos en 20%¹²¹.

Como parte del impulso que tuvo el sector bursátil, se dio una modificación en cuanto a la captación de activos totales. Esto es, por una parte aumentaron los activos no bancarios de corto plazo (M3-M2) y los activos financieros de largo plazo, especialmente los no bancarios y los recursos del Ficorca. Además, se dio una gran diversificación de los instrumentos bursátiles, los cuáles se caracterizaron por tener mayor liquidez y menor riesgo, como es el caso de: los Futuros de acciones, Bonos de Indemnización Bancarios (1983), sociedades de Inversión, de Renta Fija (1984), Sociedades de Inversión de Capitales, Bonos Bancarios de Desarrollo (1985), Bonos de Renovación Urbana, Pagaré empresarial Bursátil, Pagarés de la Tesorería de la Federación (1986), Certificados de Aportación Patrimonial, Obligaciones Subordinadas Convertibles, Certificados de Participación Inmobiliaria, Bonos de Desarrollo y Certificados Plata (1987).

Dando esto en contrapartida, la segregación del sector bancario, reduciendo de manera significativa su participación en la captación de recursos¹²², además de que aumentó la

¹¹⁹ López González Teresa, op. cit.

¹²⁰ El número de sucursales de casas de bolsa se incrementó de 90 en 1982 a 246 en 1987; las sociedades de inversión aumentaron de 12 a 70, entre las que se incluyen tanto sociedades de renta fija como de renta variable.

¹²¹ Levy Orlik Noemí, op. cit.

¹²² La tasa de crecimiento de los pasivos bancarios entre 1983-1987 se redujo a la mitad con respecto al periodo anterior, al pasar de 45 a 20%. Ibidem.

participación de la moneda extranjera en los pasivos logrando su mayor nivel desde que la banca múltiple dominó el sector bancario (1978-1994).

Por otra parte, para el periodo de 1988-1994, encontramos que a partir de 1988 se lleva a cabo un proceso acelerado de reforma estructural, lo cual profundiza la reforma financiera en México y que desembocó en un retorno de la banca privada y mixta y en un nuevo auge en el mercado bursátil. Esta reforma tuvo continuidad en la estrategia de política económica al darse el cambio de administración entre Miguel de la Madrid y Carlos Salinas de Gortari. Este último, acentuó más la necesidad de llevar a cabo el proceso de liberalización y desregulación del mercado interno, liquidando los viejos monopolios, formados en el periodo proteccionista y vendiendo las empresas públicas a agentes privados.

Cabe mencionar que bajo la administración salinista, el objetivo estratégico fue dinamizar la inversión privada para generar así un incremento en la productividad y en la competitividad, para llegar así a estimular el inicio de una fase de crecimiento económico con estabilidad, para lo cual se requería de un nuevo esquema financiero, entorno bajo el cual giró la reestructuración y liberalización del sistema financiero, pero particularmente los cambios en el mercado de valores.

Dentro de las reformas al mercado de valores, encontramos que una de las modificaciones más importantes en el marco legal de este mercado fue el orientado a su internacionalización, lo cual implicó otorgar el permiso para que las casas de bolsa establecieran sucursales en el exterior. De igual manera, se permitió a las empresas aprovechar el reglamento de la inversión extranjera, emitir acciones neutras que pudieron ser adquiridas por extranjeros mediante fideicomisos que no daban derechos patrimoniales, pero que sí permitían obtener dividendos y realizar ganancias de capital con las acciones. Además, se autorizó la colocación de títulos de empresas mexicanas en el exterior, lo que se reflejó en la aparición de varios fondos de inversión mexicanos en otras monedas.

Otras modificaciones que se llevaron a cabo, aunque de menor importancia pero acordes con este esquema de globalización, es el reconocimiento de la necesidad de un nuevo tipo de intermediario, el especialista bursátil, así como una reglamentación más precisa en materia de información más privilegiada.

En general, en el marco de la reforma llevada a cabo por el gobierno salinista, el mercado de valores podría llegar a desempeñar un papel fundamental dentro de dicha reforma, sin embargo, la magnitud que se pretendía dar al mercado de valores no era del todo real, ya que al compararlo con los montos de financiamiento que se movilizaban en otros países a través de este mercado, se

evidenciaba que en el nuestro siguen siendo minoritarios, lo que se confirma al ver que los resultados durante el periodo de 1989-1994 son poco alentadores¹²³.

Básicamente, el mercado de valores continuó siendo una alternativa de financiamiento para el gobierno a través de la colocación de bonos gubernamentales, y aún sigue siendo una opción de financiamiento de corto plazo para las empresas grandes y, sobre todo, sigue manteniéndose como un excelente espacio de lucratividad financiera y desafortunadamente aún está muy lejos de constituirse en una fuente de financiamiento para las inversiones productivas que podrían apoyar el inicio de un fuerte ciclo de inversión en el marco de la apertura comercial.

¹²³ López González Teresa, op. cit.

CAPITULO V

Financiamiento y fondeo de la inversión en México: 1988-2002

1. Importancia de las fuentes de financiamiento

Es importante tener siempre en cuenta que para lograr un desarrollo y un crecimiento económico en nuestro país, debe existir una perfecta armonía entre los instrumentos que conforman la política económica y que inciden directamente sobre el comportamiento de las variables macroeconómicas, las cuales a su vez deben ser controladas y encaminadas a lograr las metas y objetivos que nos lleven a lograr el tan necesario desarrollo y por ende crecimiento económico.

Particularmente, en este trabajo se destaca la importancia que tiene el papel del financiamiento; en todas sus vertientes, como un elemento dinamizador de los proyectos de inversión productiva, los cuales revisten una especial importancia ya que estos son capaces de elevar el crecimiento del producto, del ingreso y del ahorro y, de manera muy importante, del empleo. Por este motivo es relevante llevar a cabo el análisis de cómo se ha ido desarrollando el proceso de financiamiento en México y ver de qué manera se ha distribuido entre los sectores que lo demandan.

En general, sabemos que toda empresa, ya sea pública o privada, requiere de recursos financieros (dinero) para poder llevar a cabo sus actividades; ya sea para realizar sus funciones actuales o para ampliarlas, así como el inicio de nuevos proyectos que impliquen inversión. La falta de liquidez en las empresas hace que recurran a fuentes de financiamiento, mismas que les permiten hacerse de dinero para enfrentar sus gastos presentes, ampliar sus instalaciones, comprar activos, iniciar nuevos proyectos, etc. De este modo, encontramos que entre los objetivos¹²⁴ más importantes de las fuentes de financiamiento se encuentran:

- Hacer llegar recursos financieros frescos a las empresas, que les permitan hacer frente a los gastos de corto plazo.
- Para modernizar sus instalaciones.
- Para la reposición de maquinaria y equipo.
- Para llevar a cabo nuevos proyectos.
- Para reestructurar sus pasivos a corto, mediano y largo plazo.

¹²⁴ Rodríguez V., Carlos. Fuentes de financiamiento empresarial. Serie Unamosapuntos. fuente electrónica. www.unamosapuntos.com.mx

Ahora bien, entre las fuentes de financiamiento a las que puede acceder una empresa, las más comunes son las fuentes de financiamiento internas y externas. Dentro de las fuentes internas se encuentran:

Aportaciones de los socios: Se refieren a las aportaciones que hacen los socios en el momento de constituir legalmente la sociedad (capital social) o mediante nuevas aportaciones con el fin de incrementar el capital social.

Las utilidades reinvertidas: Este tipo de fuentes internas son muy comunes, principalmente en empresas de nueva creación e implica que los socios no se repartan dividendos entre los primeros años.

Depreciación y amortizaciones: Son operaciones en las que al paso del tiempo las empresas recuperan el costo de la inversión y que implican el pago de menos impuestos y dividendos.

Incremento de pasivos acumulados: Son los que se generan integralmente en la empresa, por ejemplo están los impuestos que deben ser reconocidos mensualmente, independientemente de su pago, las pensiones, las provisiones contingentes (accidentes, devaluaciones, incendios, etc.).

Venta de activos (desinversión): Como ejemplo de estas se encuentran la venta de terrenos, de edificios, o maquinaria que ya no se necesita y cuyo importe se utilizará para cubrir necesidades financieras.

Por otra parte, las fuentes externas de financiamiento son aquellas que se otorgan por medio de terceras personas y entre éstas se encuentran:

Proveedores: Esta fuente es la más común, se genera mediante la adquisición o compra de bienes y servicios que la empresa utiliza para su operación, ya sea a corto o mediano plazo y el monto del crédito está en función de la demanda del bien o servicio de mercado.

Créditos bancarios: Dentro de esta fuente se ofrecen diversas operaciones crediticias, entre las cuales se encuentran:

1) A corto plazo: Dentro de las cuales encontramos las siguientes operaciones:

- El descuento: Consiste en que el banco adquiere en propiedad letras de cambio o pagarés. Esta operación se formaliza mediante la cesión en propiedad de un título de crédito, su

otorgamiento se apoya en la confianza que el banco tenga en la persona o en la empresa a quien se le toma el descuento.

- El préstamo quirografario y en colateral: Son llamados también préstamos directos. El préstamo quirografario toma en consideración para su otorgamiento las cualidades personales del sujeto del crédito, como su solvencia moral y económica. En cuanto al préstamo colateral, es similar al anterior, excepto porque opera con una garantía adicional de documentos colaterales provenientes de letras o pagarés de compra-venta de mercancías o de efectos comerciales. Son préstamos directos respaldados con pagarés a favor del banco y cuyos intereses son especificados, así como los moratorios en su caso.
- Préstamo prendario: Este crédito se otorga por una garantía real no inmueble. Se firma un pagaré en donde se describe la garantía que ampara el préstamo. La ley establece que éstos no deberán exceder del 70% del valor de la garantía, a menos que se trate de préstamos para la adquisición de bienes de consumo duradero.
- Préstamos simples y en cuenta corriente: Son créditos condicionados, en los cuales es necesario introducir condiciones especiales de crédito y requiere la existencia de un contrato. Son operaciones que por su naturaleza sólo deben ser aplicables al fomento de actividades comerciales o para operaciones interbancarias.

2) Préstamos a largo plazo: Dentro de estos se encuentran:

- Préstamos con garantía de unidades industriales: Este crédito se formaliza mediante un contrato de apertura y puede utilizarse para servicio de caja, pago de pasivos o para resolver algunos otros problemas de carácter financiero de la empresa.
- Crédito de habitación o avío y refaccionarios: Este tipo de créditos sirve para apoyar a la producción encaminada específicamente a incrementar las actividades productoras de la empresa. El crédito de avío, se utiliza específicamente para la adquisición de materias primas, materiales, pagos de salarios y gastos directos de explotación, indispensables para los fines de la empresa. El crédito refaccionario, se destina para financiar los medios de producción como son: instrumentos y útiles de labranza, abono, ganado, animales de cría, construcción de obras, etc. Ambos créditos sólo son concedidos a personas físicas, agrupaciones o sociedades con actividades industriales, agrícolas y ganaderas.

3) Préstamos con garantía inmobiliaria: son también conocidos como hipotecarios y sirven para financiar actividades de producción o medios de producción, o la adquisición de viviendas.

4) Descuento de crédito en libros: Es similar al descuento de documentos, excepto que, lo que se descuenta son adeudos en cuenta abierta, no respaldados por títulos de crédito.

5) Tarjetas de crédito: Son líneas de crédito otorgadas a los principales funcionarios de la empresa, en donde todas las compras de bienes y servicios que efectúan se cargan a la cuenta de la empresa acreditada.

Sin embargo, debido a la importancia que se a dado a nivel mundial a la globalización de las economías, entre las que se encuentra la de México, lo que ha implicado entre otras cosas la modernización de los sistemas financieros y por ende ha provocado un auge del financiamiento bursátil, se ha desarrollado de manera importante un buen número de instrumentos de financiamiento bursátil que manejan montos considerables de recursos. Dentro de este tipo de financiamiento se encuentran los siguientes instrumentos:

Papel comercial: Consiste en la emisión de títulos de crédito (pagarés) a través de una casa de bolsa o institución financiera como intermediario, la cual coloca entre sus clientes dicho papel comercial, con lo que junta dos operaciones importantes; por un lado otorga recursos financieros a una empresa con necesidad de ellos, y por otro lado, proporciona un instrumento adicional de inversión a sus inversionistas. Básicamente se utiliza para financiar capital de trabajo. Los principales tipos de papel comercial son:

1) Quirografarios: sin garantía específica, respaldando por todo el patrimonio de la sociedad emisora.

2) Avalado: Se da como garantía el aval de una institución de crédito, o se expide fianza de una compañía afianzadora.

3) Indizado: Es papel comercial denominado en moneda nacional y sujeto (indizado) al tipo de cambio libre de venta del dólar estadounidense.

Aceptaciones bancarias: Son letras de cambio giradas por empresas, con domicilio en México, a su propia orden y aceptadas por instituciones de banca múltiple, se basan en una línea de crédito otorgada por la institución a la empresa emisora, son emitidas por personas morales y su financiamiento es de corto plazo. Los diferentes tipos de aceptaciones bancarias son:

1) Bonos de prenda: Son expedidos exclusivamente por los almacenes generales de depósito, el cual acredita la propiedad de la mercancía o bienes depositados, en el almacén que los emite,

otorgando al tenedor el dominio de las mercancías o efectos que ampara, quedando liberados mediante la entrega del título.

2) Emisión de obligaciones: son títulos nominativos que representan un crédito colectivo, son emitidos por personas morales y son financiamientos de mediano y largo plazo para adquirir activos fijos o financiar proyectos de inversión. Pueden ser quirografarios o hipotecarios.

3) Emisión de acciones: El capital social de las empresas está representado por acciones, las cuales representan la parte proporcional del capital de la sociedad, así como los derechos que confieren a sus poseedores. El capital social puede estar representado por acciones comunes o preferentes. Las acciones comunes son aquellas que emite una sociedad para ser colocadas entre el público inversionista por medio de la bolsa mexicana de valores. Este tipo de acciones tiene dos objetivos fundamentales:

- Por un lado, incrementar el capital social de la empresa, y de esa forma incorporar nuevos recursos económicos en la operación de la misma, generalmente destinados para llevar a cabo algún proyecto de inversión de gran envergadura.
- Por otro lado, colocar entre el público inversionistas parte de las acciones comunes en poder de los accionistas de la empresa, para que estos recuperen la proporción de la inversión que requieran y que ponen a la venta, con lo que se da mayor liquidez individual a los accionistas y se incorporan nuevos inversionistas a la empresa.

Sin embargo, no son sólo las alternativas antes mencionadas las únicas opciones de financiamiento, sino que también como parte del desarrollo de los mercados financieros y bursátiles, en la actualidad se han desarrollado otras fuentes de financiamiento alternativas como es el caso de las organizaciones auxiliares¹²⁵, entre las que se encuentran:

Financiamiento de las sociedades de inversión de capitales (SINCAS): Son financiamiento de alto riesgo en general, por lo regular las empresas que se encuentran en situación precaria recurren a ellas con el objetivo de tomar el control de la administración y mejorar su posición y valor del mercado. Existen siete tipos de SINCAS:

- 1) De bajo riesgo: Invierten en empresas maduras que buscan modernizarse.
- 2) Regionales: Invierten en empresas maduras que buscan modernizarse.
- 3) Sectoriales: Buscan invertir en un solo sector de actividad.

¹²⁵ Ibidem.

- 4) De transformación: Son empresas difíciles de ser vendidas y que por medio de la administración profesional de la SINCA puede mejorar este aspecto.
- 5) De desarrollo: Son las que buscan el desarrollo de nuevas obras turísticas.
- 6) Tecnológicas: Invierten en estudios de información tecnológica.
- 7) Mayoristas controladores: A través de su capital participan en otras SINCAS nuevas en el desarrollo de proyectos seleccionados.

Factoraje financiero: Existen dos tipos de factoraje:

1) Factoraje con recurso: Consiste en un recurso mediante el cual, a través de la sesión de derechos de cobro de las cuentas por cobrar vigentes, documentadas en títulos de crédito, facturadas contra recibos, etc. se anticipa un alto porcentaje del valor de la operación, descontando un cargo financiero sobre el valor del anticipo, y un honorario sobre el 100% de la operación por concepto de administración, el cargo financiero es cubierto por el cliente mensualmente y el honorario, al inicio de la operación.

2) Factoraje puro: Es un producto mediante el cual se hace una compra asumiendo el riesgo total de la operación, anticipando al cliente el valor total de sus documentos menos el cargo financiero, honorario y aforo¹²⁶, en su caso. En este tipo de factoraje el cargo financiero es mayor, ya que el factor adquiere el riesgo total por regulares anticipado y cobranza directa.

Arrendamiento financiero: Existen dos tipos de arrendamiento financiero:

1) Arrendamiento puro: Es el contrato por el que se obliga a una persona física o moral (arrendador) a otorgar el uso y goce respecto de un bien a otra persona física o moral (arrendatario), quien a su vez en contraprestación debe efectuar un pago convenido por cierto periodo preestablecido, ya sea en efectivo, en bienes, en crédito o en servicios. Este tipo de arrendamiento sólo otorga el uso o goce temporal.

2) Arrendamiento financiero: Contrato por medio del cual se obliga a una de las partes (arrendador) a financiar la adquisición de un bien mueble o inmueble, durante un plazo previamente pactado e irrevocable para ambas partes, que forman parte del activo fijo de otra persona física o moral. La otra parte (arrendatario), se obliga a pagar las cantidades que por concepto de rentas se estipulen en el contrato.

Las principales diferencias del arrendamiento puro y el financiero son, que en el arrendamiento puro las rentas pactadas son el pago del uso del bien, sin incluir intereses explícitamente, mientras

que en el arrendamiento financiero las rentas pactadas incluyen capital e intereses y, en algunos casos, gastos de registros, de operaciones, etc.

Pagarés: Este tipo de créditos se negocian ante las instituciones de crédito. Son Instrumentos de financiamiento de estricto corto plazo (30, 60 y 90 días) y su aplicación está enfocada hacia la satisfacción de necesidades de recursos eventuales por operaciones o situaciones especiales, distintas a la operación normal de la empresa. Sin embargo, infinidad de empresas utilizan los créditos directos como una opción de financiamiento de sus necesidades normales (a veces crónicas) por falta de capital de trabajo (liquidez), dado que al no tener que estructurar contratos para su otorgamiento, su obtención es relativamente rápida y sencilla.

Esta herramienta de financiamiento se conoce también con el nombre de créditos o préstamos quirografarios, dado que se emiten títulos de crédito (pagarés) en los que la única garantía de pago es la firma del deudor del documento, y ocasionalmente, la firma de un aval, que por lo general es el aval personal del dueño, director o gerente de la empresa emisora.

En general, estas son algunas de las opciones más comunes con las que cuentan las empresas para financiarse dentro del sistema financiero mexicano y revisten una especial importancia por las características que presentan.

2. Organizaciones de financiamiento en México

En el apartado anterior vimos de manera general los tipos de fuentes de financiamiento, sus características y la importancia que tienen, sin embargo es necesario analizar también la estructura dentro de la cual se han desarrollado estas fuentes de financiamiento, esta estructura es el sistema financiero, en el cual podemos distinguir dos tipos de organizaciones.

La primera, se basa en el mercado de capitales y se distingue porque realiza en diferentes instituciones el financiamiento de corto y largo plazos, en particular el sistema bancario crea los créditos de corto plazo y el mercado de capitales organiza el fondeo. Esta estructura financiera se caracteriza por tener una mínima interferencia del estado, que se distingue por ser estrictamente regulatoria¹²⁶.

¹²⁶ Aforo es un porcentaje de reserva que se determina en función del volumen de devoluciones y rebajas. Varía generalmente de 10 a 30%.

¹²⁷ Levy Orlik, Noemí. "Desregulación financiera: efecto en el comportamiento de la inversión y su financiamiento en México", en: *Problemas del desarrollo*. Revista Latinoamericana de Economía. IIE-UNAM, vol. 30, núm. 119, octubre-diciembre 1999.

La otra estructura financiera se sustenta en el mercado de crédito, donde el sistema bancario por medio de un sistema especializado o universal realiza el financiamiento de corto y largo plazos. A diferencia del anterior, en esta estructura si hay interferencia del estado, lo cual subdivide esta organización en dos: una donde el estado sólo regula el marco de acción de los agentes productivos y, otra donde interviene activamente en la economía e impone los precios fundamentales.

La diferencia entre estas dos estructuras ocasionó que se determinara de varias maneras el crédito de corto plazo: en el mercado de capitales por medio de las fuerzas del mercado y, en el mercado de crédito por medio de las políticas estatales. En el primer caso, el costo y volumen del crédito bancario son producto de la interrelación de las leyes de la oferta y la demanda, mientras que en el segundo las políticas estatales imponen la tasa de interés y el monto de los créditos así como su distribución.

Por otra parte, dentro del mercado de capitales, una de las características principales del fondeo es que se vale de títulos financieros que ofrecen participación en los rendimientos futuros y, para tener una larga duración, sus precios no deben fluctuar; esto se garantiza por medio de unos fuertes mercados primario y secundario, lo que incluye la participación de muchos oferentes y demandantes, de tal suerte que ningún grupo de agentes controle el mercado, garantizándose con ello una reducida fluctuación en los precios de los activos financieros.

Sin embargo, el mercado de créditos se caracteriza por tener un mercado de capitales débil y poco desarrollado y porque el sistema bancario debe suministrar el financiamiento de corto y largo plazos. Bajo estas condiciones los bancos se fondean con la captación de recursos de los agentes excedentarios (familias), y la estabilidad del financiamiento de largo plazo se garantiza por medio de títulos bancarios de largo plazo y mecanismos compensatorios que tienen como finalidad generar vínculos entre los capitales productivo y financiero, la creación de una banca de desarrollo, la aplicación de políticas que definan el destino de los créditos, determinación de la tasa de interés, políticas de encaje legal, etc.

En otras palabras, el mercado de créditos debe estar respaldado por políticas e instituciones que lo regulen y que dirijan los flujos financieros hacia actividades que maximicen el crecimiento económico. El objetivo de impedir el libre movimiento de los flujos de capital es evitar la especulación financiera, que modifica el precio del financiamiento y desvía los recursos de las actividades productivas.

En México, con el establecimiento del modelo de sustitución de importaciones desde finales de segunda guerra mundial, se impuso una estructura financiera basada en el mercado de créditos

que estuvo acompañada por una amplia gama de mecanismos compensatorios. Sin embargo, a raíz del rompimiento monetario mundial en 1971, que provocó la desaparición de la estructura basada en el mercado de créditos, se implantó el mercado de capitales como única institución de fondeo, y las leyes del mercado fungieron como fuerzas principales para definir el costo y el volumen del crédito bancario¹²⁸.

Una de las nuevas expresiones del nuevo orden financiero mundial, fue el cambio en la determinación del precio de las monedas, pasando de una estructura fija a otra flexible, lo que propició que los capitales obtuvieran ganancias financieras por el diferencial de las tasas de interés entre los países y los precios de las distintas monedas, lo que se tradujo en una drástica variación en el precio de los títulos financieros, con lo que se originó un gran movimiento especulativo de capitales.

Esto condujo a la eliminación de los mecanismos compensatorios y a la imposición del mercado de valores como la opción más eficiente para captar ahorro y distribuirlo a los proyectos con mayores rendimientos. Este cambio en el modelo de acumulación –del sustitutivo de importaciones al neoliberal– destaca la imposición del mercado de valores como principal fuente de valorización de capital, así como la eliminación de barreras a la libre movilidad del mismo, además de que debido a la implantación de la política de profundización financiera, los bancos dejaron de emitir crédito de largo plazo, asumiendo dicha función los títulos financieros.

Sin embargo, la evidencia dejó de manifiesto que la desregulación y globalización económica repercutieron en los países en desarrollo como México, en una mayor inestabilidad financiera. Si bien es cierto que se logró incrementar la tasa de interés y privatizar la actividad económica, canalizando gran parte de liquidez al sector privado, también es cierto que estos logros tuvieron efectos negativos en el fondeo de la inversión y por ende en la actividad productiva, derivado de la gran movilidad del capital y las variaciones de los precios de los títulos financieros, lo cual impidió al mercado de capitales ejercer de modo eficiente su función de fondear el gasto de la inversión.

Por su parte, los empresarios desecharon proyectos de inversión con largos plazos de maduración y de recuperación de utilidades y desviaron sus recursos productivos hacia los proyectos de inversión con altos rendimientos y rápida maduración, que se caracterizan por ser altamente riesgosos. Es decir, prefirieron invertir en el mercado especulativo, con lo cual se generó inflación en los precios de los activos financieros y en los proyectos productivos altamente riesgosos.

¹²⁸ Ibidem.

No obstante el incremento de las tasas de interés, los ahorros voluntarios no se incrementaron de manera significativa, lo que junto a una mayor incertidumbre, provocó una reducción de la oferta crediticia al sector productivo.

Durante la primera etapa de la liberalización financiera, se dio un periodo de ajuste caracterizado por destinar la mayor parte del financiamiento al sector público con el objetivo de cumplir con el pago de la deuda externa; básicamente se manejó una combinación de altas tasas de interés con un tipo de cambio subvaluado, generando un reducido crecimiento del producto y un fuerte proceso inflacionario.

Dentro de la segunda etapa que inició en 1988, se limitó el movimiento del tipo de cambio y la tasa de interés actuó como la variable equilibradora del mercado financiero y de la cuenta de capitales, particularmente a partir de la apertura financiera, se dio paso a las políticas sustentadas en las fuerzas del mercado que permitieron un crecimiento económico moderado, que sin embargo, no logró alcanzar los rangos de participación de la inversión en el producto de fines de los años setenta¹²⁹, pero sí generó una de las peores crisis del México moderno –diciembre de 1994-.

Esto a pesar de que se llevaron a cabo profundas reformas al sistema financiero mexicano, las cuales pretendían sentar las bases para una expansión sin precedentes del financiamiento a través de las instituciones crediticias y de los mercados de valores. Estas reformas abarcaron desde la modernización institucional hasta el fortalecimiento de la competencia vía privatización de las instituciones financieras, la apertura al capital extranjero en los distintos tipos de intermediarios, el fortalecimiento de instituciones auxiliares de crédito, así como la desregulación de las operaciones crediticias, es decir, utilizando las condiciones de un mercado ya no tan regulado por las autoridades gubernamentales como en el periodo de 1982-1988¹³⁰.

Cabe destacar, que no bastan las reformas financieras para incrementar la canalización del financiamiento a la actividad productiva, sino que es necesario también que se instrumenten políticas que permitan mejorar las expectativas de ganancia dentro de la economía en general, y no sólo atrayendo capitales internos y externos, ya que éstos pueden simplemente dirigirse a las llamadas inversiones en cartera y a plazos cortos sin apoyar en ningún aspecto a la inversión productiva. De aquí que la modernización del sistema financiero necesite complementarse con la llamada transformación microeconómica que ha permanecido ausente de las políticas gubernamentales¹³¹.

¹²⁹ Ibidem.

¹³⁰ Núñez Estrada, Héctor R. "La gestión del ahorro. El financiamiento en México. Tendencias para fines de siglo. Fuente electrónica UAM-Azcapotzalco.

¹³¹ Ibidem.

En resumen, podemos decir que las razones del bajo crecimiento económico durante el periodo de desregulación financiera, especialmente en su segunda fase, se deben a la modificación de los términos de financiamiento de corto plazo y de fondeo de la inversión y por la desaparición de los mecanismos compensatorios. Es decir, que la imposición del mercado de capitales no respondió a las necesidades del crecimiento económico.

2.1. Canalización por sector del financiamiento

En cuanto a la canalización por sector del financiamiento, en el cuadro 16 observamos que, en lo que respecta a la banca de desarrollo se ha mostrado una tendencia al incremento de los recursos destinados al financiamiento en su conjunto, de 1995 a 2002.

CUADRO 16
CRÉDITO OTORGADO POR LA BANCA DE DESARROLLO, POR ACTIVIDAD DE LOS PRESTATARIOS
1995-2002
(MILLONES DE PESOS)

CONCEPTO	1995	2000	2001	2002
TOTAL	348,372	396,291	395,016	473,265
SECTOR PRIVADO DEL PAÍS (EMPRESAS Y PERSONAS FÍSICAS)	59 914	77 744	85 011	112 797
SECTOR AGROPECUARIO, SILVICOLA Y PESQUERO	15 337	14 027	14 123	15 663
SECTOR INDUSTRIAL	27 542	47 454	32 945	70 830
SECTOR SERVICIOS Y OTRAS ACTIVIDADES	15 091	9 097	5 641	14 284
CRÉDITO A LA VIVIENDA	1 574	2 124	3 534	3 580
CRÉDITO AL CONSUMO	348	4 709	5 230	6 934
RENGLÓN DE AJUSTE ESTADÍSTICO (1)	17	273	2 534	1 506
SECTOR FINANCIERO DEL PAÍS	92 355	33 286	24 236	42 698
SECTOR GUBERNAMENTAL SERVICIOS DE ADMINISTRACIÓN PÚBLICA, DEFENSA Y SEGURIDAD SOCIAL	190 079	265 272	230 171	246 832
OTROS	ND	9 251	43 966	62 435
ENTIDADES DEL EXTERIOR	6 023	10 739	7 633	8 502
CRÉDITO INTRABANCARIO	5 056	6 672	6 005	12 448

ND NO DISPONIBLE

NOTA DEBIDO AL REDONDEO DE LAS CIFRAS, LAS SUMAS DE LOS PARCIALES PUEDEN NO COINCIDIR CON LOS TOTALES

(1) A PARTIR DE JULIO DE 1995, INCLUYE FILIALES DE BANCOS EXTRANJEROS ESTABLECIDOS EN MÉXICO

(2) CORRESPONDE LA DIFERENCIA ENTRE LA FUENTE DE INFORMACIÓN CONTABLE Y EL REPORTE DETALLADO DE CARTERA DE CRÉDITOS

FUENTE: BANCIPO Indicadores Económicos (varios años) México, D.F.

Sin embargo, la distribución de estos recursos no es equitativa ya que los sectores que más requieren recursos y que se pueden considerar como prioritarios, como son el sector industrial y el sector agropecuario, silvícola y pesquero, están muy por de bajo del sector financiero y gubernamental, que son sectores que lejos de apoyar la producción nacional, la han desplazado en cuanto a la obtención de créditos para el financiamiento. Aunque podemos observar que ha pesar de esta situación el financiamiento de la banca de desarrollo hacia el sector industrial ha crecido a diferencia del sector agropecuario, que no presenta ningún incremento significativo.

Un rubro donde debemos tener mucho cuidado, es el que corresponde al sector privado del país, ya que por la forma en que se presenta la información no se puede distinguir si las empresas que lo conforman son cien por ciento nacionales, lo que hace que no tengamos la certeza de que esos recursos realmente entren en el financiamiento de proyectos productivos nacionales y que sus beneficios realmente se queden dentro de la esfera productiva nacional.

Por otra parte, conforme al cuadro 17, podemos analizar la canalización por sector del financiamiento proveniente de la banca comercial.

CUADRO 17
CREDITO OTORGADO POR LA BANCA COMERCIAL a/, POR ACTIVIDAD DE LOS PRESTATARIOS
1995-2002
(MILLONES DE PESOS)

CONCEPTO	1995	2000	2001	2002
TOTAL	780,825	946,800	880,041	936,425
SECTOR PRIVADO DEL PAIS (EMPRESAS Y PERSONAS FISICAS)	709,290	750,303	670,157	675,354
SECTOR AGROPECUARIO, SILVICOLA Y PESQUERO	40,168	39,317	33,794	24,068
SECTOR INDUSTRIAL	189,493	208,952	185,602	180,970
SECTOR SERVICIOS Y OTRAS ACTIVIDADES	241,220	229,780	197,486	223,970
CREDITO A LA VIVIENDA	163,545	210,334	179,549	167,541
CREDITO AL CONSUMO	36,738	44,098	58,789	61,007
RENGLON DE AJUSTE ESTADISTICO b/	38,125	17,822	14,937	11,798
SECTOR FINANCIERO DEL PAIS	28,609	27,446	35,121	40,591
SECTOR GUBERNAMENTAL, SERVICIOS DE ADMINISTRACION PUBLICA, DEFENSA Y SEGURIDAD SOCIAL	31,153	49,473	56,474	58,835
OTROS	ND	115,089	113,139	124,517
ENTIDADES DEL EXTERIOR	11,774	4,487	5,150	7,128
CREDITO INTRABANCAARIO	21,131	59,067	11,481	7,845

a/ ND: NO DISPONIBLE

b/ NOTA: DEBIDO AL REDONDEO DE LAS CIFRAS, LAS SUMAS DE LOS PARCIALES PUEDEN NO COINCIDIR CON LOS TOTALES.

c/ A PARTIR DE JULIO DE 1995, INCLUYE FILIALES DE BANCOS EXTRANJEROS ESTABLECIDOS EN MEXICO.

d/ CORRESPONDE A LAS DIFERENCIAS ENTRE LA FUENTE DE INFORMACION CONTABLE Y EL REPORTE DETALLADO DE CARTERA DE CREDITOS.

FUENTE: BANCAJO: Indicadores Economicos (junio 2003), Mexico, D.F.

En este caso, al igual que con la banca de desarrollo se observa un ligero incremento en el monto de los recursos destinados al financiamiento, en lo que va de 1995 a 2002, desde luego, el monto de recursos con que cuenta la banca comercial son mucho mayores a los recursos de la banca de desarrollo. Sin embargo, en cuanto a la canalización de los recursos la banca comercial, se muestra una similar tendencia que con la banca de desarrollo; esto es, siguen siendo los sectores agropecuario e industrial, de los sectores menos favorecidos por los recursos de financiamiento de este tipo de banca, lo cual es realmente grave, sobre todo en el caso del sector industrial que es donde se genera la mayor parte de la producción nacional y desde luego la mayor fuente de empleos.

Pero además, se observa que la banca comercial en orden de importancia privilegia al sector servicios -después del sector privado- en cuanto al otorgamiento de financiamiento, lo que nos muestra que de alguna forma el sector bancario comercial no ha cumplido cabalmente una de las que se pueden considerar como sus funciones básicas, que es el otorgamiento de créditos de corto plazo, básicamente, en apoyo a nuevos proyectos productivos, sino que más bien canaliza sus recursos hacia los negocios o comercios que les representen menores riesgos y al sector especulativo, no importando si son proyectos productivos o no.

2.2. Estructura de financiamiento de las MPME industriales en México

En México, encontramos que dentro de la estructura empresarial se distinguen varios tipos de empresas, las cuales se diferencian conforme a su composición por tamaño y sector conforme al siguiente cuadro:

Cuadro 18
Composición por tamaño y sector
(participación porcentual)

TAMANO	SECTOR			TOTAL
	INDUSTRIA	COMERCIO	SERVICIOS*	
MICRO	94.4	94.9	97.4	95.7
PEQUEÑA	3.7	4	1.6	3.1
MEDIANA	1.7	0.9	0.5	0.9
GANDES	0.4	0.2	0.4	0.3
TOTAL	100	100	100	100

*Servicios Privados no Financieros

Fuente: Censo Económico 1999

Además, de acuerdo al Diario Oficial de la Federación (DOF) del día 30 de diciembre de 2002, se estatifican estas empresas conforme a los siguientes criterios:

Cuadro 19
Clasificación por número de trabajadores

SECTOR/TAMANO	INDUSTRIA	COMERCIO	SERVICIOS
MICRO EMPRESA	0-10	0-10	0-10
PEQUEÑA EMPRESA	11-50	11-30	11-50
MEDIANA EMPRESA	51-250	31-100	51-100
GRAN EMPRESA	251 EN ADELANTE	101 EN ADELANTE	101 EN ADELANTE

Fuente: Sistema de Información Empresarial Mexicano (SIEM)

Es importante conocer esta estructura, ya que dentro de la economía mexicana el papel de las micro, pequeñas y medianas empresas ha sido fundamental, esto queda de manifiesto al ver que para 1990 representaron el 98% del total de las empresas y 49% del total de empleos en la economía. Además contribuyeron con el 43% del PIB del sector manufacturero –lo que representó el 10% del PIB total de ese año.¹³² Actualmente, la distribución de estas empresas por sector de actividad es la siguiente:

Cuadro 20
Número de empresas por sector de actividad, por tamaño de empresa

SECTOR	MICRO	PEQUEÑA	MEDIANA	GRANDE	TOTAL
INDUSTRIAL					
AGROPECUARIO	406	192	52	11	661
MINERIA	153	42	36	33	264
INDUSTRIA MANUFACTURERA	28,351	10,101	5,289	2,485	46,226
CONSTRUCCIÓN	11,403	3,266	672	108	15,449
TOTAL INDUSTRIAL	40,313	13,601	6,049	2,637	62,600
COMERCIAL					
COMERCIAL	415,745	12,856	4,136	1,635	434,372
TOTAL COMERCIAL	415,745	12,856	4,136	1,635	434,372
SERVICIOS					
COMUNICACIONES	3,848	938	221	307	5,314
SERVICIOS	115,912	11,554	1,795	1,505	130,766
TOTAL SERVICIOS	119,760	12,492	2,016	1,812	136,080
TOTAL	575,818	38,949	12,201	6,084	633,052

Como podemos observar, en todos los sectores el tipo de empresas que predominan son las micro empresas, seguidas por las pequeñas y medianas empresas, dejando el último lugar a las grandes empresas en orden de importancia, dentro de la economía.

En cuanto a la estructura financiera de las micro, pequeñas y medianas empresas (MPME), un estudio realizado por Nafin, sobre el papel de estas empresas en la economía mexicana, que se llevó a cabo a partir de una muestra de empresas representativas de este tipo con base en los datos obtenidos de la Secretaría de Comercio y Desarrollo Industrial¹³³, compuesta en un 84% por

¹³² Velázquez Vadillo, Fernando. "La estructura de financiamiento de las empresas industriales en México". Empresas mexicanas ante la globalización. UNAM-IIE/Miguel Angel Porrúa, agosto 2000.

¹³³ Esta información permitió distinguir las ramas industriales en las que la participación de las MPME es más importante. Dentro de esas ramas, se consideraron aquellas cuyo peso es más significativo respecto al total de la producción industrial, para obtener la mayor representatividad –dentro de las ramas seleccionadas se tomó una muestra de 300 empresas consideradas como representativas de las MPME.

micro y pequeñas empresas y en 16% por empresas de tamaño medio, nos arroja los siguientes datos:

Cuadro 21
Estructura del flujo de recursos de financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas

RUBRO	AÑO		
	1980	1985	1990
INMOVILIZACIONES CORPORALES			
Autofinanciamiento	71.0	55.4	67.7
Crédito bancario	12.1	12.6	13.4
Otros recursos*	16.9	32.0	18.9
ACTIVOS DE EXPLOTACIÓN			
Autofinanciamiento	73.8	57.4	69.1
Crédito bancario	10.5	10.6	13.0
Otros recursos*	15.7	32.0	17.9

Inmovilizaciones corporales: comprenden esencialmente los gastos en equipo (máquinas y útiles de trabajo) y la construcción de instalaciones.

Activos de explotación: comprenden los diversos activos de explotación: stocks, crédito a clientes y disponibilidades.

*Otros recursos. Comprenden los recursos provenientes de instituciones financieras, gubernamentales, de instituciones no bancarias y de cooperativas.

Fuente: Velásquez, op. cit.

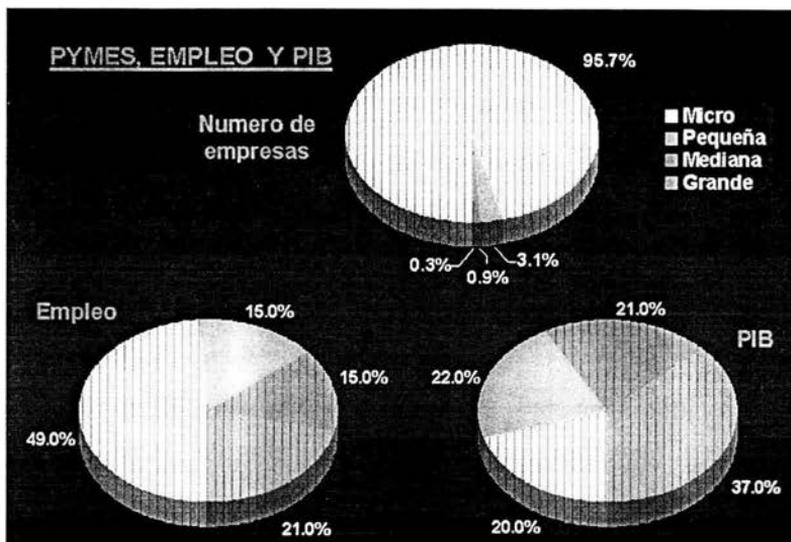
En general, se observa que, en cuanto al financiamiento de las inmovilizaciones corporales, para el periodo contemplado el autofinanciamiento representó la principal fuente de financiamiento de las MPME. El rubro de otros recursos constituyó la segunda fuente de financiamiento, y el crédito bancario representó, en orden de importancia, la tercera fuente de financiamiento para este tipo de empresas. Por otro lado, con respecto a los activos de explotación, existe la misma jerarquía que en el caso de las inmovilizaciones corporales. Por lo tanto, se puede concluir que el crédito bancario no es la principal fuente de recursos de financiamiento para las MPME, sino que más bien las empresas de este tipo que han logrado subsistir lo han hecho gracias al autofinanciamiento, mismo que se limitado de alguna manera por el tamaño de la empresa.

Es importante tener en cuenta que el crédito bancario está en último lugar dentro de la estructura de financiamiento de las MPME, no porque éstas no lo requieran, sino porque en realidad existe un racionamiento del crédito bancario a este tipo de empresas debido a los numerosos requisitos que tienen que cumplir para acceder a este tipo de financiamiento.¹³⁴

¹³⁴ Vázquez, op. cit.

En cuanto al empleo dentro de este tipo de empresas podemos ver la gráfica V:

Grafica V



Fuente: Sistema de Información Empresarial Mexicano (SIEM)

Conforme a esta gráfica, queda de manifiesto que son las MPME las que generan el mayor número de empleos dentro de la economía con un 49.0%, mientras que las grandes empresas sólo generan el 21.0%. Desde luego, hay que tomar en cuenta que las grandes empresas son las que tienen el mejor acceso al financiamiento para poder adquirir maquinaria y equipo con tecnología de punta que les permite desplazar en gran cantidad a la mano de obra y les permite tener una producción en gran escala, lo cual se refleja en cuanto a la participación que tienen dentro del PIB que es del 37.0%.

CONCLUSIONES

Las políticas económicas de corte neoliberal, que se vienen aplicando en México durante los últimos veinticinco años, agravaron los desequilibrios estructurales de la economía mexicana, e incluso redujeron el margen de maniobra de la política económica, prueba de ello son las crisis de 1982, 1988 y 1994, así como la recesión y atonía en que se encuentra el aparato productivo y el empleo.

La desregulación financiera no generó el incremento esperado en el ahorro interno, la caída de la intermediación financiera es muestra de ello. De esta forma, la inversión productiva ha caído drásticamente, afectando en mayor medida al sector industrial, y en particular a las pequeñas y medianas empresas, altamente generadoras de empleo.

En el caso de la economía mexicana, quedó claramente demostrado la poca veracidad del principio teórico neoclásico que afirma que el ahorro antecede a la inversión; en tanto que el principio poskeynesiano adquirió fuerza. En efecto, el abundante recurso externo, que contribuyó a elevar el ahorro financiero no se tradujo en un mayor ahorro interno, y tampoco en mayores niveles de inversión productiva. Quedó claro que, para que el ahorro se eleve es necesario que el ingreso crezca, lo cual a su vez exige que las expectativas sobre la economía sea positivas para que los inversionistas eleven su nivel de inversión, e incluso realicen nuevas inversiones. Situación que no se ha dado en la economía mexicana.

En un contexto de liberalización financiera, y ante la ausencia de una política de industrialización integral, cualquier intento por reactivar la producción y el empleo estaba destinada al fracaso. Paradójicamente, y en contraste con el enfoque neoclásico, durante el periodo en que el sistema financiero estaba altamente regulado, se produjo un mayor crecimiento del producto y del empleo.

La inserción de la economía mexicana a la llamada desregulación y globalización financiera, que obligaron a la eliminación de todos los mecanismos compensatorios, y que permitió el incremento de la liquidez, no fue capaz de expandir y fortalecer los mecanismos de fondeo de la inversión productiva; por el contrario, permitió la consolidación de una banca altamente transnacionalizada y con una fuerte estructura oligopólica, cuyas altas ganancias provienen fundamentalmente de sus operaciones especulativas. Dinámica operativa que ha significado un fuerte desvío de los recursos productivos.

Los fuertes vacíos que presenta el nuevo marco institucional, ha propiciado la inversión especulativa por un lado, y deprimido el crecimiento de la inversión productiva. Además, el mercado bursátil se ha estado nutriendo de las altas colocaciones de valores gubernamentales, que para fines de estabilización monetaria, el gobierno federal se ha visto obligado a realizar.

Si bien la reforma financiera logró el objetivo de modernizar el sector financiero, al permitir la constitución de agrupaciones financieras, la creación de un mercado intermediario de valores, la expansión de las actividades de las instituciones de crédito, el fortalecimiento de uniones de crédito, el desarrollo de nuevos instrumentos de inversión; no obstante, ello no se tradujo en menores tasas de interés, mayor eficiencia bancaria. Por el contrario, hoy en día el sistema financiero ha dejado de cumplir su función fundamental de intermediación.

En consecuencia, las políticas económicas de desregulación económica, han fracasado en su intento de modernizar la economía mexicana al insertarla dentro de la globalización económica mundial, bajo la lógica de que a mayor competencia menores costos.

En este sentido, prácticamente el 95.7% de las empresas mexicanas que son microempresas; es decir, que son empresas que no cuentan con el capital ni la maquinaria y el equipo necesarios para realizar una producción a gran escala, las

han colocado en desventaja frente a los márgenes de calidad internacionales requeridos para competir con la producción de los países desarrollados, quienes además apoyan a las pequeñas y medianas empresas con políticas de industrialización y financiamiento claramente definidas.

Ante este panorama, es urgente el restablecimiento de un nuevo marco regulatorio, que permita reactivar una senda de crecimiento estable y sostenido.

A N E X O

E S T A D Í S T I C O

Cuadro 1
Instituciones del sistema bancario

% del total de recursos *	Número de instituciones bancarias				
	1950	1960	1970	1975	1979
20%	1	1	1	1	1
40%	4	3	2	2	2
60%	14	7	5	4	4
75%	42	26	18	10	6
85%	-	-	-	21	12
Total	248	244	240	139	100

* o proporción mayor de estos

Fuente: González Méndez, Hector, *Algunos aspectos de la concentración en el sistema financiero mexicano*, en: "Serie de documentos de investigación", Banco de México, no. 34, marzo de 1981.

Cuadro 2

Distribución de créditos entre acreditados y por tamaño de bancos
millones de pesos
1979

	De .101 a 5		De 5.001 a 50		Más de 50	
	A %	B %	A %	B %	A %	B %
I. Dos bancos (los más grandes)	95.5	31.95	4.0	25.6	0.5	42.45
II. Dos bancos	95.2	29.1	4.2	26.2	0.6	44.65
III. Dos bancos	89.2	11.0	8.9	26.5	1.8	62.5
IV. Cuatro bancos	95.7	41.6	3.9	37.5	0.35	20.92
V. Cuatro bancos	94.6	45.3	5.2	38.9	0.2	15.7
VI. Diez bancos	94.9	49.2	4.8	37.4	0.3	13.4
VII. Seis bancos (los más pequeños)	92.73	51.06	6.8	40.9	0.4	8.04
CONSOLIDADO	95.2	32.4	4.4	29.0	0.4	38.06

Notas:

A - Usuarios

B - Crédito

* Los bancos que integran los grupos están ordenados del mayor al menos tamaño

Fuente: González Martínez Héctor, *Ibidem*.

Distribución Regional Per Capita de la Captación y el financiamiento de la Banca Privada y Mixta

(Moneda nacional y moneda extranjera)

Per cápita nacional (miles de \$)	1950		1955		1960		1965		1970		1975		1978	
	Captado	Financiado	Captado	Financiado	Captado	Financiado	Captado	Financiado	Captado	Financiado	Captado	Financiado	Captado	Financiado
Distribución de peso per cápita captado a nivel nacional	1.00	0.69	1.00	0.75	1.00	0.77	1.00	0.86	1.00	0.72	1.00	0.60	1.00	0.57
	DESVIACIONES RESPECTO DE LA MEDIA NACIONAL PER CAPITA													
REGION I	1.462	1.326	1.978	1.345	1.615	0.912	1.682	0.738	1.695	0.632	1.859	0.602	1.577	0.736
REGION II	1.441	1.173	1.479	1.408	1.281	1.448	1.259	1.195	1.265	1.268	1.138	1.050	1.162	0.715
REGION III	0.738	0.465	0.718	0.413	0.778	0.376	0.819	0.344	0.779	0.281	0.805	0.259	0.812	0.329
REGION IV	0.317	0.180	0.297	0.139	0.397	0.161	0.412	0.143	0.510	0.172	0.529	0.188	0.600	0.234
REGION V	0.399	0.267	0.503	0.253	0.502	0.242	0.663	0.278	0.795	0.319	0.846	0.325	0.875	0.380
REGION VI	0.329	0.239	0.298	0.200	0.377	0.183	0.417	0.157	0.458	0.159	0.474	0.133	0.511	0.192
REGION VII	3.109	1.796	2.515	2.121	2.740	2.715	2.409	2.263	2.114	2.788	1.892	2.138	1.941	1.803
REGION VIII	0.201	0.112	0.203	0.106	0.306	0.140	0.336	0.141	0.379	0.129	0.453	0.134	0.519	0.176
Desviación estándar	0.988	0.642	0.880	0.767	0.846	0.911	0.736	0.746	0.633	0.920	0.567	0.693	0.524	0.544

Nota: Todas las cifras del cuadro se expresan por la diferente densidad demográfica de las regiones en cuestión.

Fuente: González Martínez-Medior. Ibidem.

Cuadro 5

Tasa de crecimiento media anual de los pasivos, por moneda e instrumentos
(Flujos deflactados en el índice del precio del productor)
(1961-1978)

PERIODO	TOTAL			POR INSTRUMENTOS					
	O. T.	M. N.	M. E.	P. M.	I. A.	O. D.	O. P.	C. R.	R.
1961/78	14%	16%	7%	17%	12%	16%	10%	4%	
1961/71	14%	17%	4%	11%	18%	15%	5%	12%	
1972/78	6%	5%	25%	9%	6%	5%	23%	-6%	

Participación de los pasivos, por moneda, instrumentos
(Flujos deflactados en el índice del precio del productor)

PERIODO	TOTAL			POR INSTRUMENTOS					
	O. T.	M. N.	M. E.	P. M.	I. A.	O. D.	O. P.	C. R.	R.
1961/78	100%	74%	26%	18%	24%	48%	7%	3%	
1961/71	100%	88%	12%	20%	37%	32%	6%	6%	
1972/78	100%	68%	32%	18%	18%	56%	7%	2%	

O. T. Obligaciones Totales
M. N. Moneda Nacional
M. E. Moneda Extranjera
P. M. Pasivo Monetario
I. A. Instrumentos de Ahorro
O. D. Obligaciones Diversas
O. P. Otros Pasivos
C. R. R. Capital, Reservas, Resultados

Fuente: Anexo Estadístico. Ibidem.

Cuadro 5.1

Participación de los pasivos en el total, por moneda, banca e instrumentos
(Precios constantes)
(1961-1978)

PERIODO	Total	Banco de México						Obligaciones Diversas			Otros*
		M. N.	M. E.	P. M.	Instrumentos de ahorro		Total	M. N.	M. E.		
					Total	M. N.				M. E.	
1961/78	100%	80.6%	19.4%	11.7%	18.3%	0.7%	5.2%	4.6%	0.7%	1.9%	
1961/71	100%	82.2%	17.8%	14.0%	16.0%	0.5%	0.8%	0.3%	0.5%	1.7%	
1972/78	100%	79.4%	20.6%	10.0%	19.9%	0.8%	8.5%	7.7%	0.8%	2.1%	

Banca de Desarrollo

PERIODO	Total	Banco de México						Obligaciones Diversas			Otros*
		M. N.	M. E.	P. M.	Instrumentos de ahorro		Total	M. N.	M. E.		
					Total	M. N.				M. E.	
1961/78	30.5%	15.8%	14.7%	0.2%	5.0%	0.9%	18.9%	5.1%	13.8%	5.4%	
1961/71	30.1%	17.1%	13.0%	0.2%	5.8%	1.0%	16.5%	4.5%	12.0%	6.3%	
1972/78	30.8%	14.8%	16.0%	0.2%	4.5%	0.9%	20.7%	5.6%	15.1%	4.7%	

Fuente: Ibidem

Cuadro 6
 Tipo de cambio, inflación y tasa de interés en México
 (1970-1985)
 (deflactado con el índice de precios al productor)
 1960=100

AÑO	TIPO DE CAMBIO	INFLACION	TASA DE INTERÉS PASIVA REAL
1970	12.5	6%	4%
1971	12.5	3%	6%
1972	12.5	6%	2%
1973	12.5	17%	-6%
1974	12.5	33%	-17%
1975	12.5	14%	-3%
1976	15.4	14%	-3%
1977	22.6	32%	16%
1978	22.8	18%	-7%
1979	22.8	23%	-6%
1980	23.0	21%	1%
1981	24.5	28%	2%
1982	57.2	59%	-8%
1983	150.3	102%	-21%
1984	185.2	65%	-10%
1985	310.3	58%	3%

Fuente: Elaborado con datos del cuadro 1anexo estadístico, Ibidem.

Cuadro 7
Tasa de crecimiento según agentes
(deflactado con el índice de precios de la FBKF)

PERIODOS	FBKF (1)	FBKF (1) PRIVADA	FBKF (1) PÚBLICA	FBKF GOB. FED.	FBKF OD Y EGF*	FBKF (2) EMPRESAS
1961/94	5.9%	6.5%	4.3%	3.8%	4.5%	6.1%
1961/71	8.2%	9.2%	5.8%	9.6%	3.3%	8.0%
1972/82	6.9%	4.5%	10.8%	3.5%	16.4%	7.5%
1983/87	1.6%	7.8%	-8.4%	-11.1%	-7.7%	2.7%
1988/94	8.1%	9.1%	4.5%	14.2%	2.0%	7.8%

Fuente: Ibidem.

Cuadro 8
participación de los pasivos por bancos y moneda
(en porcentaje, flujos con base en precios constantes)
1980=100

	1961-71	1972-78	1978-82
Obligaciones totales	100	100	100
Moneda Nacional	88	67	64
Moneda Extranjera	12	32	36
Banca Comercial	61	39	43
Moneda Nacional	59	31	30
Moneda Extranjera	1	8	13
Banca de Desarrollo	27	33	31
Moneda Nacional	17	9	10
Moneda Extranjera	11	23	21

* No incluye el Banco de México, lo cual implica que al nivel de instituciones las obligaciones no sumen 100.

Fuente: Ibidem, pág. 197

Participación de los pasivos en el total, por moneda, banca e instrumentos

(Precios constantes)

(1961-1978)

PERIODO	Banco de México											
	Total	M. N.		M. E.	P. M.	Instrumentos de ahorro			Obligaciones Diversas			Otros*
		M. N.	M. E.	Total		M. N.	M. E.	Total	M. N.	M. E.		
1961/78	100%	80.6%	19.4%	11.7%	18.9%	18.3%	0.7%	5.2%	4.6%	0.7%	1.9%	
1961/71	100%	82.2%	17.8%	14.0%	16.6%	16.0%	0.5%	0.8%	0.3%	0.5%	1.7%	
1972/78	100%	79.4%	20.6%	10.0%	20.6%	19.9%	0.8%	8.5%	7.7%	0.8%	2.1%	

Banca de Desarrollo

PERIODO	Banco de México											
	Total	M. N.		M. E.	P. M.	Instrumentos de ahorro			Obligaciones Diversas			Otros*
		M. N.	M. E.	Total		M. N.	M. E.	Total	M. N.	M. E.		
1961/78	30.5%	15.8%	14.7%	0.2%	6.0%	5.0%	0.9%	18.9%	5.1%	13.8%	5.4%	
1961/71	30.1%	17.1%	13.0%	0.2%	6.8%	5.8%	1.0%	16.5%	4.5%	12.0%	6.3%	
1972/78	30.8%	14.8%	16.0%	0.2%	5.4%	4.5%	0.9%	20.7%	5.6%	15.1%	4.7%	

Banca Privada y Mixta

PERIODO	Banco de México											
	Total	M. N.		M. E.	P. M.	Instrumentos de ahorro			Obligaciones Diversas			Otros*
		M. N.	M. E.	Total		M. N.	M. E.	Total	M. N.	M. E.		
1961/78	50.6%	46.6%	4.0%	11.5%	20.6%	18.4%	2.2%	13.2%	11.4%	1.8%	5.2%	
1961/71	53.3%	49.1%	4.3%	13.5%	20.5%	18.6%	1.9%	12.8%	10.5%	2.3%	6.5%	
1972/78	48.5%	44.7%	3.8%	10.1%	20.7%	18.3%	2.4%	13.5%	12.0%	1.4%	4.3%	

Captación de instituciones privadas

PERIODO	TOTAL	BANCOS	BANCOS	INST.	BANCOS	OTROS BANCOS	CAPITAL
	M. N.	DEPÓSITOS	AHORRO	FINAN.	HIPOT.	PRIVADOS	
1961/78	100%	29.5%	9.8%	45.0%	12.4%	0.7%	2.7%
1961/71	100%	24.2%	8.6%	49.8%	13.5%	0.9%	3.0%
1972/78	100%	35.0%	11.0%	39.9%	11.2%	0.4%	2.4%

Incluye otros pasivos y capital, reserva y resultados

Fuente: Ibidem

Cuadro 10

Tasa de crecimiento de los agregados monetarios
(variables deflactadas con el índice de precios al productor)

PERIODOS	AGREGADOS MONETARIOS			BILLETES, MONEDAS Y CUENTAS DE CHEQUES			INSTRUM. BANCARIOS DE C. P. MAS ACEPTACIONES BANCARIAS			INSTRUM. NO BANCARIOS CORTO PLAZO			INSTRUM. BAN. Y NO BANCARIOS DE LARGO PLAZO		
	TOTAL	TOTALES		TOTAL	M. N.		TOTAL	M. N.		TOTAL	M. N.		TOTAL	M. N.	
		M. N.	M. E.		M. N.	M. E.		M. N.	M. E.		M. N.	M. E.		M. N.	M. E.
1961/94	11%	1%	24%	5%	1%	-209%	10%	9%	14%						
1961/71	16%	17%	18%	13%	11%	-3%	17%	18%	3%						
1972/82	19%	20%	45%	13%	14%	22%	19%	21%	36%						
1983/87	17%	13%	139%	14%	11%	83%	12%	8%	51%	53%	49%	20%	16%	34%	44%
1988/94	6%	-34%	27%	-17%	-33%	76%	13%	7%	38%	-1%	24%	38%	23%	38%	59%

Composicion de los agregados monetarios

PERIODOS	AGREGADOS MONETARIOS			BILLETES, MONEDAS Y CUENTAS DE CHEQUES			INSTRUM. BANCARIOS DE C. P. MAS ACEPTACIONES BANCARIAS			INSTRUM. NO BANCARIOS CORTO PLAZO			INSTRUM. BAN. Y NO BANCARIOS DE LARGO PLAZO		
	TOTAL	TOTALES		TOTAL	M. N.		TOTAL	M. N.		TOTAL	M. N.		TOTAL	M. N.	
		M. N.	M. E.		M. N.	M. E.		M. N.	M. E.		M. N.	M. E.			
1961/94	100%	86%	14%	23%	22%	1%	52%	46%	6%	12%	7%	5%	12%	11%	2%
1961/71	100%	99%	1%	26%	26%	0%	74%	73%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
1972/82	100%	80%	10%	32%	31%	1%	58%	50%	8%	5%	5%	0%	5%	4%	1%
1983/87	100%	93%	7%	18%	16%	1%	59%	56%	3%	11%	11%	1%	13%	10%	2%
1988/94	100%	75%	25%	22%	21%	1%	38%	31%	8%	20%	7%	13%	20%	17%	3%

Fuente: Ibidem

Tasas de crecimiento anual de los pasivos, por plazos y por tipo de bancos

(variables deflactadas con el índice de precios al productor⁹)

(1978/94)

	1978/94	1978/82	19783/87	1988/94
Instrumentos de ahorro	8%	30%	12%	27%
Instrumentos líquidos	21%	42%	27%	28%
No líquidos	4%	24%	11%	8%
30-365 días	2%	48%	7%	-8%
360-535 días	-10%	-63%	-85%	122%
540 o más días	-	-	88%	73%
Banca de Desarrollo	3%	24%	7%	2%
Instrumentos líquidos	-4%	32%	-1%	-38%
No líquidos	5%	20%	10%	8%
30-365 días	-16%	42%	-3%	-47%
360-535 días	-9	-73%	-86%	-
540 o más días	-	-	50%	160%
Banca Comercial	9%	31%	13%	21%
Instrumentos líquidos	18%	14%	55%	111%
No líquidos	3%	24%	11%	8%
30-365 días	3%	48%	8%	-6%
360-535 días	-10	-62%	-84%	117%
540 o más días	-	-	-	-

* No incluye el Banco de México, lo cual implica que al nivel de instituciones las obligaciones no sumen 100.

Participación de los diversos pasivos por plazos y bancos en el total

	1978/94	1978/82	19783/87	1988/94
Instrumentos de ahorro	100%	100%	100%	100%
Instrumentos líquidos	29%	17%	10%	55%
No líquidos	71%	83%	90%	45%
30-365 días	55%	59%	89%	20%
360-535 días	5%	17%	-2%	4%
540 o más días	11	6%	3%	21%
Banca de Desarrollo	10%	13%	13%	6%
Instrumentos líquidos	3%	5%	3%	1%
No líquidos	8%	9%	11%	4%
30-365 días	4%	5%	8%	-1%
360-535 días	1%	2%	0%	1%
540 o más días	3%	2%	3%	5%
Banca Comercial	90%	87%	87%	94%
Instrumentos líquidos	26%	13%	7%	53%
No líquidos	63%	74%	79%	41%
30-365 días	52%	54%	81%	22%
360-535 días	4%	15%	-2%	3%
540 o más días	-	-	-	-

Cuadro 12
Estructura de rendimientos de diverso instrumento financieros

AÑO	TASA DE INTERÉS 90-170 DIAS	CETES 90 DIAS	I P y C		I P y C	
			NOMINALES	RENDIMIENTO	REALES	RENDIMIENTO
1983	54.7	53.9	2451.9	224.4	42.7	100.4
1984	44.9	49.3	4213.7	71.9	44.2	3.5
1985	70.4	74.8	11444.5	171.6	74.8	69.2
1986	95.3	106.0	47101.0	311.6	153.0	104.4
1987	112.8	131.0	105670.0	124.3	132.7	-13.8

IP y CN: Índice de precios y cotizaciones en términos nominales
 IP y CR: Índice de precios y cotizaciones en términos reales, con base 1978
 Fuente: Ibidem.

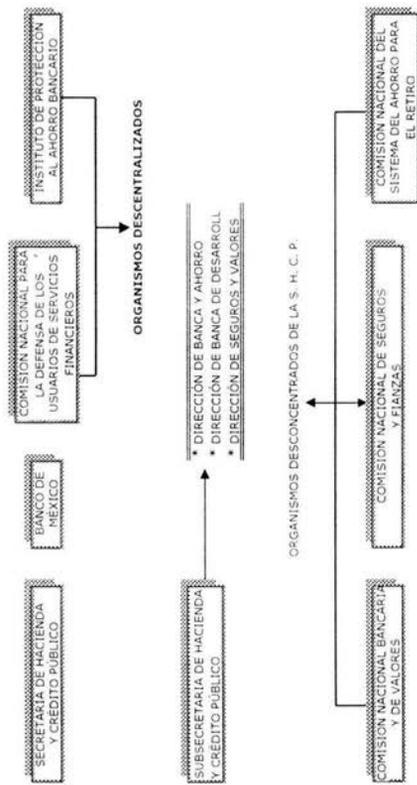
Cuadro 13
Penetración Financiera

AÑO	SECTOR BURSÁTIL	SECTOR BANCARIO	SECTOR FINANCIERO
1983	3.0	27.3	30.3
1984	43.7	27.7	31.5
1985	4.6	25.0	29.7
1986	8.3	29.0	37.2
1987	10.7	29.7	40.3

Fuente: Ibidem

ESTRUCTURA ACTUAL DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

AUTORIDADES REGULADORAS



INSTITUCIONES FINANCIERAS

GRUPOS FINANCIEROS	INSTITUCIONES DE CRÉDITO	MERCADO DE VALORES	OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS
1. COMPANÍAS TENDRIERAS	10. BANCOS COMERCIALES (S.D.E.F.I.) ¹ Y SUS FILIALES	24. CASAS DE BOLSA ²	41. COMPANÍAS DE SEGUROS
	11. BANCOS DE FIANZAS ³	42. SOCIEDADES DE INVERSIÓN	26. ADMINISTRACIONES DE DEPÓSITOS ⁴
	12. BANCOS DE FOMENTO	43. SOCIEDADES DE INVERSIÓN EN FONDOS PARA EL RETIRO	31. AGENCIAS FINANCIERAS ⁵
			12. SOCIEDADES DE AHORRO Y PRESTAMO
			23. SOCIEDADES DE CRÉDITO LIMITADAS ⁶
			44. UNIONES DE CRÉDITO
			21. COMPANÍAS DE FIANZAS ⁵
			30. CASAS DE CAMBIO ⁶
			27. EMPRESAS DE FACTORAE ⁷
			2. BANCOS DE CRÉDITO

1. De los cuales 11 están autorizados por la CNBV.
 2. De los cuales 2 están autorizados por la CNBV.
 3. De los cuales 1 está autorizado por la CNBV.
 4. De los cuales 2 están autorizados por la CNBV.
 5. De los cuales 1 está autorizado por la CNBV.
 6. De los cuales 1 está autorizado por la CNBV.
 7. De los cuales 1 está autorizado por la CNBV.

FUSIONES DEL SISTEMA BANCARIO MEXICANO

BANCO SANTANDER MEXICANO, S. A.

- * BANCO MEXICANO SOMEX, S. N. C.
- * BANCO MEXICANO DEL NORESTE, S. A.
- * BANCA SERFIN, S. A.
Banco de Londres y México, S. A.
Banco Industrial del Norte, S. A.
Banco Longoria, S. A.
Financiera Crédito de Monterrey, S. A.
Financiera Aceptaciones, S. A.
Almacenes y Silos, S. A.

BANCO MERCANTIL DEL NORTE, S. A.

- * BANCO MERCANTIL DE MONTERREY, S. A.
- * BANCO REGIONAL DEL NORTE, S. A.
- * FINANCIERA INDUSTRIAL, S. A.
- * FINANCIERA MERCANTIL DE MONTERREY, S. A.
- * BANCO HIPOTECARIO, S. A.
- * HIPOTECARIA MONTERREY, S. A.
- * BANCO DEL CENTRO
- * BANPAIS, S. A.
Banco de Nuevo León, S. A.
Crédito Industrial y Comercial, S. A.
Financiera Crenormes, S. A.
Financiera del Norte, S. A.
Financiera Fronteriza, S. A.
Almacensadora Banpais, S. A.
Banco Latino, S. A.

CITIBANK, S. A.

- * BANCA CONFÍA, S. N. C.
- * BANCO DE INDUSTRIA Y COMERCIO, S. A.
- * FINANCIERA GENERAL DE MONTERREY, S. A.
- * BANCO NACIONAL DE MÉXICO, S. A. (BANAME)
Banco Nacional de México, S. N. C.
Banco Nacional Mexicano, S. A.
Banco Mercantil Mexicano, S. A.

SCOTIA BANK

- * GRUPO FINANCIERO INVERLAT, S. A.
- * MULTIBANCO COMERMEX, S. N. C.
- * BANCO COMERCIAL MEXICANO DE MONTERREY, S. A.

BANCA AFIRME, S. A.

- * BANCO OBRERO

BANOBRAS, S. N. C.

- * BANCO NACIONAL URBANO, S. A.

BBVA BANCOMER, S. A.

- * BANCA CREMI, S. A.
- * BANCO DE ORIENTE, S. A.
- * MULTIBANCO MERCANTIL PROBURSA, S. A.
- * MULTIBANCO MERCANTIL DE MÉXICO, S. N. C.
Financiera y Fiduciaria de Monterrey, S. A.
Banco Capitalizador de Monterrey, S. A.
- * BANCOMER, S. A.
Bancomer, S. N. C.
Banco de Comercio de la Cd. de Monterrey, S. A.
Banco de Monterrey, S. A.
Banco de Nuevo León, S. A.
Arrendadora Monterrey

* BANCA PROMEX - UNIÓN

- Banco BCH, S. N. C.
- Banco de Cédulas Hipotecarias, S. A.

BANCO INTERNACIONAL, S. A. (BITAL)

- * BANCO INTERNACIONAL, S. N. C.
- * BANCO DEL ATLÁNTICO, S. A.
Banco del Atlántico, S. N. C.
Banco de Monterrey, S. A.
Sociedad General de Crédito, S. A.
Banco Internacional Inmobiliario, S. A.
Banco Comercial de Monterrey, S. A.
Casa Bancaria de Don Ramón Elizondo

FIANZAS MONTERREY, S. A.

- * AFIANZADORA SERFIN, S. A.

BIBLIOGRAFÍA

- A. A. V. V. "La banca en la encrucijada", *Economía Informa*, n. 280, UNAM-Facultad de Economía, Agosto/Septiembre 1999.
- Aspe Armella, Pedro. *El camino mexicano de la transformación económica*, Editorial F. C. E., México 1993.
- Basave Kunhardt, Jorge (coord.). *Empresas Mexicanas ante la globalización*, UNAM-IIE-DGAPA, México 2000.
- Borja Martínez, Francisco. *El nuevo sistema financiero mexicano*, Editorial F. C. E., México 1992.
- Chick, Victoria. *La macroeconomía según Keynes*, Alianza Editorial, Madrid, 1990.
- Correa, Eugenia. *Crisis y desregulación financiera*, siglo XXI editores, UNAM-IIE, México, 1998.
- Correa, Eugenia. "Reorganización de la intermediación financiera 1989-1993", *Comercio exterior*, vol. 44, no. 12, enero de 1994.
- Correa, Eugenia y Girón Alicia (comps.). *Crisis y futuro de la banca en México*, UNAM-IIE/Miguel Angel Porrúa, México 2002.
- Del Cueto Legaspi, Roberto. "IV Simposium financiero intrnacional del IMEF", *El mercado de valores*, no. 15, agosto de 1992, p.p. 8-18
- Ffrench Davis, Ricardo y Tironi Ernesto (comps.). *Hacia un nuevo orden económico mundial*, Editorial F. C. E., México 1986.
- Garegnani P. "Notas sobre el consumo, inversión y demanda efectiva", *El trimestre económico*, vol. XLIV (3), n. 175, Editorial Fondo de Cultura Económica, julio/septiembre 1977.
- Gelos, Gastón. "La inversión fija en México desde 1982: una revisión selectiva", *Gaceta de economía*, año 5, núm. 9, pp. 95-130.
- Girón, Alicia, Ortiz Edgar y Correa Eugenia (comps.). *Integración Financiera y TLC (retos y perspectivas)*, Editorial Siglo XXI/UNAM-IIE, México 1995.
- González Méndez, Héctor E. *Algunos aspectos sobre la concentración en el sistema financiero mexicano*, Documento No. 34, Banco de México, Subdirección de investigación económica, Serie de documentos de investigación, marzo de 1981.
- González Méndez, Héctor E. *Comportamiento de la captación bancaria en México*, Documento No. 20, Banco de México, Subdirección de investigación económica, Serie de documentos de investigación, mayo de 1980.

- González Méndez, Héctor E. *Comportamiento regional de la captación y crédito de la banca privada y mixta en México*, Documento No. 46, Banco de México, Subdirección de investigación económica, Serie de documentos de investigación, abril de 1982.
- González Méndez, Héctor E. *Distribución regional de la captación y el financiamiento de la banca privada y mixta:1950-1980*, Documento No. 45, Banco de México, Subdirección de investigación económica, Serie de documentos de investigación, marzo de 1982.
- Guillén Romo, Héctor. *El sexenio de crecimiento cero (México 1982-1988)*, Ediciones era, México 1994.
- Harris, Laurence. *Teoría Monetaria*, Editorial F. C. E., México 1985.
- Huerta G., Arturo. *La política neoliberal de estabilización económica en México (Límites y alternativas)*, Editorial Diana, México, 1994.
- Ibarra Consejo, Jorge. *Producto, empleo, distribución y ganancias (un enfoque poskeynesiano de corto plazo)*, UNAM-Facultad de Economía, México 2000.
- Ibarra, David. "Algunas experiencias devaluatorias", *Comercio Exterior*, marzo de 1995, p.p. 276-286.
- Ize, Alain. "Un modelo financiero de desequilibrio a corto plazo para la economía mexicana", *El trimestre económico*, vol. XLVIII (1), n. 189, Editorial Fondo de Cultura Económica, enero/marzo 1981.
- Ize, Alain. *Una nota sobre la evolución de la estructura de ingresos y gastos bancarios:1966-1979*, Documento No. 39, Banco de México, Subdirección de investigación económica, Serie de documentos de investigación, octubre 1981.
- Leroy Miller, Roger y W. Pulsinelli Robert. *Moneda y banca*, Editorial Mc Graw Hill, 2ª. edición, Colombia 1993.
- Levy Orlik, Noemi. *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión, México 1960-1994*, UNAM-Facultad de Economía-DGAPA/Universidad "Benito Juárez" Oaxaca. México, 2001.
- Levy Orlik, Noemi. "Desregulación financiera: efecto en el comportamiento de la inversión y su financiamiento en México", *El trimestre económico*, vol. 30, n. 119, UNAM-IIE, octubre/diciembre 1999.
- López González, Teresa. *Fragilidad financiera y crecimiento económico en México*, UNAM-ENEP Acatlán/Plaza y Valdez Editores, México 2001.
- Mansell Cartens, Catherine. *Las nuevas finanzas en México*, Editorial milenio/IMEF/ITAM, México 1994.

- Mansell, Cartens, Catherine. "Servicios Financieros, desarrollo económico y reforma en México", *Comercio Exterior*, enero de 1995, p.p. 3-11.
- Mares A., Marco. "Empresas mexicanas: su secreto", *Mundo Ejecutivo*, vol. XL, n. 281, p. p. 24-32, septiembre 2002.
- Murillo Garza, José Antonio. *Interacción de la política monetaria del banco central y de la política crediticia de la banca: El caso de México: 1994-1995*, Documento No. 9507, Banco de México, Subdirección de investigación económica, Serie de documentos de investigación, agosto de 1995.
- Naranjo González, Mauricio. *Riesgo sistémico y regulación del sistema financiero*, Documento No. 9509, Banco de México, Subdirección de investigación económica, Serie de documentos de investigación, septiembre de 1995.
- Nuñez Estrada, Héctor R. *Gestión y estrategia (edición internet)*, "Las reformas al sistema financiero mexicano en el inicio del gobierno de Clinton. Modificaciones requeridas para la aprobación y puesta en práctica del TLC", UAM-Azcapotzalco, no. 3.
- Ortiz, Guillermo y L. Solís. *Estructura financiera y experiencia cambiaria en México: 1954-1977*, Documento No. 1, Banco de México, Subdirección de investigación económica, Serie de documentos de investigación, enero de 1978.
- Quijano, J. Manuel y Cardeo, R. Ma. Elena. *La banca. Pasado y presente*, "Expansión y estrangulamiento financiero 1979-1981", CIDE, México 1981.
- Ros, Jaime. *La crisis de la deuda en América Latina*. "Del auge petrolero a la crisis de la deuda. Un análisis de la Política Económica en el periodo 1978-1985", Siglo XXI Editores, pp. 69-109.
- SHCP. "Balance económico de la administración 1994-2000", *México: Boletín económico quincenal*, No. 22, noviembre de 2000.
- Subdirección de Comunicación de la Bolsa Mexicana de Valores. "Financiamiento bursátil al sector privado", *El mercado de valores*, noviembre de 1996.
- Yesin Toledo, Rubén. *Estructura de mercado, comportamiento y políticas de la banca privada y mixta mexicana, 1970-1980*, Documento No. 52, Banco de México, Subdirección de investigación económica, Serie de documentos de investigación, noviembre de 1980.

Fuentes estadísticas

Banco de México

Informe anual, varios años.
Indicadores económicos, varios años.
Agregados monetarios y financieros, varios años.

Bolsa Mexicana de Valores

Anuario Bursátil, varios años.

INEGI

Estadísticas económicas, varios años.
Indicadores monetarios y bursátiles, varios años.

Secretaría de Economía

Dirección General de Investigación Extranjera
Inversión extranjera directa, varios años.

Fuentes electrónicas

Núñez Estrada, Héctor R. "La gestión del ahorro. El financiamiento en México. Tendencias para fines de siglo. Fuente electrónica UAM-Azcapotzalco.

Rodríguez V., Carlos. Fuentes de financiamiento empresarial, Serie Unamosapuntes, Fuente electrónica, www.unamosapuntes.com.mx