



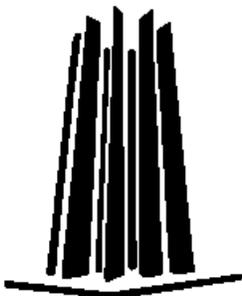
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO  
FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES  
"ARAGÓN"

**"Evolución de la Banca Comercial  
en México" (1995-2005).**

Tesis que presenta la Lic. **Yadira Rodríguez Pérez**  
Para obtener el grado de maestro en economía.

**Asesor:**

**Mtro. José Luis Martínez Marca**



México, 2006



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.

## AGRADECIMIENTOS

En primer lugar agradezco a mis padres por haberme brindado la oportunidad de concluir mis estudios profesionales; les doy las gracias por todo el apoyo, los esfuerzos y sacrificios que han realizado para ayudarme a consolidar, una de mis más grandes aspiraciones. También agradezco a mis hermanos la paciencia y apoyo que me han dado.

De igual forma quiero agradecer a mi asesor de tesis la ayuda, apoyo y confianza que me brindó en todo momento para lograr la consolidación de mi proyecto de investigación.

Sin olvidar a aquellas personas que siempre estuvieron a mi lado ofreciéndome su amistad, su confianza y sobre todo su apoyo en los buenos y malos momentos. Por esta razón agradezco a Luis, Verónica, Laura, Elias, e Israel.

Finalmente quiero agradecer a todas aquellas personas que de una u otra forma ayudaron en la consolidación de este proyecto de investigación.

## AGRADECIMIENTO ESPECIAL

Agradezco al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACyT) por haberme otorgado una beca en mis estudios de maestría, ya que me permitió consolidar tanto mis estudios como mi proyecto de investigación.

Es importante mencionar que sin el apoyo de la beca de CONACyT, no hubiese podido dedicarme como estudiante de tiempo completo. El hecho de contar con una beca me permitió tanto asistir a conferencias, coloquios y seminarios como poder comprar material bibliográfico. Lo anterior se constituyó como un elemento importante que enriqueció y reforzó los conocimientos adquiridos en las aulas de clase.

Finalmente quiero agradecer al CONACyT por estar comprometido con la formación de profesionistas, debido a que ello se constituye como un pilar importante para alcanzar un desarrollo económico y con ello mejores condiciones de vida para la población.

## **AGRADECIMIENTO ESPECIAL**

Agradezco a la Universidad Nacional Autónoma de México, el haberme abierto sus puertas, ya que me permitió consolidar un peldaño más de mi vida profesional, brindándome la oportunidad de realizar mis estudios de maestría con una beca complementaria que coadyuvo con el término tanto de mis estudios de maestría como de mi proyecto de investigación.

De igual forma es para mí un orgullo el haber conocido durante el transcurso de mis estudios de maestría a profesores brillantes que forjaron en mí ese espíritu crítico y reflexivo, que es característico de todos los universitarios.

<b>Introducción</b>	6
<i>Primera parte:</i>	
<i>Fundamentación teórica: la política monetaria y la banca comercial en el proceso de ahorro e inversión.</i>	
<b>Capítulo I. La Banca comercial en el proceso de ahorro e inversión</b>	9
<b>1. Visión ortodoxa</b>	10
1.1 Determinantes del ahorro y de la inversión	10
1.2 Teoría ortodoxa de la tasa de interés.	12
1.3 Propiedades del dinero y el papel de los intermediarios financieros en el financiamiento de la inversión	14
<b>2. Visión Keynesiana y Poskeynesiana</b>	15
2.1 Keynes	
2.1.1 Propiedades del dinero	15
2.1.2 Determinantes del ahorro y la inversión	17
2.1.3 Teoría general de la tasas de interés	20
2.2 Poskeynesianos	22
2.2.1 Horizontalistas	23
2.2.1.1 La naturaleza del dinero	24
2.2.1.2 Dinero, Crédito y funcionamiento de una economía monetaria	26
a) Demanda de crédito y banca comercial	26
b) Banco central y banca comercial	28
c) Captación de ahorro y empresas	28
2.2.1.3 Críticas a la corriente teórica horizontalista	31
2.2.2 Estructuralistas	35
2.2.2.1 La naturaleza del dinero	36
2.2.2.2 La falta de acomodación del Banco Central	37
2.2.2.3 La relación entre préstamos bancarios y tasa de interés de préstamos (liquidez de los bancos)	38
2.2.2.4 La relación entre la razón de apalancamiento de las empresas y la tasa de interés de préstamos (liquidez de las empresas)	41
2.2.2.5 Críticas de los horizontalistas a la posición estructuralista.	42
2.3 El papel de los intermediarios financieros en el proceso de financiamiento- fondeo de la inversión.	44
<b>Capítulo II. Política monetaria y Banca comercial</b>	49
<b>1. Elementos para la instrumentación de la política monetaria</b>	
1.1 <i>Objetivos e instrumentos</i>	49
1.2 <i>Administración de la política monetaria: discrecionalidad o establecimiento de reglas</i>	53
1.3 <i>Mecanismo de transmisión de la política monetaria</i>	54
1.3.1 Instrumentación de la política monetaria	56
1.3.2 Etapas del mecanismo de transmisión de la política monetaria	
1.3.2.1 Primera etapa	58
1.3.2.2 Segunda etapa	58
a) Canal tradicional de la tasa de interés	58
b) Canal del tipo de cambio	59
c) Canal del precio de los activos	60
d) Canal del crédito	61
e) Canal del efecto ingreso y riqueza	61
1.3.2.3 Tercera etapa	62
<b>2. Globalización financiera y su impacto en el funcionamiento de la política monetaria y de la banca comercial de los países en desarrollo</b>	62
2.1 <i>La globalización financiera y los cambios en el entorno económico.</i>	63
2.2 <i>Impacto de la globalización financiera en la instrumentación de la política monetaria de países en desarrollo</i>	66
2.3 <i>Impacto de la globalización financiera en el funcionamiento de las instituciones financieras</i>	71
a) Mecanismo de financiamiento-fondeo en un mercado financiero regulado “etapa pre Bretton Woods”.	72
b) Mecanismo de financiamiento-fondeo en un mercado financiero desregulado, “etapa post Bretton Woods”	73

2. Globalización financiera y su impacto en el funcionamiento de la política monetaria y de la banca comercial de los países en desarrollo	62
2.1 La globalización financiera y los cambios en el entorno económico.	63
2.2 Impacto de la globalización financiera en la instrumentación de la política monetaria de países en desarrollo	66
2.3 Impacto de la globalización financiera en el funcionamiento de las instituciones financieras	71
a) Mecanismo de financiamiento-fondeo en un mercado financiero regulado "etapa pre Bretton Woods".	72
b) Mecanismo de financiamiento-fondeo en un mercado financiero desregulado, "etapa post Bretton Woods"	73

*Segunda Parte:*

*Política monetaria, proceso de financiamiento-fondeo de la inversión, margen de intermediación y concentración bancaria: el financiamiento de la banca comercial en México, 1995-2005.*

<b>Capítulo III. Nacionalización y reprivatización de la banca comercial: política monetaria, concentración bancario y su impacto en el proceso de financiamiento- fondeo de la inversión en México, 1983-1994</b>	<b>77</b>
1. Políticas de liberalización: Reforma financiera y cambios en la política económica	77
1.1 Nacionalización de la banca	78
1.2 Desregulación financiera y reprivatización de los bancos	80
1.3 Reformas institucionales del mercado de valores	81
1.4 Liberalización comercial y ajuste patrimonial del gobierno	83
1.5 Autonomía del banco central	84
2. Política monetaria	85
2.1 El impacto de las reformas financieras en la Instrumentación de la política monetaria	85
2.1.1 Política monetaria, 1982-1987	87
2.1.2 Política monetaria, 1988-1994	89
2.2 Mecanismo de transmisión de la política monetaria.	91
2.3 Efectos de la política monetaria sobre el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión	93
3. Comportamiento de la banca comercial	
3.1 Estructura de los recursos bancarios	94
3.2 Fuentes de utilidad bancarias	96
3.2.1 Factores institucionales que originan el margen financiero	96
3.2.2 Análisis del margen financiero	99
4. Proceso de Financiamiento-fondeo de la inversión	
4.1 Comportamiento de la inversión	102
4.2 Fuentes de financiamiento de la inversión	
4.2.1 Financiamiento interno	104
4.2.2 Financiamiento bancario	106
4.2.3 Financiamiento Bursátil	107
4.2.4 Financiamiento externo	107
4.3 Captación de los recursos	109
4.3.1 Ahorro financiero y profundización financiera	109
4.3.2 Fondeo de la inversión	111
5. Efectos de los cambios en el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión sobre el crecimiento económico	112

<b>Capítulo IV. Crisis financiera y reformas del sistema financieras: Banca comercial, política monetaria y su impacto en el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión en México, 1995-2005</b>	<b>115</b>
1. Segunda generación de reformas institucionales: extranjerización de la banca y cambios en la política económica	115
1.1 Crisis financiera de 1994-1995 y crisis bancaria de 1995	115
1.2 Proceso de extranjerización de la banca comercial	116
1.3 Reformas institucionales del mercado de valores	121
1.4 Liberalización comercial y ajuste patrimonial del gobierno	122
2. Política monetaria	123
2.1 El impacto de las reformas financieras en la Instrumentación de la política monetaria	123
2.1.1 Programa de ajuste comercial	123
2.1.2 Política monetaria, 1995-2005	124
2.2 Mecanismo de transmisión de la política monetaria	128
2.3 Efectos de la política monetaria sobre el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión	130
3. Comportamiento de la banca comercial	131
3.1 Estructura de los recursos bancarios	131
3.2 Fuentes de utilidad bancarias	133
3.2.1 Factores institucionales que originan el margen financiero	134
3.2.2 Análisis del margen financiero	136
4. Proceso de Financiamiento-fondeo de la inversión	140
4.1 Comportamiento de la inversión	140
4.2 Fuentes de financiamiento de la inversión	141
4.2.1 Financiamiento interno	141
4.2.2 Financiamiento bancario	143
4.2.3 Financiamiento Bursátil	144
4.2.4 Financiamiento externo	145
4.2.5 Financiamiento con proveedores	146
4.3 Captación de los recursos	147
4.3.1 Ahorro financiero y profundización financiera	148
4.3.2 Fondeo de la inversión	149
5. Efectos de los cambios en el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión sobre el crecimiento económico	151
6. Propuestas acerca de la instrumentación de una política económica que permita un mecanismo de financiamiento-fondeo de la inversión funcional al crecimiento económico.	152
<b>Conclusiones</b>	<b>160</b>
<b>Índice de diagramas</b>	
Diagrama 1 Emisión de créditos por parte de los bancos y Fondeo de las deudas bancarias	27
Diagrama 2 Dinero crédito: financiamiento y fondeo	30
Diagrama 3 Estructuralistas, el efecto sobre la oferta de dinero de la falta de acomodación del banco central	38
Diagrama 4 Estructuralistas, determinación de la tasa de interés de préstamo	42
Diagrama 5 Dicotomía en la elección del instrumento monetario y sus inconvenientes	51
Diagrama 6 Esquema de la instrumentación de la política monetario.	55
Diagrama 7 Instrumentación de la política monetaria	56
Diagrama 8 Cambios de la oferta y de la demanda de base monetaria	57
Diagrama 9 Etapas del Mecanismo de transmisión de la política monetaria	59
Diagrama 10 Mecanismo de transmisión de la política monetaria.	60
Diagrama 11 México: Proceso de extranjerización de la banca comercial	119
Diagrama 12 México: Instrumentación de la política monetaria	127
Diagrama 13 México: Mecanismo de financiamiento- fondeo de la inversión, 1960-1982	154
Diagrama 14 México: Mecanismo de financiamiento fondeo de la inversión, 1982-2005	156
Diagrama 15 México: Mecanismo de financiamiento y fondeo funcional al crecimiento económico	158

## Índice de cuadros

Cuadro 1	Privatización y cambios en la propiedad de los bancos	82
Cuadro 2	México: Composición de los recursos de la banca comercial, 1982-1994	94
Cuadro 3	México: Banca múltiple, Margen financiero y utilidad neta, 1982-1993	96
Cuadro 4	México: Banca comercial, utilidades, 1991-1994	96
Cuadro 5	México: Definiciones cuantitativas de la banca comercial, 1982-1994	97
Cuadro 6	México: Concentración de la banca comercial, 1982-1993	98
Cuadro 7	México: Formación bruta de capital fijo (FBKF) privada y pública, 1970-1994	104
Cuadro 8	México: Financiamiento interno de la inversión, 1980-1994	105
Cuadro 9	México: Estructura porcentual del Mercado de valores, 1984-1999	108
Cuadro 10	Apertura de los servicios financieros en México	117
Cuadro 11	Posición mundial de los bancos externos con participación en bancos nacionales	118
Cuadro 12	Participación de la banca extranjera en los activos de la banca latinoamericana, 1990-2001	120
Cuadro 13	Presencia de la banca extranjera en América Latina	121
Cuadro 14	México: Régimen de saldos acumulados	127
Cuadro 15	México: Composición de los recursos de la banca comercial, 1994-2005	132
Cuadro 16	México: Obligaciones totales de la banca comercial, 1997-2005	133
Cuadro 17	México: Banca múltiple, Margen financiero y utilidad neta, 1994-2004	134
Cuadro 18	México: Banca comercial, utilidades, 1995-2004	134
Cuadro 19	México: Concentración de la banca comercial, 1994-2004	135
Cuadro 20	México: Definiciones cuantitativas de la banca comercial, 1995-2004	136
Cuadro 21	México: Formación bruta de capital fijo (FBKF) privada y pública, 1994-2005	141
Cuadro 22	México: Financiamiento interno de la inversión, 1994-2004	142
Cuadro 23	México: Financiamiento otorgado por la banca comercial al sector no bancario, 1994-2005	144
Cuadro 24	México: Financiamiento bancario y principales fuentes alternativas de endeudamiento del sector privado, 1994-2005	144
Cuadro 25	México: Estructura porcentual del Mercado de valores, 1994-2001	145
Cuadro 26	México: Resultados de las encuestas de evaluación coyuntural del mercado crediticio, 1998-2005	147

## Índice de gráficas

Gráfica 1	Horizontalistas, tasa de interés, oferta y demanda de crédito	29
Gráfica 2	Diagrama de dos precios de Minsky	40
Gráfica 3	Kalecki principio estático del riego creciente	41
Gráfica 4	México: Crédito interno neto y base monetaria, 1979-1994	87
Gráfica 5	México: Base monetaria como porcentaje del PIB, 1980-1994	87
Gráfica 6	México: Evolución de la balanza de pagos, 1980-1994	88
Gráfica 7	México: Evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos, 1980-1994	89
Gráfica 8	México: Captación de recursos, activos financieros internos en poder de residentes, 1985-1994	90
Gráfica 9	México: Tasa de crecimiento de la base monetaria e inflación, 1980-1994	92
Gráfica 10	México: Pass-through del tipo de cambio al inflación, 1981-1994	93
Gráfica 11	México: Comportamiento de la cartera vencida, 1982-1994	95
Gráfica 12	México: Comportamiento del Crédito, 1980-1994	95
Gráfica 13	México: Concentración de la banca comercial, 1982-1993	98
Gráfica 14	México: Margen financiero de la banca comercial (valores nominales), 1980-1994	100
Gráfica 15	México: Margen financiero de la banca comercial (valores reales), 1980-1994	100
Gráfica 16	México: Margen financiero libre de riesgo de la banca comercial (valores nominales), 1982-1994	101
Gráfica 17	México: Margen financiero libre de riesgo de la banca comercial (valores reales), 1982-1994	101
Gráfica 18	México: Banca comercial, brechas financieras, 1982-1994	102
Gráfica 19	México: Tasa de cetes a 28 días y tasa activa, 1982-1994	102
Gráfica 20	México: Formación bruta de capital fijo, 1980-1994	103
Gráfica 21	México: Comportamiento de la inversión total, privada y pública, 1970-1994	103
Gráfica 22	México: Inversión "FBKF" y consumo de capital fijo "CKF", 1980-1994	105
Gráfica 23	México: Inversión "FBKF" y excedente neto de operación, 1980-1994	106
Gráfica 24	México: Inversión "FBKF" y crédito, 1980-1994	106
Gráfica 25	México: Ahorro externo como porcentaje del PIB, 1980-1994	108
Gráfica 26	México: Variación de la inversión extranjera, 1981-1994	109
Gráfica 27	México: Profundización financiera y ahorro financiero, 1980-1994	110
Gráfica 28	México: Estructura del ahorro financiero, 1977-1994	110
Gráfica 29	México: Instrumentos bancarios por plazos, 1977-1994	111
Gráfica 30	México: Instrumentos no bancarios por plazos, 1977-1994	112
Gráfica 31	México: Variación real del PIB y la inversión, 1980-1994	113
Gráfica 32	México: Determinantes del crecimiento económico, 1980-1994	113

Gráfica 33 México: Participación de los mayores bancos_ Activos, 2004	120
Gráfica 34 México: Evolución de la balanza de pagos, 1994-2005	122
Gráfica 35 México: Crédito interno neto y base monetaria, 1994-2005	124
Gráfica 36 México: Base monetaria como porcentaje del PIB, 1994-2005	125
Gráfica 37 México: Inflación y objetivos de inflación, 1996-2005	126
Gráfica 38 México: Captación de recursos, activos financieros internos en poder de residentes, 1994-2005	128
Gráfica 39 México: Tasa de crecimiento de la base monetaria e inflación, 1994-2005	129
Gráfica 40 México: Pass-through del tipo de cambio al inflación, 1994-2005	129
Gráfica 41 México: Comportamiento del Crédito, 1994-2005	132
Gráfica 42 México: Concentración de la banca comercial, 1994-2004	135
Gráfica 43 México: Banca comercial, brechas financieras, 1994- 2005	137
Gráfica 44 México: Tasa de cetes a 28 días y tasa activa, 1994-2005	137
Gráfica 45 México: Margen financiero de la banca comercial (valores nominales), 1994-2005	138
Gráfica 46 México: Margen financiero de la banca comercial (valores reales), 1994-2005	138
Gráfica 47 México: Margen financiero libre de riesgo de la banca comercial (valores nominales), 1994-2005	139
Gráfica 48 México: Margen financiero libre de riesgo de la banca comercial (valores reales), 1994-2005	139
Gráfica 49 México: Formación bruto de capital fijo, 1994-2005	140
Gráfica 50 México: Comportamiento de la inversión total, privada y pública, 1994-2005	140
Gráfica 51 México: Inversión "FBKF" y consumo de capital fijo "CKF", 1994-2004	142
Gráfica 52 México: Inversión "FBKF" y excedente neto de operación, 1994-2004	142
Gráfica 53 México: Inversión "FBKF" y crédito, 1994-2005	143
Gráfica 54 México: Ahorro externo como porcentaje del PIB, 1994-2005	145
Gráfica 55 México: Variación de la inversión extranjera, 1994-2005	146
Gráfica 56 México: Profundización financiera y ahorro financiero, 1994-2005	148
Gráfica 57 México: Estructura del ahorro financiero, 1994-2000	149
Gráfica 58 México: Instrumentos bancarios por plazos, 1994-2000	150
Gráfica 59 México: Instrumentos no bancarios por plazos, 1994-2000	150
Gráfica 60 México: Variación real del PIB y la inversión, 1994-2005	151
Gráfica 61 México: Determinantes del crecimiento económico, 1994-2005	151

#### Anexo estadístico

Cuadro I México: Base monetaria, activos internacionales Netos y Crédito Interno Neto, 1979-2005	163
Cuadro II México: Base monetaria, 1973-2005	164
Cuadro III México: Balanza de pagos, 1980-2005	165
Cuadro IV Evolución de la Inflación, 1973, 2005	166
Cuadro V México: Tipo de cambio pesos por dólar de Estados Unidos e Inflación	167
Cuadro VI México: Composición de los recursos de la banca comercial, 1982-2004	168
Cuadro VII México: Evolución de las fusiones de la Banca Múltiple, 1982-1988	169
Cuadro VIII México: Balanza de pagos e inversión, 1980-2005	170
Cuadro IX México: Tasas de interés activa, pasiva y cetes, 1974-2005	171
Cuadro X México: Banca comercial, Margen financiero, 1979-2005	172
Cuadro XI México: Determinantes del crecimiento económico, 1980-2005	173
Cuadro XII México: Formación Bruta de Capital fijo (FBKF) privada y publica, 1970-2005	174
Cuadro XIII México: Financiamiento interno de la inversión, 1980-2004	175
Cuadro XIV México: Formación Bruta de Capital Fijo y Créditos de la Banca Comercial	176
Cuadro XV México: Evolución del mercado de valores Mexicano 1990-2001	177
Cuadro XVI México: Estructura porcentual del mercado de dinero por instrumentos, 1990-2001	178
Cuadro XVII México: Ahorro externo <sup>1/</sup> , 1980-2005	179
Cuadro XVIII México: Inversión extranjera Directa (IED) e Inversión extranjera de cartera (IEC), 1980-2005	180
Cuadro XIX México: Agregados monetarios entre el PIB, 1970-2005	181
Cuadro XX México: Profundización financiera y Ahorro Bancario, 1970-2005	182
Cuadro XXI México: Estructura del Ahorro Financiero por plazos, 1977-2005	183
Cuadro XXII México: Inversión y producto interno bruto, 1980-2005	184
Cuadro XXIII México: Captación de recursos, componentes del agregado monetario M2, 1985-2005	185
Cuadro XXIV Evolución de las fusiones y adquisiciones de la Banca comercial 1995-2001	186
Cuadro XXV Los mayores conglomerados financieros	187
Cuadro XXVI México: Participación de mercado de la Banca Múltiple considerando activos, 1998-2004	188

#### Bibliografía

189

## Introducción

La presente investigación tiene como objetivo general *analizar los impactos de la liberalización financiera y de la política monetaria en el financiamiento que otorga la banca comercial a la actividad productiva, estudiando el efecto que generan las modificaciones del financiamiento bancario en el crecimiento económico*. Siendo sus objetivos secundarios los que a continuación se enuncian:

- Estudiar el impacto que ha tenido la extranjerización de la banca comercial en su concentración, captación y colocación de recursos.
- Conocer los términos en que se permitió la apertura al capital extranjero en la banca comercial.
- Estudiar de que manera la política monetaria influye en el proceso de financiamiento y fondeo de la inversión.
- Conocer las modificaciones que se han presentado en la estructura de la banca comercial en México.
- Analizar las condiciones que han propiciado una caída en el otorgamiento de crédito a la actividad productiva.
- Exponer los motivos por los que los bancos han incrementado sus utilidades de carácter oligopolico.

El papel que asume la banca comercial en el proceso de financiamiento de la inversión y del crecimiento económico ha propiciado discusiones teóricas que conducen a conclusiones divergentes. De esta manera la explicación del proceso de desaceleración de la inversión y del papel que desempeñan los bancos en su financiamiento, se ha sustentado básicamente en dos argumentos:

El primer argumento derivado de una visión ortodoxa considera que la falta de inversión se debe a una insuficiencia de ahorro, siendo por ello importante generar un mayor volumen de ahorro a través de un incremento en las tasas de interés, que incentive a los agentes económicos a destinar una mayor proporción de sus ingresos al ahorro, el cual será canalizado a los proyectos más rentables. Los bancos desempeñan un papel importante tanto en la captación del ahorro, ya que deben crear instrumentos financieros acordes con las características que demandan los ahorradores, como en la intermediación eficiente de los recursos. Por lo tanto, desde esta perspectiva la causa principal de una menor inversión y por ende crecimiento económico es la insuficiencia de ahorro, viéndose a los bancos como simples intermediarios de los recursos.

Como contraste el segundo argumento, sustentado en la visión de Keynes y de los poskeynesianos, menciona que la falta de inversión se debe a una falta de liquidez (creación de créditos bancarios) y de un mecanismo de fondeo funcional al crecimiento económico. De esta manera sus planteamientos señalan que la condición para un crecimiento económico sostenible no es la existencia de ahorro previo sino la articulación del proceso de financiamiento y fondeo de la inversión. Desde esta perspectiva se considera que para llevar a cabo la inversión, se necesita que los empresarios obtengan un "financiamiento" que cubra los gastos del proceso productivo, al realizarse dicho gasto se demanda insumos y fuerza de trabajo, que mediante el multiplicador de la inversión generan mayores ingresos. Dichos ingresos al no ser gastados en su totalidad crean un

ahorro involuntario (real), que al ser canalizado al sector financiero se convierte en voluntario (financiero), permitiendo cancelar la deuda de corto plazo de las empresas contraída al inicio del proceso productivo con las utilidades que se derivan de la venta de sus productos; recuperándose con ello el fondo revolvente de los bancos, proceso conocidos como fondeo de la inversión.

Bajo dicha visión, las instituciones financieras son elementos centrales que permiten entender el círculo virtuoso entre financiamiento-inversión y ahorro, que conduce a un crecimiento económico estable; jugando los bancos un papel importante en la creación de créditos, que permite a la economía transitar de una etapa de crecimiento a otra.

Los cambios ocurridos en el entorno internacional propiciaron reformas institucionales que si bien son establecidas en México a finales de la década de los setenta, toman mayor impulso a inicios de la década de los ochenta mediante el establecimiento de programas de ajuste derivados de la crisis de la deuda. Dichas reformas institucionales modificaron tanto el funcionamiento de los intermediarios financieras, como la instrumentación de la política monetaria; ejerciendo efectos sobre el mecanismo de financiamiento-fondeo de la inversión. De esta manera se inicia el fomento de un proceso de financiamiento-fondeo sustentado en el mercado de valores, en el cual la banca comercial sería la encargada de otorgar créditos a la inversión productiva y el mercado de valores de canalizar el ahorro creado por la inversión al otorgamiento de financiamiento de largo plazo.

Pese a todos los cambios ocurridos en la banca comercial mexicana, se observa que numerosas familias, pequeños productores del campo y la ciudad, empresarios de micro, pequeñas y medianas empresas, e incluso grupos de grandes empresas continúan sin posibilidad de contratar créditos, con la necesidad de vender activos, obtener créditos mercantiles (financiamiento con proveedores), créditos de bancos externos, etcétera. De esta manera, el mecanismo de financiamiento y fondeo de la inversión derivado de los programas de ajuste, se caracteriza por presentar una reducción de la disponibilidad de créditos hacia las empresas, implicando con ello que en el funcionamiento de la banca comercial pierde relevancia su función tradicional de otorgar créditos a la actividad productiva, ganando importancia la compra de títulos que induce un comportamiento rentista de los bancos.

*La hipótesis central de la presente investigación es que a partir de 1995 la instrumentación de una política monetaria restrictiva, ligada con los movimientos de los flujos de capital, junto con la estructura oligopólica de los bancos comerciales, ha propiciado una expansión del margen financiero de los bancos, que ha conllevado a una reducción del otorgamiento de créditos a la inversión productiva, fomentándose un comportamiento rentista de la banca comercial, que genera un incremento de la inversión en valores en detrimento de la disponibilidad crediticia.*

Buscando probar dicha hipótesis la presente investigación se divide en dos partes; la primera de ellas presenta el marco teórico que dará sustento a la hipótesis central, destacando la importancia de la banca comercial en el proceso de ahorro e inversión y el papel que desempeña en el proceso de financiamiento de la inversión. De igual forma se abordan los elementos teóricos de la instrumentación de la política monetaria y los efectos que ejerce en el proceso de financiamiento de la banca comercial. La primera parte se conforma de dos capítulos, en el primero de ellos se analiza a la banca comercial en el

proceso de ahorro e inversión, bajo dos visiones la ortodoxa y la correspondiente a Keynes y a los Poskeynesianos; mientras que el segundo aborda la instrumentación de la política monetaria y los efectos que ejerce en el proceso de financiamiento y fondeo de la inversión.

En la segunda parte se presenta la evidencia empírica, contemplando un periodo que va de 1982 a 2005, teniendo como objetivo analizar los cambios del proceso de financiamiento-fondeo de la inversión en un entorno económico caracterizado por la liberalización comercial, la liberalización financiera y el ajuste patrimonial. Esta parte de la investigación se conforma de dos capítulos, contemplando el primero el periodo de 1982 a 1994 y el segundo de 1994 a 2005. En cada uno de los capítulos empíricos se analiza en primer lugar las reformas institucionales del sistema financiero, continuando con una exposición detallada acerca de la política monetaria y sus efectos en el proceso de financiamiento y fondeo de la inversión, seguida del análisis del comportamiento de la banca comercial y finalmente se realiza una presentación detallada del proceso de fondeo y financiamiento de la inversión, que utiliza la estructura derivada del marco teórico, la cual señala que el círculo virtuoso entre financiamiento-inversión-ahorro y fondeo permite la consecución de un crecimiento económico estable. Bajo esta visión en cada uno de los capítulos empíricos el análisis del proceso de financiamiento-fondeo de la inversión, inicia con el análisis del comportamiento de la inversión, seguido de una exposición sobre las fuentes de financiamiento y de la captación de recursos (fondeo) y finaliza con los efectos del proceso de financiamiento y fondeo de la inversión sobre el crecimiento económico.

*Primera parte:*

*Fundamentación teórica: la política monetaria y la banca comercial en el proceso de ahorro e inversión.*

## **Capítulo I. La Banca comercial en el proceso de ahorro e inversión.**

Con el objetivo de construir el marco teórico que dará sustento a la hipótesis de la presente investigación se abordarán dos visiones teóricas que pese a sus importantes diferencias y modificaciones aun siguen vigentes, siendo la primera el pensamiento ortodoxo que actualmente ha llegado a ser la visión dominante de los economistas del mainstream y la segunda el pensamiento poskeynesiano, que retoma y fortalece los planteamientos realizados por Keynes tanto en su teoría General como en los artículos posteriores a la misma.

En tiempos recientes se observa que la banca comercial ha dejado de otorgar créditos al sector productivo, surgiendo fuentes de financiamiento alternativas como son: créditos de los proveedores, créditos otorgados entre las empresas, bonos emitidos en mercados externos, créditos de bancos internacionales, entre otros. Frente a estos acontecimientos cabe preguntarse ¿Cuál es la función del sistema bancario? ¿Qué papel desempeña el sistema bancario en la dinamización del crecimiento económico? La contestación de estas interrogantes conduce a distintas instrumentaciones de política económica que dependen de la visión teórica que se utilice como sustento. Si bien existen distintas teorías que pueden responder dichas interrogantes, solo se analizarán las correspondientes a la visión ortodoxa y a la visión keynesiana y poskeynesiana.

Para la visión ortodoxa (clásicos, neoclásicos, monetaristas y el mainstream) los bancos son simplemente intermediarios financieros que canalizan ahorros de las familias a la inversión de las empresas, teniendo como función la canalización de forma eficiente de los recursos y la creación de innovaciones financieras que permitan recolectar un mayor volumen de ahorro y con ello generar un mayor monto de inversión. El ahorro es visto como una limitante de la inversión por esta razón el sistema bancario tiene como función captar un mayor volumen de ahorro por medio de la creación de instrumentos financieros novedosos que reúnan las características demandadas por los ahorradores. La visión ortodoxa que sustenta esta respuesta tiene como supuestos una economía de intercambio real, dinero exógeno y tasa de interés fijada por factores reales.

Por el contrario para los poskeynesianos, los bancos son empresas con fines lucrativos que desempeñan un papel clave para alcanzar un mayor crecimiento económico, debido a que no solo intermedian recursos de los prestamistas y prestatarios, sino que son capaces de otorgar crédito sin ahorro previo, mediante la creación de pasivos sobre sí mismos, que permite que el proceso de producción se lleve a cabo sin estar limitado por el ahorro, aumentando con ello la inversión, el ingreso y el ahorro. Sin embargo, el financiamiento bancario no basta para lograr la estabilidad del sistema económico, siendo necesario que los intermediarios financieros bancarios y no bancarios capten el ahorro generado por la producción y lo canalicen al otorgamiento de crédito de largo plazo a las empresas, permitiendo cancelar el crédito bancario y con ello recuperar el fondo revolvente de los bancos, conociéndose dicho proceso como mecanismo de

fondeo. La visión poskeynesiana que sustenta esta respuesta tiene como supuestos una economía monetaria, dinero endógeno y tasa de interés monetaria<sup>1</sup>.

El presente capítulo se divide en dos apartados, en el primero se abordará la visión ortodoxa sobre los determinantes del ahorro, la inversión y la tasa de interés, así como el papel que desempeña el sistema financiero en el financiamiento de la inversión; mientras que en el segundo se analizará la visión Keynesiana y Poskeynesiana, haciendo énfasis en el funcionamiento de una economía monetaria, considerando dentro de sus elementos la naturaleza del dinero, los determinantes del ahorro y de la inversión y finalmente el papel que desempeña el sistema financiero en el mecanismo de financiamiento-fondeo de la inversión.

### *1. Visión Ortodoxa*

Para entender en forma clara el pensamiento ortodoxo es necesario conocer los supuestos que le dan sustento, por ello en este apartado se presentarán en forma breve los elementos y supuestos claves de la teoría clásica del interés, la inversión y el ahorro.

El pensamiento ortodoxo considera que las relaciones económicas se desarrollan bajo una economía de trueque o economía de intercambio real, en donde el dinero solo permite que el intercambio se realice de una forma más rápida. El dinero es visto como exógeno y neutral no desempeñando un papel importante en la economía, ya que esta puede funcionar con o sin dinero. Los datos de los que parte el modelo neoclásico son los siguientes: existe una cantidad de recursos que son escasos y un libre movimiento de los oferentes y demandantes de recursos.

Los supuestos que contempla son los siguientes: “a) los ahorros determinan el volumen de inversión, b) el crédito contribuye a financiar la inversión productiva, y c) el libre movimiento de capital garantiza una tasa de interés de equilibrio, que capta el ahorro existente en la economía y realiza una distribución eficiente de estos recursos en el sector productivo” (Levy, 2001:21); precios flexibles, el cumplimiento de la Ley de Say, capital y crecimiento de la mano de obra constantes en el corto plazo y dinero exógeno y neutral.

#### **1.1 Determinantes del ahorro y de la inversión**

El nivel de producto o también conocido como nivel de ingreso, depende tanto de la fuerza de trabajo como del capital; al considerarse las existencias de capital constantes en el corto plazo, el único elemento que determina el nivel de producto es el empleo. Por ello para determinar el nivel de producto, se necesita conocer el nivel de empleo, siendo el funcionamiento del mercado de trabajo el que permite establecer tanto el nivel de equilibrio del empleo como el de los salarios reales, que se localiza en el punto en donde

---

<sup>1</sup> Si bien es cierto que no existe una unidad en el pensamiento poskeynesiano en lo referente a la tasa de interés, cabe señalar que en épocas recientes han existido intentos por homogeneizar este pensamiento, al grado que los horizontalistas, los circuitistas y estructuralistas han aceptado que la tasa de interés es exógena fijada por el banco central.

se intercepta la oferta de trabajo y la demanda de trabajo. Una vez conocido el nivel de empleo se determina el nivel de producto, que corresponde a un nivel de pleno empleo<sup>2</sup>.

La determinación de la oferta de trabajo se realiza a través de un proceso de maximización de los trabajadores que relacionan ocio con ingreso (los salarios que reciben por su trabajo), localizándose el punto óptimo cuando la relación marginal de sustitución entre ocio e ingreso se iguala con el salario real. La cantidad de trabajo que será demanda por las empresas se determina mediante la maximización de sus ganancias, obteniendo que el punto óptimo se localiza cuando el salario real es igual al producto marginal del trabajo. De esta forma, tanto la oferta como la demanda de trabajo dependen del salario real, relacionándose la primera en forma positiva y la segunda en forma negativa.

En la determinación del producto o ingreso solo influyen variables reales, y dado que se asume que se cumple la Ley de Say (todo oferta genera su propia demanda) los componentes de la demanda agregada no influyen en su determinación, en otras palabras todo lo que se produce se demandara, ya sea en forma de consumo o como demanda de medios de inversión, no existiendo fugas que propicien la existencia de brechas entre el producto y la demanda.

El ingreso de los agentes económicos es utilizado para la compra de bienes y servicios (consumo), no obstante los agentes no gastan todo su ingreso en el consumo, quedándoles una parte de su ingreso para ahorrar. El consumo y el ahorro se distinguen, en que el primero es un gasto para obtener una satisfacción presente, mientras que el segundo tiene como objetivo la compra de bienes de producción que brinden una mayor satisfacción en el futuro.

Tal punto de vista acerca del ahorro y la inversión ha sido presentado por Marshall, bajo las siguientes palabras: "El ingreso total de una persona se gasta en la compra de bienes y servicios. Ciertamente que generalmente se dice que un hombre gasta parte de su ingreso y ahorra la otra; pero es un axioma económico muy conocido que el hombre compra trabajo y bienes con aquella parte de su ingreso que ahorra, del mismo modo que lo hace con la que gasta. Se dice que gasta cuando procura obtener satisfacción presente de los bienes y servicios que compra, y que ahorra cuando el trabajo y los bienes que compra los dedica a la producción de riqueza de la cual espera derivar medios de satisfacción en el futuro"(Marshall, Principles of Political Economy, Lib. III, Cap. XIV citado por Keynes, 1936:50).

El ahorro es visto como la parte del ingreso que no se consume, teniendo como factores determinantes al ingreso y a la tasa de interés. No obstante, el ingreso no es considerado como un factor relevante en la determinación del ahorro; debido a que es determinado por factores reales situándose en el nivel de pleno empleo, por ello el principal factor que explica el volumen y los movimientos del ahorro es la tasa de interés. La relación que guarda la tasa de interés con el ahorro es directa, es decir, una mayor tasa de interés propicia perspectivas de poder consumir una cantidad mayor en el futuro incentivando con ello a las personas a aumentar su ahorro.

---

<sup>2</sup> El modelo neoclásico del mercado laboral asume que la flexibilidad de los salarios permite conseguir un nivel de pleno empleo, pudiendo presentarse dos tipos de desempleo, el voluntario y friccional, no teniendo razón de ser un desempleo involuntario.

En cuanto a la inversión consideran que es realizada por los empresarios con el objetivo de incrementar el monto de la producción y con ello el nivel de sus ganancias, para que un proyecto de inversión sea rentable es necesario que los ingresos derivados del proceso productivo superen los costos en lo que se incurre, incluyendo en estos la tasa de interés que pagan por el préstamo. La relación que guarda la tasa de interés con el monto de inversión es inversa, es decir, mayores tasas de interés implican un costo mayor para el empresario, que a nivel agregado puede propiciar que algunos proyectos de inversión no sean rentables.

Adicionalmente se estipula que el ahorro se canaliza a la inversión productiva, y que a nivel agregado tanto la inversión como el ahorro se mantienen iguales mediante el mecanismo de la tasa de interés. Es decir, para que todo lo producido sea comprado es necesario que el ahorro coincida con la inversión, siendo la tasa de interés la variable que permite acomodar los desajustes entre la inversión y el ahorro<sup>3</sup>. Dicho mecanismo opera de la siguiente forma ante un aumento de la productividad del capital, los empresarios incrementarían su inversión requiriendo de recursos para poder financiarla, la mayor demanda de ahorro presionaría al alza la tasa de interés aumentando con ello la cantidad de ahorro.

## **1.2 Teoría ortodoxa de la tasa de interés**

La teoría ortodoxa de la tasa de interés ha sufrido diversas modificaciones, sin embargo en el fondo se sigue conservando la teoría clásica de la tasa de interés también conocida como teoría de la tasa de interés Marshalliana. Dicha teoría define la tasa de interés como la recompensa por ahorrar (por retrasar el consumo), siendo sus determinantes la frugalidad de los ahorradores y la productividad del capital<sup>4</sup>. Esta concepción de la tasa de interés se basa en factores reales y a partir de ella se deriva la teoría de la tasa de interés natural, definiéndola como la tasa consistente con el equilibrio en el mercado de capital y el pleno empleo

A partir de la publicación de la Teoría General de la ocupación, el interés y el empleo de Keynes, se realizan una serie de críticas a la teoría Clásica del Interés, centrándose básicamente en mencionar que es inconsistente plantear que una tasa que depende de factores reales puede determinar magnitudes monetarias. Como una forma de hacer frente a estas críticas surge la teoría de los fondos prestables, que tiene como finalidad incluir al dinero en la determinación de la tasa de interés, tratando de adaptar la teoría clásica al funcionamiento de una economía monetaria<sup>5</sup>. En su análisis el dinero es considerado como no neutral.

---

<sup>3</sup> “[...] La teoría clásica del interés apoyaba a Ley de Say [...] se afirmaba que existe un mecanismo mediante el cual el ahorro automáticamente se compensa con la inversión: a saber, variaciones del tipo de interés-. En la medida en que este mecanismo funcione, no importará si la renta se ahorra o se gasta: lo que se produce es vendido, sino es para el consumo lo será para la inversión” (Chick, 1990a:207).

<sup>4</sup> “La tasa de interés no es derivada de la cantidad (de dinero)... que depende sobre otros principios, y debe proceder de un incremento de la industria y de la frugalidad de los artesanos y comerciantes” (Hume, citado por Humphrey 1993, 37, en Smithin 2005b:5). “La tasa de interés no está regulada por la abundancia o la escasez del dinero más bien por la abundancia o escasez de la parte del capital no consistente de dinero” (Ricardo, citado por Humprey 1993, 38, en Smithin 52005b:5).

<sup>5</sup> “Ciertamente escritores como Coddington (1983) y Kahn (1986) hacen sugerencia que la teoría de “fondos prestables”, expuesta por Robertson en 1930, fue un significativo desarrollo de la teoría de interés clásica... la aproximación de Robertson hace o al menos hace esto claramente que pedir prestado y realizar los

Para esta teoría los flujos de fondo se constituyen en los factores relevantes, considerando a la inversión y a la acumulación como demanda de fondos, la primera destinada a gastarse y la segunda a guardarse, mientras que al ahorro y a la desacumulación de los saldos ociosos acumulados previamente (desahorro) como oferta de fondos. Se plantea que todos los recursos son utilizados para financiar la inversión, debido a que las transacciones se realizan a precios correctos

En cuanto a la inversión se plantea que puede financiarse mediante tres canales siendo estos: desahorro, ahorro y la creación de nuevo dinero; el desahorro se originaría por la desacumulación de los saldos ociosos acumulados previamente, el ahorro sería generado por las personas y el nuevo dinero por el financiamiento bancario<sup>6</sup>. La acumulación de dinero y el ahorro se consideran en forma separada, no siendo la acumulación de dinero una forma de ahorro.

Con base en los elementos anteriores la teoría de fondos prestables plantea que cuando la acumulación neta es cero y la oferta monetaria es fija, el ahorro y la inversión determinan la tasa de interés<sup>7</sup>; por ello aun existiendo dinero no neutral la tasa de interés puede estar determinada por factores reales, debido a que el atesoramiento es considerado como un fenómeno temporal y poco habitual. Sin embargo, se señala que la tasa de interés puede ser determinada en el mercado de dinero, siendo considerada como fenómeno monetario<sup>8</sup>. Por tal razón se argumenta que la tasa de interés puede ser, ya sea un fenómeno real determinado en el mercado de capitales, asumiendo nuevamente la tasa de interés el papel equilibrador entre el ahorro y la inversión, o bien puede ser considerada como un fenómeno monetario determinada en el mercado de dinero, desempeñando el ingreso el papel estabilizador entre el ahorro y la inversión. Por ello para Hicks el equilibrio entre el ahorro y la inversión se encuentra determinado por el ingreso y la tasa de interés.

La teoría de los fondos prestables avanza con respecto a la teoría clásica del interés al reconocer que se puede mantener dinero en forma líquida (aunque sea en forma temporal) y que se puede crear dinero para financiar la inversión.

Sin embargo, los monetaristas revierten estos avances planteando que la inversión no se diferencia del consumo. Al no considerar que el consumo es un gasto que se realiza en el presente, mientras que la inversión es un gasto que se realiza en el presente pero se valora en un futuro incierto; regresan la teoría de la tasa de interés a las condiciones del intercambio real, en la cual el dinero vuelve a ser neutral y la tasa de interés se

---

prestamos es actualmente conducido en términos monetarios en vez de "en especie"... (Smithin, 2005b:15-16). En 1954, la Teoría de los Fondos Prestables es planteada por Hicks en su libro valor y capital.

<sup>6</sup> Pese a que se reconoce que los bancos pueden crear dinero, dicha creación se explica mediante la teoría monetaria crediticia que establece que los préstamos que puede otorgar un banco dependen de los depósitos previos, por ende el ahorro limita la cantidad de préstamos.

<sup>7</sup> "La teoría de fondos prestables se ocupa de los flujos de fondos... Es evidente que la teoría de fondos prestables considera que todos los ahorros están disponibles para la inversión, es decir, se le identifica con el prestar. Cuando la acumulación neta es cero y la oferta monetaria no se modifica, el ahorro y la inversión determina el tipo de interés. A esto se añade el hecho de que la teoría de los fondos prestables considera que la acumulación es un fenómeno temporal y poco habitual y la teoría de los fondos prestables se aproxima a la teoría clásica en la medida en que la oferta monetaria sea fija" (Chick, 1990a:215).

<sup>8</sup> La teoría de los Fondos prestables plantea que la existencia de equilibrio entre el mercado real y un segmento del mercado financiero, ya sea el mercado de capitales o el mercado de dinero, garantizaría el equilibrio en el otro mercado, por ello la tasa de interés puede ser determinada en el mercado de dinero o en el mercado de capitales.

determina por factores reales. Sin embargo consideran que a corto plazo puede presentarse una inflexión en los precios que propicie que el dinero no sea neutral. En su análisis se elimina la incertidumbre de las decisiones de inversión, pudiendo con ello la economía autorregularse y las perturbaciones asumir un carácter temporal.

Con el surgimiento de la teoría de las expectativas racionales -Lucas y Sargent- se rechaza que exista una inflexión de los precios, ya que los agentes ajustan sus expectativas en forma racional, incluyendo en su evaluación los efectos futuros en las variables presentes. Por tal razón una modificación de la oferta monetaria afecta de manera inmediata a los precios, incluyendo como única excepción de este mecanismo la existencia de modificaciones no previstas por los agentes. De esta forma el dinero es neutral tanto a corto como a largo plazo y la tasa de interés es definida por factores reales.

Para finalizar se puede señalar que la teoría ortodoxa del interés, es usualmente descrita como una teoría de ahorro/inversión, en la que la tasa de interés es determinada por la intersección de las funciones de ahorro e inversión, encontrándose detrás de estas magnitudes la frugalidad a ahorrar (oferta de ahorro) y la productividad del capital (demanda de ahorro), considerándose por ende la tasa de interés como un fenómeno real.

### **1.3 Propiedades del dinero y el papel de los intermediarios financieros en el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión.**

En la teoría ortodoxa, el capitalismo es usualmente identificado por el comportamiento del mercado, desde que el mercado es tratado como un trueque el papel del dinero llega a ser insignificante. El dinero es concebido como un medio de intercambio que se desarrolla espontáneamente del trueque para propósitos de minimizar costos de transacción; viéndose al dinero como un activo que facilita el intercambio.

Consideran que el dinero-mercancía tiene un valor intrínseco representado por la mercancía que lo respalda, existiendo como una dotación de recursos escasos, que implica que su oferta es exógena, pudiendo ser controlada por el gobierno. No obstante con el desarrollo de las instituciones bancarias y con el surgimiento de nuevas teorías de la banca, los autores de esta vertiente aceptan que los bancos pueden crear dinero, sin embargo, señalan que los préstamos bancarios están limitados por los depósitos, implicando con ello que la actividad bancaria se encuentra limitada por la existencia de una oferta fija de dinero, ya que, el dinero crediticio emitido tiene que ser convertido en dinero real<sup>9</sup>.

Dentro del pensamiento ortodoxo se encuentran dos visiones sobre el papel que desempeñan los intermediarios financieros: la primera considera a los clásicos, neoclásicos y algunos monetaristas, quienes ven a los intermediarios financieros como los canales a través de los cuales los recursos son otorgados a la inversión; mientras que la segunda hace referencia a los neoliberales, quienes plantean que debido a las distorsiones estructurales del mercado las instituciones financieras deben considerarse como elementos importantes en la determinación del financiamiento.

---

<sup>9</sup> Esta concepción del dinero crediticio se sitúa bajo la teoría monetaria del Crédito, siendo Friedman el mejor representante. A través de esta teoría se desprende el concepto del multiplicador de depósitos, para un análisis detallado véase Wray, 2004b:5

En el análisis de los autores neoliberales, que se ubica con los teóricos de los modelos de la liberalización financiera siendo los más destacados “Mckinnon y Shaw”, se encuentran como elementos relevantes de su planteamiento los que a continuación se enuncian:

- a) Consideran a la falta de ahorro como la principal limitante del crecimiento económico.
- b) La tasa de interés no afecta el volumen de la inversión, solo incide sobre el ahorro.
- c) La disponibilidad crediticia es un elemento central del crecimiento económico resaltando la presencia de mercados fragmentados.

Para estos autores las instituciones bancarias tienen un papel importante tanto en la conformación del ahorro financiero como en la disponibilidad crediticia. En lo que respecta a la conformación del ahorro se menciona que las instituciones financieras deben ofrecer una amplia variedad de instrumentos de ahorro que brinden distintos grados de liquidez y seguridad, con el objetivo de captar la mayor cantidad de ahorro. Con respecto a la disponibilidad crediticia señalan que si el mercado financiero funciona libremente, se establecerá una tasa de interés de equilibrio, mediante la cual se canalizarán en forma eficiente los recursos captados a los proyectos de inversión más productivos.

Aunado a lo anterior argumentan que las instituciones bancarias en un mercado fragmentado se comportan oligopólicamente, produciendo un racionamiento de crédito y una canalización ineficiente de los recursos. Debido a que la disponibilidad del crédito es un elemento importante para el crecimiento económico, argumentan que es necesario eliminar la fragmentación de los mercados mediante la liberalización financiera. Las modificaciones que dicha liberalización ejerza sobre las tasas de interés no tendrán ningún impacto en los niveles de inversión, pudiendo afectar solo al volumen de ahorro, por tanto las mayores tasas de interés que induce la liberalización financiera aumentarán el ahorro y eficientarán la canalización de los recursos, al establecerse una tasa de interés de equilibrio.

## 2. *Visión Keynesiana y Poskeynesiana*

La visión Keynesiana y Poskeynesiana sustenta su análisis en una economía monetaria caracterizada por la existencia de incertidumbre, en la cual el dinero desempeña un papel importante en su funcionamiento. El proceso productivo no puede ser entendido sin dinero constituyéndose en una parte fundamental de este, por ello se rechaza que el dinero se desarrolle espontáneamente para reducir costos de transacción e incrementar la eficiencia del intercambio. Sus planteamientos rechazan la ley de Say, considerando que la demanda desempeña un papel importante en la determinación del empleo y del producto<sup>10</sup>.

### 2.1 Keynes

#### 2.1.1 Propiedades del dinero

Para Keynes existen dos elementos básicos a tratar en la teoría del dinero, siendo el primero el dinero de cuenta y las formas de dinero que adopta, y el segundo las

---

<sup>10</sup> Para mayores referencias véase Levy, 2001:30-36.

variaciones de la oferta de dinero. En el tratado del dinero señala que el dinero de cuenta en el que se expresan las deudas, los precios y el poder de compra es el concepto básico de la teoría del dinero, en otras palabras el dinero de cuenta es el género o título y el dinero es la cosa en la que se concreta<sup>11</sup>.

Considera que el dinero que predomina es el cartalista o dinero estatal<sup>12</sup>, que es dinero en sentido propio, existiendo frente al dinero propiamente dicho el dinero bancario que es un reconocimiento de deuda que sirve como un sustituto apropiado de dicho dinero, en otras palabras el dinero bancario no es dinero en sentido propio. El dinero estatal o dinero en sentido propio se divide en las siguientes formas de dinero<sup>13</sup>: dinero mercancía y dinero símbolo, que a su vez se subdivide en dinero dirigido y dinero fiduciario. El dinero mercancía se compone de unidades reales de una mercancía que ha sido elegida para cumplir las funciones del dinero caracterizándose por que su oferta es escasa y tiene elevados costos de producción. El dinero símbolo es dinero bancario que el estado declara que puede utilizarse para saldar obligaciones, convirtiéndose en dinero estatal o dinero en sentido propio. Con respecto a las formas del dinero, reconoce que la forma de dinero estatal que predomina en la economía es el dinero bancario, cuya oferta se encuentra limitada por la cantidad de reservas bancarias que suministra el banco central.

En la teoría general de la ocupación, el interés y el empleo, Keynes considera al dinero como una mercancía que se caracteriza por tener una elasticidad de producción y sustitución de cero o muy pequeña. La primera característica implica que no puede ser producido fácilmente, no pudiendo los empresarios destinar mano de obra para producirlo de forma ilimitada, en tanto la segunda característica indica que a medida que el valor en cambio del dinero aumenta no existe una tendencia a sustituirlo por otro factor. Dichas características influyen en la liquidez del dinero, ya que si el dinero fuera un bien cuya oferta pueda ser fácilmente aumentada y ante un cambio en el precio relativo fácilmente sustituido, sería difícil que en la mente del poseedor de riqueza el dinero mantuviera el atributo de liquidez. La peculiaridad del dinero es que su liquidez es mayor a los costos de almacenamiento<sup>14</sup>. De esta manera, el dinero mercancía tiene un valor intrínseco dado por la mercancía de que esta hecho.

Por otro lado considera que los cambios de la oferta de dinero surgen como resultado de la producción, planteando en consecuencia que la producción permite aumentar la oferta de dinero<sup>15</sup>, la cual puede provenir de tres fuentes: dinero mercancía, dinero símbolo y dinero bancario. Con base en lo anterior plantea que para aumentar la oferta dinero mercancía primero se tuvo que haber producido, mientras que si el gobierno quiere aumentar la oferta de dinero (dinero símbolo) lo hace a través de financiar sus gastos corrientes y los bancos a su vez crean dinero bancario para poder financiar la inversión. En las propias palabras de Keynes “[...] supongamos que M [cantidad de dinero] está formada por monedas de oro y que sus modificaciones, solamente pueden

---

<sup>11</sup> Para un análisis más detallado véase Keynes, 1930:29.

<sup>12</sup> La era cartalista o de dinero estatal se alcanza cuando el estado se atribuye el derecho de declarar cual es el dinero de cuenta que en un momento determinado debe considerarse.

<sup>13</sup> “[...] Las tres formas de dinero que el estado puede tener: dinero-mercancía, dinero fiduciario y dinero dirigido. Las dos última son subespecies de dinero-símbolo.” (Keynes, 1930:35).

<sup>14</sup> Para un análisis mas detallado véase Keynes, Teoría General de la ocupación el interés y el dinero, 1936, capítulo 17 “Las propiedades esenciales del interés y el dinero”, pag. 220-227 y 233-234.

<sup>15</sup> Esta causalidad es inversa a la planteada por los monetaristas que consideran que un aumento de la oferta de dinero conlleva aun aumento de la producción.

ser consecuencia de rendimientos crecientes de las actividades de la minería de oro que pertenece al sistema económico considerado. En tal caso los cambios en  $M$  están asociados directamente, en primer lugar, con los efectuados en  $Y$  [producción], ya que el oro nuevo entra como ingreso de alguien. Exactamente las mismas condiciones son validas si los cambios en  $M$  se deben a que el gobierno imprime dinero para atender a sus gastos corrientes- caso en el cual el dinero también aumenta los ingresos de alguien“ (1936: 202).

Por tal razón para Keynes no existe un efecto directo del dinero al ingreso, no obstante hay que aclarar que “Él no supone que el dinero no tiene efecto sobre el gasto: es solo que cuando el dinero *llega dentro del sistema como la contrapartida de un gasto de ingreso creado* sea gasto gubernamental o inversión, algún incremento subsiguiente en el gasto es atribuido al aumento en el ingreso en vez de al incremento en la oferta monetaria” (Chick, 1990:10-11).

Con respecto al dinero bancario cabe mencionar que si bien en el capítulo siete de su teoría general, al analizar la igualdad entre el ahorro y la inversión plantea que los bancos pueden generar créditos sin necesidad de ahorro previo, teniendo por tanto la capacidad de incrementar la oferta de crédito en respuesta a la demanda de inversión, no obstante en el capítulo diez y siete al analizar las características del dinero plantea que la elasticidad de producción del dinero es cero o muy pequeña, implicando que su existencia no aumenta con el ritmo de crecimiento de la producción y por tanto su oferta es exógena<sup>16</sup>. Tanto en la teoría general como en el tratado de dinero considera que los bancos no pueden incrementar la oferta de dinero en forma ilimitada, ya sea por que se encuentra restringida por la cantidad de reservas<sup>17</sup> (tratado del dinero) o por que la elasticidad del dinero es muy pequeña (teoría general).

### 2.1.2 Determinantes del Ahorro y de la Inversión

Keynes señala que todo el mundo esta de acuerdo en que el ahorro es la parte del ingreso no consumido o en otras palabras, el excedente de ingreso sobre los gastos de consumo, implicando con ello que cualquier divergencia existente en la concepción del ahorro se debe a las diferentes definiciones de ingreso y consumo. Para este autor el ingreso se constituye por el ingreso del empresario, definido como el excedente del valor de su producción terminada y vendida sobre su costo primo, es decir, el ingreso que recibe el empresario por la venta de cierta cantidad de su producto menos su costo primo que a su vez esta constituido por la suma del costo de factores y del costo de uso<sup>18</sup>; mientras que el consumo es igual a los ingresos que obtiene el empresario por la venta de productos terminados a los consumidores o a otros empresarios menos lo que gasta en la compra de artículos terminados a otros empresarios.

---

<sup>16</sup> Este hecho ha propiciado que varios keynesianos consideren que para conocer la visión de Keynes acerca del dinero hay que revisar el tratado del dinero y no la teoría general, señalan que en el tratado del dinero (1930) y en los escritos posteriores a la teoría general, Keynes (1937) ve al dinero como endógeno. Pese a ello, una de las principales proponentes del estructuralismo, Victoria Chick considera que en la teoría general Keynes ve al dinero como endógeno, con la característica de que el dinero esta dado.

<sup>17</sup> “Como Keynes probablemente aprendió de Wicksell, los bancos teóricamente tienen la capacidad de crear liquidez, que sólo es limitada por las reservas de caja que están obligados a mantener en el banco central y aquellas que conservan para enfrentar demandas inesperadas de depósitos “ (Studart, en Levy 2001:16-17).

<sup>18</sup> El costo de uso mide el deterioro que sufre el quipo de capital.

El ahorro es considerado como una variable determinada por la propensión marginal a consumir, siendo su monto una consecuencia del proceder colectivo de los consumidores individuales; por tanto “el ahorro, de hecho, no es más que un simple residuo. Las decisiones de consumir y las decisiones de invertir determinan conjuntamente los ingresos” (Keynes, 1936:87).

A diferencia de los clásicos considera que el ahorro depende principalmente del ingreso, que a su vez depende de la inversión, no obstante, ello no implica que no considere que la tasa de interés puede tener un impacto en el ahorro, sino más bien que tiene un efecto ambiguo sobre el ahorro, debido a que el efecto sustitución que propicia un aumento de la tasa de interés puede verse contrarrestado por el efecto ingreso. Por ello plantea que si bien tanto los clásicos como él consideran que el ahorro depende tanto de la tasa de interés como del ingreso, el hecho de que los clásicos hayan ignorado el efecto del ingreso sobre el ahorro y hayan considerado a la tasa de interés como su principal determinante, se debe a que en su análisis el ingreso es una cantidad dada, que no se ve afectada por cambios de la inversión.

Keynes no está de acuerdo en que el acto de ahorro implique una mayor inversión, ya que el ahorro individual tiene como propósito no consumir hoy pero no implica la necesidad de consumir en un futuro, por ende el ahorro no es una sustitución de demanda de consumo presente por demanda de consumo futuro, si no más bien una disminución neta de la primera. Como adición a lo anterior plantea los siguientes argumentos: la expectativa de consumo futuro depende de la demanda de consumo presente, pudiendo por tanto el acto de ahorrar deprimir la eficiencia marginal de capital, reduciendo con ello la demanda de inversión actual, y el deseo del propietario de riqueza no es un bien de capital por sí mismo, sino su rendimiento probable que depende de las expectativas de la demanda efectiva futura; dado que el acto de ahorrar no hace nada por mejorar el rendimiento probable (incluso lo puede deprimir), tampoco lo hará para estimular la inversión. De esta manera el acto de ahorrar no implica la creación de un nuevo bien de capital, debido a que se considera como una transferencia de riqueza ya sea nueva o vieja, no requiriendo por tanto la creación de otra nueva, sino que incluso puede afectarla negativamente.

Con base en estos elementos menciona que la creación de una riqueza nueva no requiere de un acto de ahorro, sino más bien que su rendimiento probable alcance el nivel establecido por la tasa de interés corriente y que “siempre se puede oponer una alternativa a la propiedad de bienes reales de capital, o sea, la de dinero y deudas, de modo que el rendimiento probable con el cual los productores de inversiones nuevas tienen que conformarse no puede caer más abajo del nivel establecido por la tasa corriente de interés” (Keynes, 1936:212).

Para Keynes la inversión se refiere “a la compra de un activo, viejo o nuevo, por una sociedad [...] las nuevas inversiones, a diferencia de las reinversiones significan la compra, con los ingresos, de un bien de capital de cualquier clase” (Keynes, 1936:99). La inversión corriente la define como la adición corriente al valor del equipo de capital que ha resultado de la actividad productiva del periodo considerado.

Plantea que los requisitos para que una decisión de inversión se lleve a cabo son: que la eficiencia marginal del capital sea mayor que la tasa de interés de mercado, o en otras palabras, para que exista inversión física es necesario que el precio de la empresa

en el mercado financiero (precio de demanda) sea mayor que el precio de oferta de los activos en el mercado real (precio que demanda el productor para seguir en el ramo)<sup>19</sup>; por tanto la tasa de inversión será empujada hasta el punto en que la eficiencia marginal del capital sea igual a la tasa de interés del mercado.

Considera que la eficiencia marginal de capital depende de los rendimientos probables y del precio de oferta. Respecto a los rendimientos probables menciona que cuando un individuo compra un bien de capital, adquiere el derecho a una serie de rendimientos probables que espera obtener con la venta de su producto, que se denomina serie de anualidades del rendimiento probable de la inversión. En cuanto al precio de oferta señala que refleja lo que bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir una nueva unidad adicional del mismo. Tomando como referencia estos conceptos define a la eficiencia marginal del capital como una relación entre el rendimiento probable de la inversión y el precio de oferta o de reposición, o más precisamente se define como la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dadas por los rendimientos probables de la inversión con su precio de oferta<sup>20</sup>.

Lo expuesto anteriormente se puede resumir en la siguiente afirmación realizada por Keynes “la escala de inversión depende de la relación entre la tasa de interés y la curva de eficiencia marginal del capital, en tanto que la eficiencia marginal del capital depende de la relación entre el precio de oferta de un bien de capital y su rendimiento probable” (1936: 157). Con base en lo anterior se estipula que la inversión esta determinada por la curva de eficiencia marginal de capital y por la tasa de interés, mientras que su monto es una consecuencia de la conducta colectiva de los empresarios.

Debido a que el monto de ahorro es una consecuencia del proceder colectivo de los consumidores individuales y el monto de inversión de la conducta colectiva de los empresarios, estas cantidades son necesariamente iguales<sup>21</sup>, actuando el ingreso como la variable que permite su igualación; por ello un acto de inversión, o bien disminuye el consumo o aumenta el ingreso, de tal forma que la inversión siempre coincida con el ahorro.

Keynes, al igual que los clásicos, considera la igualdad entre ahorro e inversión, desechando la idea planteada por los neoclásicos de que el ahorro y la inversión pueden

---

<sup>19</sup> Para Leijonhufvud el precio de oferta es igual al cociente que resulta de dividir la utilidad que se espera que generen los activos entre la tasa de interés (para un análisis más detallado véase Mántey, Lecciones de economía monetaria, México, UNAM, 1997 Capítulo 11).

<sup>20</sup> Para un análisis más detallado véase Keynes, Teoría general de la ocupación, el interés y el empleo, capítulo 11 “la eficiencia marginal del capital”, 1936: 147-156.

<sup>21</sup> “Si se admite que el ingreso es igual al valor de la producción corriente, que la inversión es igual al valor de aquella parte de dicha producción que no se ha consumido y que el ahorro es igual al excedente del ingreso sobre el consumo [...] la igualdad entre el ahorro y a inversión es una consecuencia necesaria. En pocas palabras,

Ingreso = Valor de la producción = consumo + inversión

Ahorro = ingreso – consumo

Por tanto ahorro = inversión

[...] La equivalencia entre la cantidad de ahorro y la de inversión surge del carácter bilateral de las operaciones entre el productor, por una parte, y el consumidor o el comprador de capital, por la otra “ (Keynes, 1936:86-87).

diferir<sup>22</sup>. Señala que el hecho de aceptar que los bancos pueden aumentar la inversión sin ahorro previo, no implica que el crédito bancario permita que la inversión difiera del ahorro, el plantear que esto pueda suceder evidencia una falta de comprensión del funcionamiento del crédito bancario. El otorgamiento del crédito bancario desencadena los siguientes procesos, cuando un banco otorga un crédito, el cual no requiere de ahorro previo, permite al empresario aumentar su inversión y con ello el ingreso, el público a su vez decidirá en que proporción dividirá el aumento del ingreso entre consumo y ahorro, de esta forma existe un mayor ahorro credo por el proceso productivo que es tan autentico como cualquier otro<sup>23</sup>. Tampoco una sociedad puede ahorrar menos que el aumento de la inversión, ya que la inversión aumentará los ingresos hasta un nivel en el que la suma que los individuos deciden ahorrar sea igual al monto de la inversión.

### 2.1.3 La teoría General de la tasa de interés

Keynes plantea que los pilares de la teoría clásica de la tasa de interés se derrumban al considerarse los siguientes dos argumentos: si el ahorro y la inversión son iguales, igualdad que se logra a través del ingreso, la tasa de interés no puede actuar como mecanismo que permita su igualación, y el hecho de que el ingreso depende de la inversión propicia que un aumento de la inversión modifique el ingreso y con ello el monto de ahorro.

Menciona que las principales características de la teoría clásica de la tasa de interés son: el señalar que depende de factores reales, frugalidad del ahorro y productividad del capital; el plantear que se determinada por la intercepción entre la demanda de inversión y la oferta de ahorro, el considerar que se constituye como el factor que permite la igualación entra la demanda de inversión y la oferta de ahorro y el definirla como la recompensa por la espera, por retrazar el consumo. Bajo estas condiciones un aumento de la inversión presionaría un alza de la tasa de interés que alienta el ahorro, hasta igualarlo con el monto de inversión, operando la tasa de interés como mecanismo compensador del desajuste entre ahorro e inversión.

Frente a este planteamiento señala que el error de los clásicos fue descuidar el hecho de que el ingreso depende de la inversión, ya que las variaciones de la inversión generan cambios en el ingreso que afectan el monto del ahorro, variando en consecuencia no solo la demanda de inversión si no también la oferta de ahorro, no obstante, el esquema clásico no permite conocer cual será la nueva curva de ahorro, con ello queda indeterminada la tasa de interés, necesitando ser explicada por otros factores. La tasa de interés establecida por estos otros factores permite encontrar el nuevo nivel de ingreso y por tanto la curva de ahorro que intercepta la demanda de inversión. Una vez conocida la tasa de interés se puede encontrar el nuevo nivel de ingreso, que intercepta la demanda de inversión.

Para construir una nueva teoría de la tasa de interés, Keynes parte de analizar la preferencia psicológica de tiempo, mencionando que se compone de dos elementos: el primero relacionado con la preferencia psicológica de tiempo denominada como la

---

<sup>22</sup> [...] En el mantenimiento de la igualdad del ahorro e inversión, estoy, por tanto, retornando a la vieja ortodoxia. La novedad en mi tratamiento de ahorro e inversión consiste no en mantener su necesaria igualdad agregada, sino en la proposición que es, no la tasa de interés, sino el nivel de ingreso el que asegura su igualdad" (Keynes, 1937:211).

<sup>23</sup> Para un análisis más detallado véase Keynes, 1936: 104-105.

propensión a consumir y el segundo con la preferencia psicológica de tiempo que permite conocer el grado de preferencia por la liquidez del individuo “[que] ... está representado por una curva del volumen de recursos, valuados en dinero o en unidades de salarios, que deseara conservar en forma de dinero en diferentes circunstancias” (Keynes, 1936:173). La propensión a consumir indica la parte del ingreso que un individuo destinara al consumo así como la que mantendrá en alguna forma de poder adquisitivo de consumo futuro, mientras que la preferencia por la liquidez se relaciona con la decisión que toma el individuo respecto a la forma de conservar el poder adquisitivo futuro<sup>24</sup>.

Con base en estos elementos plantea que el interés no puede ser visto como la recompensa por ahorrar, ya que las personas pueden decidir mantener sus ahorros en dinero y por este no reciben interés, por ello el interés debe ser visto como la recompensa por desprenderse de liquidez por no atesorar; la tasa de interés por ende no es el precio que equilibra la demanda de inversión y la oferta de ahorro, sino el precio que equilibra el deseo de conservar riqueza en forma de efectivo con la cantidad disponible de este último.

Como una consecuencia lógica de lo anterior surgiría la interrogante de porque existe la preferencia por la liquidez, es decir, por que los individuos, dado que la tasa de interés nunca es negativa, querrán mantener su riqueza en una forma que rinde poco o ningún interés (mantener dinero como medio de conservar riqueza). La respuesta dada por Keynes señala que la condición necesaria para que se presente la preferencia por la liquidez, es la existencia de incertidumbre respecto al futuro de la tasa de interés. Con respecto a la preferencia por la liquidez menciona que existen tres clases, que dependen de los siguientes motivos:

- a) motivo transacción: se refiere a la necesidad de efectivo para las transacciones corrientes de cambios personales y de negocios.
- b) motivo precaución: indica el mantenimiento de efectivo por el deseo de seguridad respecto al futuro.
- c) motivo especulación: consiste en mantener efectivo con el propósito de conseguir ganancias por saber mejor que el mercado lo que depara el futuro.

El motivo transacción y precaución dependen del nivel de ingreso, mientras que el motivo especulación depende de la relación entre la tasa corriente de interés y el estado de las expectativas<sup>25</sup>. La suma de estos tres motivos da una función de liquidez, que junto con la cantidad de efectivo disponible determinan la tasa de interés.

Por todo lo anterior se puede concluir que Keynes, en su teoría general de la tasa de interés, concibe a la tasa de interés como la recompensa por desprenderse de liquidez (por no atesorar), siendo vista como el precio que equilibra el deseo de conservar riqueza en forma de efectivo con la cantidad disponible de este último.

---

<sup>24</sup> Los clásicos intentaron derivar su teoría de la tasa de interés considerando solo el primer elemento de la preferencia psicológica de tiempo, desdeñando las implicaciones del segundo elemento que se refiere al grado de preferencia por la liquidez.

<sup>25</sup> En el motivo especulación lo que importa no es el nivel absoluto de la tasa de interés, sino su grado de divergencia con respecto a lo que se considera un nivel aceptablemente seguro de la tasa de interés.

## 2.2 Poskeynesianos

Después de la principal obra de Keynes “la teoría general, de la ocupación, el interés y el dinero”, el pensamiento ortodoxo formuló diferentes críticas entorno a sus planteamientos, principalmente en lo referente a la definición de la tasa de interés, al rechazo de la ley de Say, y al énfasis dado a la demanda efectiva en el establecimiento del nivel de producto y del empleo. Es el propio Keynes el que inicia la defensa de sus argumentos mediante cartas o publicaciones de artículos cuya finalidad fue explicar con mayor profundidad sus argumentos o incluso plantear nuevas ideas que consideraba más propicias.

Tomando como referencia los postulados de Keynes surgen varias corrientes teóricas que con base en su rechazo o aceptación desarrollan planteamientos tendientes a defender los postulados de Keynes o a enfatizar aspectos que explico, aunque no ampliamente, en sus escritos posteriores a la teoría general, siendo uno de ellos la relevancia del funcionamiento bancario en la creación de dinero. A dichos autores se les denominó “poskeynesianos”, hablando en sentido amplio se ubican dentro de esta vertiente Minsky, Davidson, Kaldor, Rousseas, Kahn y Robinsson. Los tres primeros autores (Minsky, Kaldor y Rousseas) escribieron contra el pensamiento monetarista y adoptaron visiones de la inestabilidad de la demanda de dinero, mientras que Robinsson desarrollo una explicación de la creación, circulación y destrucción del dinero dentro de las líneas de un circuito monetario.

Dentro de la corriente teórica poskeynesiana surge la Teoría endógena del dinero que tiene diferentes posturas (horizontalista, estructuralista y circuitista) que han tendido a unificarse. La teoría endógena del dinero plantea que la demanda de crédito determina la oferta<sup>26</sup>, siendo los bancos las únicas instituciones que tienen la habilidad de crear dinero sin estar limitados por un ahorro previo, en otras palabras los bancos son capaces de emitir préstamos sin depósitos previos, crédito ex nihilo que no absorbe o agota recursos reales, por que sus deudas son aceptadas como dinero, por supuesto avalado por el banco central, que otorga poder de compra general vía la emisión de pasivos contra si mismos. Los principales desacuerdos al interior de la teoría endógena se ubican básicamente en los siguientes aspectos: la pendiente de la curva de oferta monetaria, la determinación de la tasa de interés, el efecto del banco central y los bancos comerciales en la determinación de las tasas activa y pasiva y los factores que permiten el surgimiento de restricciones crediticias.

Kaldor fue el principal influyente de la posición horizontalista de Moore que se convierte en la base de las nuevas aportaciones horizontalistas. Si bien la vertiente Horizontalista encuentra sus raíces en Kaldor, hoy en día las aproximaciones son mas asociadas con Moore y Lavoie, así como también con las aportaciones realizadas por: Arestis, Eichner, Forman, Groves, Howells, Nell, Roger, Rochon y Smithin. Sitúan su análisis en una economía monetaria enfatizando que el dinero es endógeno debido a su naturaleza de deuda; la aceptación de los depósitos bancarios como medio de pago

---

<sup>26</sup> “[...] La oferta de dinero creado es endógena en sentido estadístico [...] también es endógena en sentido control. La variable exógena es el precio al cual el banco central suministra la base monetaria sobre la demanda, que determina el nivel general de la tasa de interés de corto plazo [...] la oferta de dinero crédito conducido, así que la oferta monetaria responde a cambios en la demanda por crédito bancario [...] es también demanda-determinada. Como resultado un incremento en la oferta de dinero no implica la existencia de exceso de balance monetario. La noción de una oferta independiente y demanda, no es aplicable a una economía de dinero crédito” (Moore, 1988:199).

(como dinero) permite a los bancos satisfacer su demanda mediante la emisión de créditos ex nihilo (sin estar limitados por depósitos previos). En cuanto al Banco central señalan que es incapaz de limitar la creación crediticia, ya que no puede controlar la masa monetaria, solo puede fijar la tasa de interés basándose en su función de reacción que contempla variables económicas y políticas. De esta manera plantean una curva de oferta de dinero horizontal, situada al nivel exógeno de la tasa de interés establecida por el banco central.

La vertiente estructuralista encuentra sus raíces en Minsky y Davidson teniendo como principales proponentes a Randall Wray, Palley, Pollin, Rousseas, Davidson, Chick y Dow and Dow. El pensamiento estructuralista se vio influenciado básicamente por dos planteamientos que tanto Minsky como Davidson enfatizaron, siendo estos: la curva de oferta de dinero con pendiente ascendente y el comportamiento de portafolio. Su análisis se sustenta en una endogeneidad del dinero estructural que toma en consideración detalles institucionales; existiendo dos concepciones en cuanto a su naturaleza: para Randall Wray, es una relación social cuyo característica es pagar penas o multas, por tanto el dinero tiene como origen una relación crédito deuda destinada a pagar deudas, en tanto para otros poskeynesianos estructuralistas, como Davidson, el dinero es un activo que existe debido a la incertidumbre, es decir, dado el futuro incierto las familias desean trasladar sus activos de riqueza en el futuro, necesitando un activo que sea capaz de tender un puente sobre la brecha de tiempo, siendo el dinero el activo perfectamente liquido que cumple este requisito, observándose como una “maquina de tiempo” que actúa como deposito de valor.

Para los estructuralistas un aumento de la inversión incrementa el riesgo de una posición ilíquida tanto de las empresas como de los bancos, propiciando que los bancos aumenten su tasa de interés de préstamo, considerada como una variable endógena que varía positivamente con la demanda por préstamos. Consideran que el banco central no acomoda todas las reservas que necesitan los bancos, sugiriendo con ello que el banco central posee controles cuantitativos efectivos y reales que pueden amenazar la total endogeneidad de la oferta de dinero, similarmente el banco central puede incrementar exógenamente la oferta de dinero, así como fomentar el crecimiento del crédito a través de un incremento de la oferta de reservas al sistema privado, aumentando con ello la liquidez bancaria. De esta manera plantean que la curva de oferta de crédito tiene una pendiente positiva.

### **2.2.1 Horizontalistas**

Los Horizontalistas han señalado que los poskeynesianos realizan el análisis de una economía monetaria capitalista, en donde el dinero afecta las variables reales y es considerado como endógeno; no obstante han llegado a conclusiones opuestas que han impedido construir un pensamiento unificado, debiéndose básicamente a la existencia de distintas definiciones de endogeneidad del dinero.

Para los poskeynesianos estructuralistas, aunque el dinero es endógeno por el vínculo préstamo-deposito, el dinero es aun visto como un activo que satisface sus funciones tradicionales, es decir, como medio de pago, medio de intercambio y deposito de valor, aseguran que la liquidez del dinero y la habilidad para tratar con incertidumbre le da su valor intrínseco, por tanto el dinero existe debido a la incertidumbre, es decir, dado el futuro incierto las familias desean trasladar sus activos de riqueza en el futuro,

necesitando un activo que sea capaz de tender un puente sobre la brecha de tiempo, el dinero es el activo perfectamente líquido que cumple este requisito. Para otros poskeynesianos la endogeneidad del dinero se debe a una inestabilidad de la demanda de dinero (a una velocidad variable del dinero).

Los horizontalistas mencionan que las definiciones anteriores de endogeneidad del dinero surgen como consecuencia de una imperfección del mercado, impidiendo con ello romper totalmente con el pensamiento ortodoxo, al grado que se puede restablecer la noción de escasez del dinero. Por tal razón, consideran que para poder realizar un análisis monetaria de una economía capitalista, es decir, un análisis de una teoría de la producción monetaria, es necesario construir una teoría del dinero donde se desarrolle no solo una explicación de la existencia del dinero, sino también donde se explique el proceso a través del cuál el dinero es creado y no solo transmitido en la economía.

Por otro lado plantean que al aceptar la causalidad préstamo-deposito, que rechaza la causalidad ortodoxa deposito-préstamo que implica que el ahorro ex ante es una limitante de la inversión, es necesario explicar como se financia la inversión sin ahorro previo (ex nihilo). Dicha explicación la sustentan en la noción de que los bancos desempeñan el papel clave de financiamiento de la inversión, a través de la creación de créditos ex nihilo que no agota ni absorbe recursos reales.

También consideran que en la economía existe una relación jerárquica entre distintos grupos macroeconómicos específicos: banco central, bancos, empresas y familias. Para abordar los planteamientos de la corriente teórica poskeynesiana horizontalista esta sección inicia con la exposición de la teoría endógena del dinero, que permite desarrollar una explicación del funcionamiento de la economía monetaria incluyendo las relaciones jerárquicas que involucra, finalizando con la contestación a las principales críticas que se les han hecho.

### *2.2.1.1 La naturaleza del dinero*

Los horizontalistas inician la teoría del dinero enfatizando su naturaleza, su origen y no las funciones que desempeña como medio de intercambio, medio de pago o deposito de valor<sup>27</sup>. El dinero es un flujo deuda creado al inicio del circuito de la producción, cuando un crédito bancario usado para propósitos de producción es realizado<sup>28</sup>. “El dinero por tanto llega a ser endógeno debido a su naturaleza de deuda” (Rochon, 2001:35).

Con respecto al crédito bancario señalan que es creado ex nihilo, no agotando ni absorbiendo recursos reales, por ello los bancos son las únicas instituciones capaces de crear dinero, debido a que sus deudas (depósitos bancarios) son aceptadas como medio de pago, por supuesto avaladas por el banco central, pudiendo emitir créditos mediante la creación de pasivos sobre si mismos.

---

<sup>27</sup> “Una teoría del dinero es una donde la existencia del dinero no es solamente explicada, sino también donde el proceso a través del cuál el dinero es creado, y no solamente transmitido en la economía, es desarrollada [...] En otras palabras, debe explicar como el dinero es credo y destruido. Tal teoría empieza con el estudio de la naturaleza del dinero, en vez de enfatizar las diversas funciones del dinero” (Rochon, 2001:34-35).

<sup>28</sup> “En vez de ver al dinero como un stock-activo, los horizontalistas ven al dinero ante todo como un flujo deuda. Próximo a la teoría del circuito monetario, el dinero resulta del crédito bancario usado para propósitos de producción” (Rochon 2001:37-38).

Con base en lo anterior plantean que la creación de dinero por parte de los bancos es un argumento cambiante de la causalidad ortodoxa ahorro-inversión, por ello a continuación se abordara en forma detallada.

La aceptación de las deudas bancarias como dinero es lo que permite a los bancos otorgar préstamos sin depósitos previos, que a su vez crean depósitos, en otras palabras, los bancos pueden emitir préstamos sin depósitos previos debido a que los préstamos sólo son un asiento contable que no agota ni absorbe recursos reales, siendo un activo para los bancos pero simultáneamente una deuda.

Por tanto, bajo esta visión la emisión crediticia opera de la siguientes forma: las empresas demandan dinero a los bancos, quienes lo satisfacen mediante la emisión de créditos, convirtiéndose el préstamo de la empresa en un activo que a su vez también es un pasivo para los bancos asentado mediante la emisión de una deuda escrita contra si mismos. Si el banco extiende una línea de crédito y la empresa empieza a pagar a sus insumos de producción, a los trabajadores y a los que venden maquinaria y equipo, los depósitos que el banco hizo a la empresa se trasladan a estos nuevos sostenedores de depósitos, de esta forma es balanceada la deuda de los bancos escrita contra si mismos mediante el dinero que deben a las familias. No obstante, esto no implica que los depósitos permitieron la creación de créditos; ya que el préstamo emitido ex nihilo permitió crear esos depósitos. Si el préstamo se efectuara en efectivo la empresa pagaría en efectivo a los insumos de la producción, por tanto la deuda del banco escrita contra si mismo no se balancea con los nuevos sostenedores de depósitos, ya que estos reciben su pago en efectivo y no en un depósito. De esta manera, al inicio del circuito monetario el dinero toma la apariencia de un flujo deuda que tiene como contrapartida al crédito que toma la apariencia de un flujo activo.

Consideran que las deudas bancarias se liquidan debido a las siguientes razones: cuando a la empresa se le otorga un préstamo y utiliza dichos recursos para realizar pagos a los insumos de la producción, se generan ingresos que las familias distribuirán entre consumo y ahorro, asignando su ahorro con base en su preferencia por la liquidez entre ahorro financiero (la compra de activos financieros de diferente madurez) y ahorro acumulado (lo que deciden mantener en dinero). La captación del ahorro creada por la producción por parte de los intermediarios financieros (ahorro financiero), permite que las empresas mediante la emisión de acciones y títulos cancelen el crédito bancario, a su vez la venta de su mercancía les generara utilidades que utilizan para pagar las acciones que emitieron<sup>29</sup>. Por tanto al final del circuito monetario el dinero asume el papel de un activo, de un stock (véase diagrama 1).

Con base en lo anterior se considera que el dinero es endógeno por su naturaleza de deuda, siendo demanda determinada tanto al inicio como al final del circuito monetario; al inicio del circuito monetario los flujos de dinero son demanda determinada por la producción mientras que al final del circuito los stock de dinero son demanda determinada por las decisiones de portafolio<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> El ahorro creado por la producción también es llamado ahorro involuntario, mientras que el ahorro captado por las instituciones financieras es llamado ahorro voluntario.

<sup>30</sup> "Al final del circuito de la producción, [...] , el dinero es un stock observado, correspondiente a la cantidad que las familias escogen mantener como parte [...] de sus portafolios financieros. El dinero llega a ser un activo stock. El horizontalismo aun enfatiza el papel del dinero como un activo pero este papel debe ser

### 2.2.1.2 Dinero, Crédito y funcionamiento de una economía monetaria

Los horizontalistas enfatizan que el dinero y el crédito no son lo mismo, ya que sirven para diferentes propósitos; mientras el crédito permite que la producción se lleve a cabo, el dinero permite que los bienes circulen una vez que la producción ha tomado lugar, por tanto el dinero es creado a través del crédito cuando un pago es hecho. Por ello, señalan que es un error considerar como un componente de la demanda de dinero a la demanda de crédito bancario, ya que la demanda de dinero surge al final del circuito monetario cuando el dinero es visto como un activo/stock, y el crédito es un flujo activo que responde a las necesidades de la economía para producir o crecer. La inclusión del crédito como un componente de la demanda de dinero implicaría que cambios en los portafolios o innovaciones financieras estarían financiando la producción<sup>31</sup>, por tanto la inversión sería financiada mediante la asignación de ahorro de activos ilíquidos a activos líquidos, volviendo nuevamente a restablecerse la causalidad ortodoxa “ahorro-inversión”. Por esta razón consideran que la separación del crédito del dinero es necesaria para dividir el lazo “ahorro-inversión”.

En cuanto al funcionamiento de una economía monetaria señalan que en la economía operan relaciones jerárquicas entre diferentes grupos macroeconómicos; por ello en su explicación de cómo empieza a funcionar una economía monetaria incluyen dos relaciones: siendo la primera la relación existente entre los bancos y las empresas y la segunda la que se presenta entre el banco central y los bancos.

#### a) Demanda de crédito y Banca comercial

Los poskeynesianos consideran que para la endogeneidad del dinero existen dos elementos básicos que deben ser considerados, siendo estos: el tiempo histórico y el tiempo de la discrepancia entre costos e ingresos. Lo esencial de una economía que actúa en tiempo histórico es que su pasado está dado y es inalterable mientras que el futuro es incierto y desconocido, el tiempo histórico solo puede avanzar. Aunando a lo anterior tenemos que las empresas incurren en costos al inicio del proceso de producción y solamente reciben ingresos de las ventas al final del proceso de producción<sup>32</sup>.

Los horizontalistas mencionan que la discrepancia existente entre costos e ingresos propicia que las empresas requieran acceso al financiamiento (acceso al crédito). No obstante, el que las empresas puedan obtener un crédito no basta para poder tener una teoría endógena del dinero, ya que es necesario considerar que el crédito tiene características especiales, al ser un crédito ex nihilo que no necesita de depósitos previos (ahorro), permitiendo con ello rechazar la causalidad ortodoxa “depósitos-préstamo” que restablecería el nexo ahorro-inversión.

---

entendido en su propio contexto. Lavoie (1992) de hecho asegura que esos ahorros acumulados corresponden al final, al incremento observable en la oferta monetaria, la deuda permanente de las empresas hacia los bancos” (Rochon, 2001: 38-40).

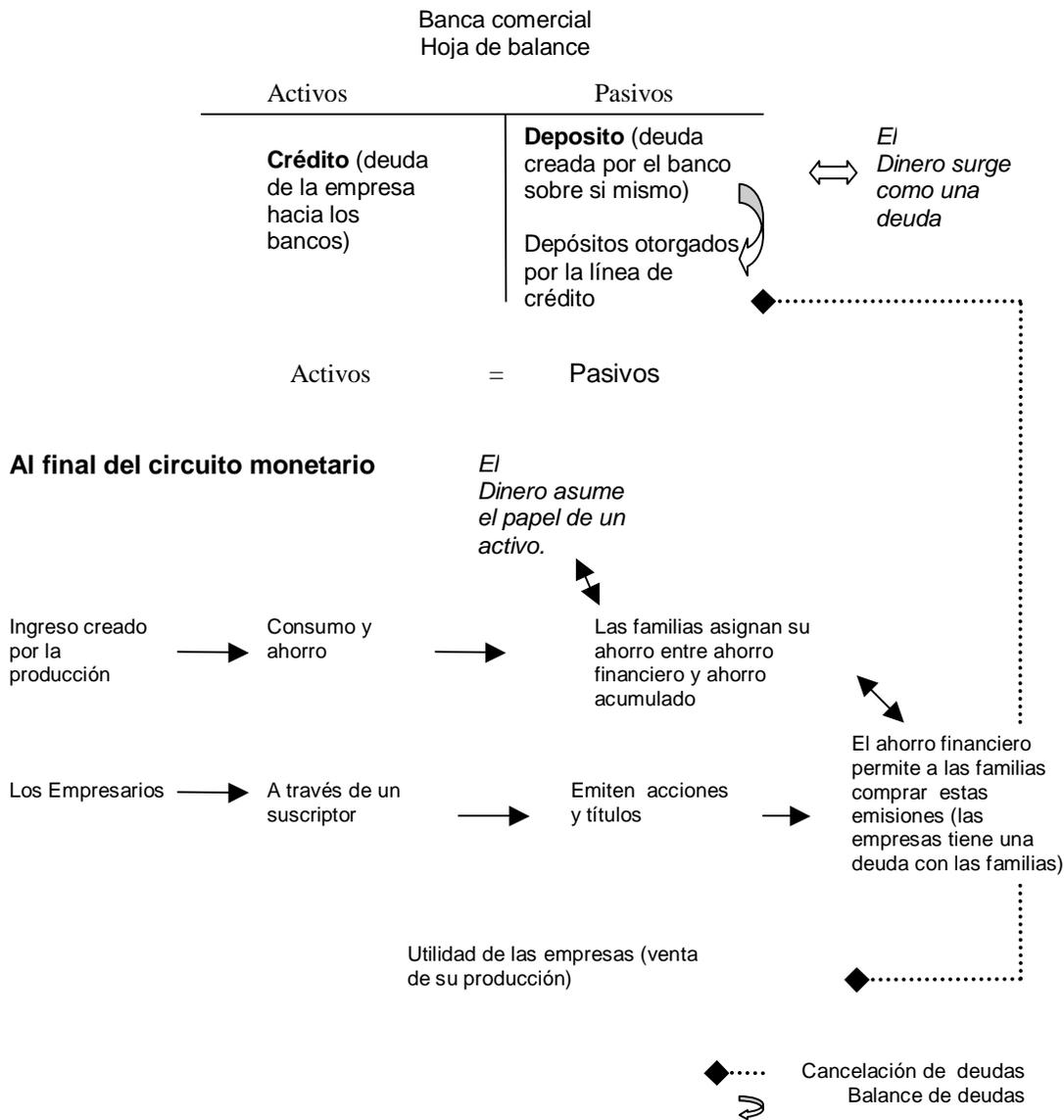
<sup>31</sup> “[...] El dinero no es creado de los cambios en portafolio, de bancos o familias. Los cambios en el portafolio y las innovaciones financieras nunca pueden financiar la producción, ellos nunca pueden ser una fuente de capacidad de préstamos. Si esto fuera verdad, como muchos poskeynesiano minkianos aseguran, entonces habría una reafirmación de la aproximación de fondos prestables” (Rochon, 2001:40).

<sup>32</sup> “La producción lleva [...] tiempo. En las economías actuales los costos de producción se generan y pagan normalmente con antelación a la recepción de los ingresos por ventas” (Moore, 1984:145).

### Diagrama 1

Emisión de créditos por parte de los bancos y Fondo de las deudas bancarias.

#### Inicio del circuito monetario



Asimismo señalan que la creación de créditos bancarios estará limitada por la demanda de créditos que realicen las empresas, por tanto la demanda de crédito determina la oferta. La cantidad de dinero necesaria para llevar a cabo la producción, que determinara la demanda por crédito, será igual a las necesidades financieras para pagar los salarios de los trabajadores y para comprar maquinaria y equipo. Una vez establecida la demanda por crédito los bancos ofertaran a las empresas el financiamiento necesario.

Con respecto a la incertidumbre en el sentido keynesiano, los horizontalistas plantean que es un factor importante que influye tanto en la demanda de crédito como en la oferta. En cuanto a la demanda de crédito, la incertidumbre propicia cambios en las

decisiones de producción de las empresas, de tal forma que un aumento de la incertidumbre puede conducir a que los empresarios decidan recortar su producción e inversión; traduciéndose en un bajo nivel de actividad económica y por tanto en una menor demanda de crédito. Con respecto a la oferta de crédito señalan que la incertidumbre afecta el comportamiento bancario, ya que los bancos con base en la incertidumbre y su preferencia por la liquidez establecen sus criterios de solvencia, implicando con ello que solo satisfaceran la demanda de crédito solvente, de esta manera el crédito no esta garantizado y las empresas deben cumplir con los criterios de solvencia establecidos por los bancos.

#### b) Banco central y banca comercial

El banco central se relaciona con los bancos a través de las siguientes variables:

1. La fijación de la tasa de interés por parte del banco central
2. La naturaleza acomodaticia de la oferta de reservas

Para los horizontalistas el instrumento de política monetaria que el banco central puede determinar es la tasa de interés, constituyéndose como el precio al que suministra liquidez al sistema bancario, es decir, el precio al que otorga las reservas. A su vez los bancos establecen su tasa de préstamo con base en un margen sobre la tasa de interés que no se relaciona con la actividad productiva (con el ciclo económico o el ciclo de negocios). El comportamiento acomodaticio del banco central, le permite acomodar las reservas necesarias de los bancos. De esta manera la oferta de reservas es endógena y se encuentra determinada por la demanda de reservas de los bancos, en otras palabras es endógena debido a que si los préstamos crean depósitos en el proceso, las reservas necesariamente siguen.

La representación grafica de estas dos relaciones contempla los siguientes elementos: la política monetaria es representada no por una cantidad de masa monetaria sino por una tasa de interés y la cantidad de dinero en existencia será demanda determinada, es decir, los bancos a la tasa de interés establecida por el banco central podrán ofertar toda la cantidad demandada de crédito solvente (véase gráfica 1). El considerar una tasa de interés exógena y una oferta de crédito horizontal, les permite romper la relación entre la tasa de interés y la actividad económica, ya que de no hacerlo, un aumento de la inversión conduciría a un incremento de la tasa de interés, tal como lo establece la teoría de fondos prestables manteniéndose la noción de escasez.

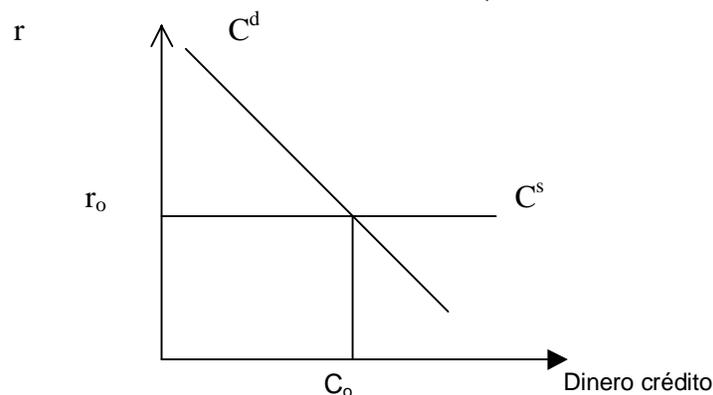
Las dos relaciones que anteriormente se expusieron se observan al empezar el funcionamiento de una economía monetaria, no obstante para explicar el funcionamiento total de la economía, es necesario incluir otra relación, entre familias y empresas o inversionistas institucionales.

#### c) Captación de ahorro y empresas

Los horizontalistas enfatizan que el inicio del proceso productivo a través del multiplicador de la inversión genera ingresos, que las familias distribuirán entre consumo y ahorro. Dicho ahorro, que es creado por la producción, será asignado a través de la preferencia por la liquidez de las familias entre ahorro financiero (compra de activos de diferente madurez) y ahorro acumulado (demanda de dinero). Para poder lograr la

estabilidad en el crecimiento las empresas necesitan cancelar su deuda contraída con los bancos, para ello emiten acciones (mediante un suscriptor) que las familias compran. A través de la compra de sus acciones las empresas pueden liquidar su deuda con los bancos; mientras que las utilidades obtenidas por la venta de sus productos, les permiten liquidar la deuda que contrajeron con las familias (véase diagrama 1).

**Gráfica 1**  
Horizontalistas, tasa de interés, oferta y demanda de crédito.



Fuente: Rochon, Horizontalists and Structuralists: credit and endogenous Money, 1999:159.

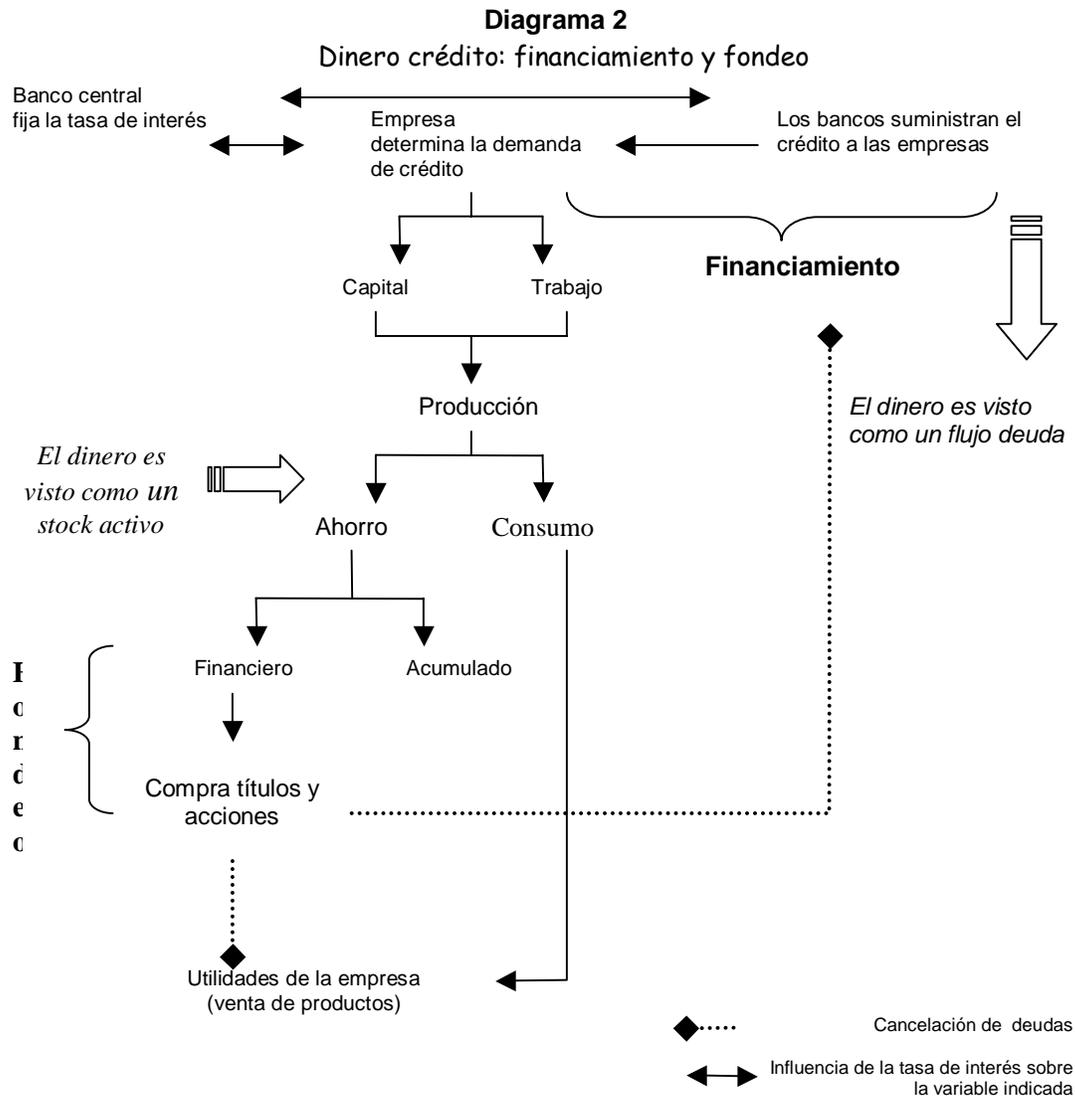
Con base en lo anterior, los horizontalistas señalan que el funcionamiento de una economía monetaria se caracteriza por presentar las siguientes etapas<sup>33</sup> (véase diagrama 2):

- a) La secuencia de eventos inicia con la habilidad que tiene el banco central de fijar la tasa de interés<sup>34</sup>. La tasa de interés a su vez influye en la demanda de crédito bancario, ya que la tasa de interés afecta a la inversión de forma indirecta a través de los efectos distributivos y de la demanda efectiva<sup>35</sup> (se niega el efecto directo de la tasa de interés sobre la inversión). De esta forma, si el banco central aumenta la tasa de interés fomenta una redistribución del ingreso de las familias a las empresas, es decir, la mayor tasa de interés aumentara los costos de producción propiciando que las empresas incrementen sus precios y con ello el salario real caerá. Con la caída de los salarios la demanda efectiva disminuirá impactando las ganancias de las empresas y con ello sus decisiones de inversión. Así, la causalidad corre de la tasa de interés a la tasa de ganancia, a través de la demanda efectiva.
- b) Una vez que la demanda de crédito bancario ha sido realizada, los bancos otorgan crédito a las empresas, a través de líneas de crédito, que les permiten realizar pagos a sus insumos productivos.

<sup>33</sup> Para un análisis más detallado véase Rochon, 2001:37-40.

<sup>34</sup> Entre los poskeynesianos no existe acuerdo respecto a la tasa de interés que controla el banco central, si esta es la tasa nominal o la tasa real; no obstante hay autores que sostienen que puede controlar no sólo la tasa de interés nominal sino también la real.

<sup>35</sup> La tasa de interés es vista como una variable distributiva.



- c) Las empresas mediante el crédito obtienen el trabajo y el capital necesario para iniciar el proceso de producción, que mediante el multiplicador de la inversión genera mayores ganancias e ingresos.
- d) Las familias distribuirán estos ingresos entre ahorro y consumo, implicando con ello que el ingreso creado por la inversión no se consume en su totalidad, quedando un monto que se destina al ahorro.
- e) A través de su preferencia por la liquidez las familias asignarán su ahorro entre ahorro financiero y ahorro acumulado.
- f) La captación del ahorro mediante la emisión de títulos y acciones (ahorro financiero) permitirá restituir el crédito bancario<sup>36</sup>, cancelando la deuda de corto plazo contraída al inicio del proceso productivo, mientras que las utilidades que se generan por la venta de la producción permitirán cancelar la deuda de largo plazo

<sup>36</sup> " [...] El ahorro financiero, por supuesto es recuperado por las empresas siempre y cuando las familias compren nuevas emisiones ..." (Rochon, 2001:55).

contraídas con la emisión de títulos y acciones. De esta forma, se permite empatar las deudas con las utilidades.

### *2.2.1.3 Críticas a la corriente teórica horizontalista*

Los horizontalistas mencionan que las principales críticas que sus planteamientos han recibido provienen de la corriente teórica estructuralista, siendo las razones principales de tales críticas, el que no han entendido en forma correcta la teoría horizontalista y el que no han roto completamente con el pensamiento ortodoxo, por la falta de una revolucionaria definición endógeno del dinero. Dichas críticas se sustentan en las siguientes afirmaciones<sup>37</sup>:

1. La naturaleza acomodaticia del banco central que le permite ofertar todas las reservas demandadas por los bancos.
2. Los bancos tienen un papel pasivo en el proceso de producción, ya que simplemente acomodan toda la demanda por préstamos.
3. No existe una explicación o justificación del nivel de la tasa de interés que es considerada exógena.
4. Existe una inconsistencia con el principio Kaleckiano de riesgo creciente.
5. La presencia de un margen variable invalida la postura horizontalista.
6. La administración de pasivos al reflejar una falta de acomodación de reservas inválida al horizontalismo.
7. El horizontalismo implica una velocidad constante del dinero.
8. El horizontalismo es inconsistente con la preferencia por la liquidez.

Aunque de alguna forma ya se ha explicado que ninguna de estas críticas invalida la posición horizontalista, a continuación se abordaran en forma breve las respuestas que los horizontalistas han dado.

1. La naturaleza acomodaticia del banco central que le permite ofertar todas las reservas demandadas por los bancos.

Los estructuralistas consideran que el banco central no satisface toda la demanda de reservas que necesitan los bancos, pudiendo limitar la expansión crediticia y con ello propiciar que la curva de oferta de crédito tenga una pendiente positiva. De esta forma plantean que la falta de acomodación del banco central invalida la posición horizontalista, debiendo ser considerada como un caso especial de una posición estructuralista más general.

Frente a este argumento los horizontalistas han mencionado que en la mayor parte de su literatura se da la impresión de que el banco central debe acomodar todas las reservas, no obstante enfatizan que han aceptado que el banco central puede rehusarse a acomodar todas las reservas demandadas por los bancos. Sin embargo, la falta de acomodación de reservas no impone ninguna restricción a la oferta de crédito, ya que las reservas tienen un papel pasivo en el proceso de creación del dinero, en otras palabras, los préstamos crean depósitos durante el proceso de producción, variando endógenamente las reservas en respuesta a los cambios en la demanda por crédito. Consideran que el papel acomodaticio del banco central se refleja en el nivel de la tasa de

---

<sup>37</sup> Para mayores referencias véase Rochon, 1999: 170-179 y Rochon, 2001: 42-56.

interés que fijan, pudiendo por ende la curva de oferta de dinero horizontal desplazarse hacia arriba y hacia abajo. A este nuevo nivel de tasa de interés, los bancos estarán ofertando todo el crédito que satisfaga las condiciones de solvencia.

Los horizontalistas plantean que el dinero es endógeno por que es una deuda, por tal razón el papel acomodaticio del banco central no influye en el desarrollo de una teoría endógena. Sin embargo, si afecta la tasa de interés a la cual el banco central está de acuerdo en satisfacer la demanda por reservas bancarias, implicando con ello que si el banco central no tiene un papel acomodaticio incrementara la tasa de interés, desplazando la curva de oferta horizontal hacia arriba, a esta nueva tasa de interés los bancos ofertaran toda la demanda de crédito que satisfaga sus nuevos criterios de solvencia.

2. Los bancos tienen un papel pasivo en el proceso de producción, ya que simplemente acomodan toda la demanda por préstamos

Los estructuralistas consideran que en la visión horizontalista los bancos tienen un papel pasivo, ya que acomodan toda la demanda de crédito, ignorándose con ello las restricciones crediticias. Frente a estos argumentos, los horizontalistas han mencionado que la aseveración de que los bancos establecen alguna restricción sobre sus préstamos no invalida la posición horizontalista y es completamente compatible con sus planteamientos, ya que el dinero aun es crédito ofertado con base en la demanda. Asimismo, señalan que ellos enfatizan que los bancos no pueden prestar sin existir una demanda a priori de préstamos<sup>38</sup> y que los bancos adquieren el papel estratégico de proveer ex nihilo de crédito endógeno, manteniendo por ende la clave para la producción y la expansión económica.

De esta manera los horizontalistas señalan que los bancos juegan un papel activo tanto en el proceso de producción como en el otorgamiento de créditos. En el otorgamiento de créditos, los bancos no solo fijan los precios sino también su cantidad; para fijar la cantidad de préstamos establecen criterios de solvencia que se basan en su preferencia por la liquidez y en la incertidumbre<sup>39</sup>, encontrándose dentro de dichos criterios el historial crediticio, la existencia de colaterales, etcétera. Plantean que si los demandantes de crédito no cumplen con los criterios de solvencia establecidos por el banco no se les otorgara el crédito, existiendo por ende una brecha de demandantes insatisfechos, debido a que los bancos solo satisfacen la demanda de créditos solventes.

Con respecto al funcionamiento de los bancos consideran que los bancos pueden perder su espíritu animal si observan condiciones futuras no favorables, propiciando un aumento de su preferencia por la liquidez y el establecimiento de criterios de solvencia más estrictos que conducirían a una caída en la demanda de prestatarios solventes y con ello a una mayor restricción crediticia. La consideración de estos elementos ha llevado a los horizontalistas a sugerir que debe construirse una teoría del comportamiento bancario que considere a estas instituciones como empresas con fines lucrativos que se ven afectadas por la incertidumbre, cambiándose de esta manera el énfasis de la

---

<sup>38</sup> Para ejemplificar este planteamiento los horizontalistas mencionan lo señalado por Robinson, quien considera que la cantidad de créditos bancarios se encuentra limitada por la demanda de buenos prestatarios.

<sup>39</sup> "Los bancos hacen variar su oferta de crédito (o la cantidad de créditos que ellos aceptan extender) basándose sobre sus expectativas de la rentabilidad futura de la empresa, y el curso futuro de la tasa de interés. Su comportamiento será influenciado por la incertidumbre" (Rochon, 2001:46).

incertidumbre de las empresas a las expectativas bancarias sobre el futuro (la incertidumbre de los bancos)<sup>40</sup>.

Con base en lo anterior los horizontalistas afirman que ellos no niegan que se pueda presentar una restricción al crédito, pero lo que si rechazan es que sea el resultado de una reducción de reservas por parte del banco central, ya que su aceptación implicaría que el banco central posee controles cuantitativos efectivos y reales que pueden amenazar la total endogeneidad de la oferta de dinero. De esta manera, consideran que si el banco central tiene un papel no acomodaticio la restricción de créditos se deberá al impacto de la política monetaria tanto en la solvencia de las empresas como en el establecimiento de criterios de solvencia de los bancos, ya que los bancos establecen criterios mas estrictos que conducen a una caída de la demanda de prestatarios solventes.

3. No existe una explicación o justificación del nivel de la tasa de interés que es considerada exógena

Con respecto a la tasa de interés exógena los estructuralistas han planteado las siguientes críticas: no existe una explicación del nivel exógeno de la tasa de interés, el banco central puede fijar la tasa de interés a cualquier nivel sin tomar en cuenta las condiciones del mercado interno y externo y que el banco central tiene el habito de mantener la tasa de interés por un tiempo prolongado. Frente a estas críticas los horizontalistas han señalado que el banco central tiene un rango sustancial de discreción sobre el cual pueden variar la tasa de interés, fijando su nivel a través de su propia función de reacción, que incluye fenómenos de mercado, fenómenos que no pertenecen al mercado e incluso variables políticas, destacando entre ellos:

- “1) El estado futuro de la economía domestica (demanda de factores)
- 2) La sensibilidad del comportamiento del sistema a los cambios de la tasa de interés
- 3) Sus objetivos finales (pleno empleo, estabilidad de precios, crecimiento, balanza de pagos, términos de intercambio, tipo de cambio, distribución del ingreso)
- 4) Los efectos de los cambios de la tasa de interés sobre la viabilidad, prosperidad y liquidez del sistema financiero y
- 6) En las democracias al menos la implicación de los cambios en la tasa de interés para el partido gobernante en las siguiente elección” (Moore, 1989, p.487 citado por Rochon, 2001:50).

También mencionan que es un error considerar que una curva de oferta de crédito horizontal implica que los bancos centrales mantienen por siempre la tasa de interés; de hecho los movimientos hacia arriba y hacia abajo de la curva de oferta de crédito horizontal reflejan cambios en la tasa de interés.

4. Existe una inconsistencia con el principio Kaleckiano de riesgo creciente

Para los estructuralistas el rompimiento del vínculo de la inversión con la tasa de interés implica que los planteamientos horizontalistas son inconsistentes con el principio de riesgo creciente de Kalecki, quien señala que al aumentar la inversión aumenta el

---

<sup>40</sup> Cabe aclarar que esto no quiere decir que la incertidumbre no afecte a las empresas, sino que las empresas una vez que establecen sus decisiones de inversión, se deben enfrentar a otro obstáculo en la obtención de su financiamiento externo: la incertidumbre de los bancos.

grado de apalancamiento de las empresas, volviéndose más riesgoso el otorgamiento de crédito y con ello se induce a los bancos a cobrar una mayor tasa de interés. Sin embargo, los horizontalistas plantean que el principio de riesgo creciente de Kalecki solo es valido en un ambiente estático, ya que conforme transcurra el tiempo las ganancias de las empresas aumentaran<sup>41</sup> no existiendo razón para que incremente su riesgo y la tasa de interés sufra presiones alcistas; mencionan por ende que el principio de riesgo de Kalecki sólo toma en cuenta los efectos microeconómico olvidándose de los efectos macroeconómicos.

5. La presencia de un margen variable invalida la postura horizontalista.

Los horizontalistas plantean que la tasa de interés base es exogena, pero ello no implica que la tasa de préstamo (tasa activa) lo sea también. De hecho los bancos establecen su tasa de interés de préstamo (tasa activa) mediante un margen que puede cambiar con independiente de la actividad productiva (ciclo económico o de negocios)<sup>42</sup>. Señalan que los factores que toman en cuenta los bancos para establecer su tasa de interés activa son básicamente los siguientes: los costos bancarios, un margen que refleja el grado de concentración de la estructura bancaria, que a su vez depende de un premio al riesgo que refleja los criterios de solvencia establecido por el banco (como pueden ser tipo de prestatario, activos que sirven como colaterales, duración del préstamo, etcétera). De esta manera “la tasa de interés de préstamo puede ser ilustrada usando la siguiente ecuación:

$$i_l = [1 + M_k(E)]costs$$

donde  $i_l$  es la tasa de interés de préstamo,  $costs$  es una variable representante de los costos totales de los bancos de mantener su operación, como son salarios y el costo de obtener reservas adicionales si surge la necesidad,  $M_k$  es el margen reflejando el grado de monopolio kaleckiano....El elemento crucial es  $E$ , el cual representa un premio al riesgo. Para los horizontalistas,  $E$  varia independientemente de la actividad económica [...] La variable  $E$  es la evaluación bancaria de la solvencia de las empresas” (Rochon, 2001:52).

9. La administración de pasivos al reflejar una falta de acomodación de reservas inválida al horizontalismo.

Los estructuralistas señalan que la administración de pasivos es una prueba de que el banco central no tiene un comportamiento acomodaticio, ya que los bancos a través de cambiar pasivos de depósitos que requieren mas reservas hacia los que requieren de una menor cantidad, pueden obtener las reservas que el banco central no ha ofertado. Consideran que en un marco institucional en donde no existen limitaciones en la cantidad de reservas, no se fomentara la práctica sistemática de administración de pasivos, por ello el que los bancos se ocupen de la administración de pasivos invalidaría la posición horizontalista. De esta manera señalan que el horizontalismo y la administración de pasivos son incompatibles.

<sup>41</sup> “[...] los poskeynesianos siguen a Michel Kalecki en su argumentación de que la inversión genera en parte los beneficios necesario para financiarse” (Moore, 1984:146).

<sup>42</sup> “En la versión horizontalista de Kaldor-Moore-Lavoie, es la tasa base de interés la que es exógena no la tasa de interés de prestamos. La última es fijada por un margen, pero no sigue que deba permanecer constante a través del ciclo. Lo que la posición horizontalista sugiere sin embargo, es que los cambio en el margen, y presumiblemente las variaciones en la tasa de interés de prestamos, no son resultado de incrementos en la demanda de crédito o en la actividad productiva” (Rochon, 2001:51).

Frente a esta crítica los horizontalistas han mencionado que la administración de pasivos y activos existe con independencia de si el banco central tiene un papel acomodaticio o no, debiendo ser vista no solo como una forma en la que los bancos desarrollan formas innovadoras (innovaciones financieras) que les permitan obtener reservas adicionales o economizar reservas, lo cual se relaciona con el comportamiento no acomodaticio del banco central, sino también como una práctica permanente para reducir sus reservas corrientes que representan un impuesto implícito para los bancos y una pérdida potencial de ganancias. Por ello aseguran que la administración de pasivos se practica aun en un ambiente de total acomodación, enfatizando que si bien las innovaciones financieras (administración de pasivos y activos) permiten a los bancos economizar reservas, ello no implica que sean una forma de expandir la oferta crediticia, ya que las reservas no tienen un papel causal en la determinación de la oferta crediticia. Por lo tanto la administración de pasivos es vista como un fenómeno ex post que surge al final del circuito.

#### 6. El horizontalismo implica una velocidad constante del dinero

Como respuesta a la presente crítica los horizontalistas plantean que nunca han señalado que la velocidad del dinero es constante, al contrario consideran que la administración de pasivos al estar fomentado la transformación de depósitos a la vista a depósitos a plazo, propicia que la velocidad del dinero no sea constante. Así también argumentan que la velocidad del dinero no tiene un papel causal, más bien es un factor pasivo que se determina una vez que el crédito se ha otorgado, los ingresos y el dinero creados.

#### 7. El horizontalismo es inconsistente con la preferencia por la liquidez

Los horizontalistas mencionan que la preferencia por la liquidez es aceptada en su planteamiento, presentándose cuando el dinero es visto como un stock activo, es decir, cuando los ingresos son creados las familias deciden consumir o ahorrar, destinando su ahorro con base en su preferencia por liquidez (una decisión de cómo asignan su ahorro) entre ahorro financiero y ahorro acumulado.

En términos generales se puede concluir que las respuestas que los horizontalistas han dado a sus críticas demuestran que sus planteamientos son compatibles, con un comportamiento no acomodaticio del banco central, con la administración de pasivos, un margen variable, velocidad del dinero variable, preferencia por la liquidez, debido a que dichas actividades son vistas como ex post una vez que el crédito ha permitido que la producción empiece. Por tanto dichos elementos no tienen un papel causal en la determinación de la oferta crediticia y no amenazan la causalidad poskeynesiana entre préstamos y depósitos.

### **2.2.2 Estructuralistas**

Los estructuralistas analizan una economía monetaria capitalista compuesta de relaciones institucionales que afectan la disponibilidad crediticia, por ello consideran una endogeneidad del dinero estructural que toma en consideración detalles institucionales. Sitúan su análisis sobre las decisiones de acumulación de capital de las empresas así como de su financiamiento, señalando que si las empresas recurren al financiamiento externo donde los bancos son la principal forma de financiamiento, no solo podrán

acelerar el crecimiento económico, el ingreso y la acumulación, sino también incrementar la razón de apalancamiento de las empresas y de los bancos, generando condiciones que pueden conducir a la fragilidad financiera señalada por Minsky.

Consideran que la menor liquidez de los bancos y de las empresas tiene repercusiones en el funcionamiento de la economía monetaria, ya que aunque el dinero crédito es endógeno, el incremento del riesgo de los préstamos asociado con una menor posición de liquidez llevara a que los bancos aumenten la tasa de interés de préstamo. De esta manera, la tasa de interés de préstamos no es exógena respecto a la actividad económica, sino que es una variable endógena que varía directamente con la demanda de préstamos. En cuanto al banco central plantean que no tiene un papel acomodaticio implicando con ello que los bancos no pueden obtener las reservas deseadas, en otras palabras, si bien los préstamos crean depósitos y estos a su vez reservas, como resultado de la falta de acomodación del banco central los depósitos no crearan las reservas necesarias en el proceso.

El planteamiento estructuralista es asociado con los siguientes argumentos: el papel no acomodaticio del banco central, la relación entre préstamos bancarios y tasa de interés de préstamo (liquidez de los bancos), la relación entre la razón de apalancamiento y la tasa de interés de préstamo (liquidez de las empresas) y el grado de presiones de liquidez. Dichos argumentos sirven para justificar una curva de oferta de dinero con pendiente hacia arriba (pendiente positiva) con independencia de si el banco central tiene un papel acomodaticio.

#### *2.2.2.1 Naturaleza del dinero*

Los estructuralistas consideran que el dinero es endógeno, no obstante existen dos planteamientos en cuanto a su naturaleza: para Randall Wray<sup>43</sup>, el dinero es una relación social cuyo característica es pagar penas o multas, pudiendo localizar su origen en un sistema elaborado de multas de tributo designado para prevenir disputas sangrientas, por ende el dinero tiene como origen una relación crédito-deuda destinada a pagar deudas, implicando con ello que el dinero es visto como una deuda<sup>44</sup>. En contraste para otros poskeynesianos estructuralistas, como Davidson, el dinero es un activo que existe debido a la incertidumbre, es decir, dado el futuro incierto las familias desean trasladar sus activos de riqueza en el futuro, necesitando un activo que sea capaz de tender un puente sobre la brecha de tiempo, siendo el dinero el activo perfectamente líquido que cumple dicho requisito. De esta manera el dinero puede ser visto como una “maquina de tiempo” que actúa como deposito de valor, pudiendo ser endógeno y exógeno.

Con base en lo anterior se puede señalar que para los estructuralistas la endogeneidad puede deberse a una imperfección del mercado (incertidumbre) o a su naturaleza de deuda (Randall Wray)<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> Para un análisis más detallado véase Wray, 2004b:1-4.

<sup>44</sup> Si bien Randall Wray ha señalado que el dinero es una deuda, el sigue considerando que la oferta de dinero es semiendógena, al tener una porción vertical y otra horizontal.

<sup>45</sup> La naturaleza de deuda señalada por los estructuralistas no se asemeja a la definición de dinero endógeno dada por los horizontalistas, ya que en el análisis del funcionamiento de una economía monetaria, los estructuralistas no han logrado separar lo que es demanda de dinero de demanda de crédito.

### 2.2.2.2 La falta de acomodación del Banco Central

Los estructuralistas plantean que el banco central fija la tasa de interés y que la oferta de crédito se caracteriza por estar determinada por la demanda de crédito y por tener una pendiente hacia arriba (pendiente positiva). Consideran que un factor que permite explicar la pendiente de la curva de oferta, es el hecho de que el banco central puede rehusarse a acomodar las reservas demandadas por los bancos. Las razones que llevan al banco central a no acomodar todas las reservas son básicamente las siguientes: incapacidad de ofertarlas debido a la información imperfecta, miedo por el riesgo inflacionario asociado con dinero facial y por las presiones hacia abajo sobre el valor del tipo de cambio que puede generar el exceso de reservas. De esta manera señalan que la falta de acomodación de reservas puede afectar la oferta crediticia, implicando con ello que el banco central posee controles cuantitativos y reales que pueden afectar la total endogeneidad de la oferta de dinero (ver diagrama 3).

También señalan que el papel acomodaticio del banco central puede afectar la oferta crediticia, limitándola a través de no acomodar todas las reservas y expandiéndola mediante un incremento de las reservas<sup>46</sup>. A su vez consideran que si bien la falta de acomodación del banco central influye en el comportamiento de los bancos, ello no impide que los bancos busquen mecanismos que les permitan encontrar las reservas necesarias, pudiendo practicar la administración de pasivos que les permitirá no solo obtener las reservas necesarias sino también evitar el poder del banco central. Con respecto a la administración de pasivos puntualizan que genera los siguientes efectos: permite a los bancos encontrar las reservas que requieren (no obstante ello no garantiza la creación de una oferta de reservas adecuada para satisfacer la demanda) y crea presiones alcistas sobre la tasa de interés, ya que los bancos tendrán que ofrecer a los tenedores de activos una tasa elevada para que accedan a cambiar sus activos a formas menos líquidas, presionando con ello no solo la tasa pasiva sino también la tasa activa (tasa de préstamo)<sup>47</sup> (véase diagrama 3).

---

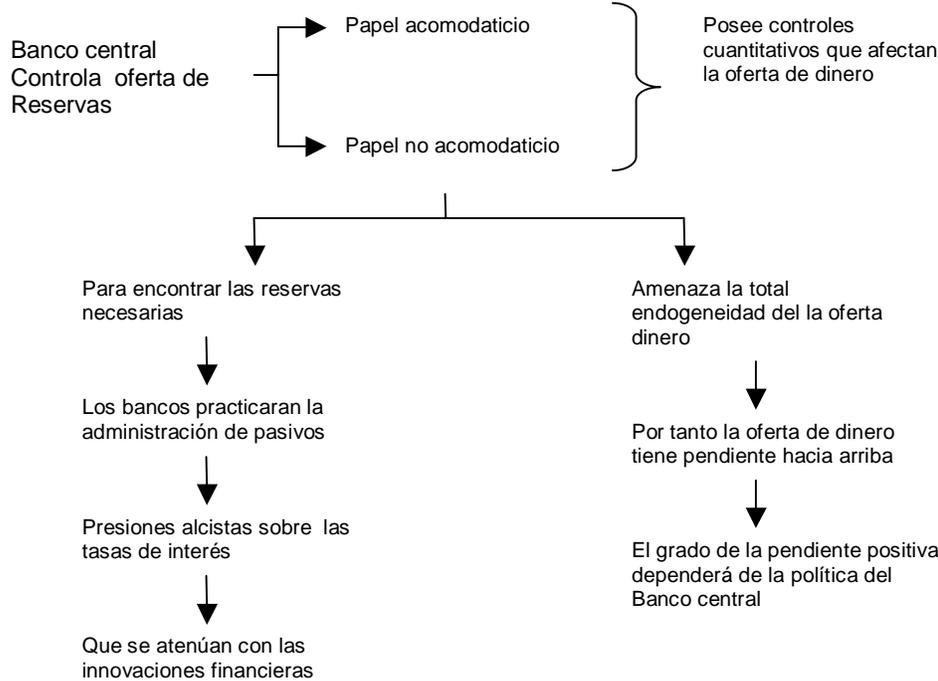
<sup>46</sup> "El argumento estructuralista sugiere que el banco central, a diferencia del horizontalismo, posee controles cuantitativos efectivos y reales. Como tal la falta de acomodación del banco central amenaza la total endogeneidad de la oferta de dinero...como Pollin (1991, p.373) argumenta "los proponentes de la endogeneidad estructural creen que los esfuerzos del banco central para restringir el crecimiento de las reservas de los no prestatarios impondrá significantes restricciones cuantitativas sobre el total de reservas disponibles..."

Similarmente el banco central puede incrementar exógenamente la oferta de dinero, como Pollin (1995, p.11) asegura, el banco central puede también sustancialmente fomentar el crecimiento del crédito a través de incrementar la oferta de reservas al sistema privado, con ello un aumento de la liquidez de los bancos, por tanto, la creación de reservas en exceso permite a los bancos incrementar sus préstamos" (Rochon, 1997: 182).

<sup>47</sup> En escritos más recientes los estructuralistas han señalado que las presiones sobre la tasa de interés pueden evitarse si la administración de pasivos se acompaña con innovaciones financieras.

**Diagrama 3**

**Estructuralistas, el efecto sobre la oferta de dinero de la falta de acomodación del banco central**



### 2.2.2.3 La relación entre préstamos bancarios y tasa de interés de préstamo (liquidez de los bancos)

La falta de acomodación del banco central si bien fue un punto de discusión que para muchos distinguió a los estructuralistas y a los horizontalistas, actualmente estas corrientes teóricas han aceptado que el banco central puede desempeñar un papel acomodaticio o rehusarse a suministrar las reservas demandadas por los bancos. Sin embargo, los horizontalistas señalan que la falta de acomodación de reservas por parte del banco central, no implica un curva de oferta de dinero con pendiente positiva, mientras que los estructuralistas consideran que aunque exista un papel acomodaticio del banco central ello no significa que la oferta de dinero sea horizontal, ya que el riesgo de los prestamistas y de los prestatario incrementan la tasa de interés durante una expansión económica incluso en un ambiente acomodaticio<sup>48</sup>, propiciando que la oferta de dinero aun se caracterice por tener una pendiente hacia arriba.

El análisis estructuralista enfatiza las decisiones de acumulación de capital de las empresas, así como su financiamiento. Consideran que cuando las empresas incrementan su financiamiento externo donde los bancos son la principal forma de financiamiento, no solo propician un aumento del crecimiento económico, del ingreso y de

<sup>48</sup> "Wray (1990, pp 166-7) también argumenta este punto "la oferta de dinero tiene pendiente hacia arriba con respecto a la tasa de interés [...] incluso aunque no haya restricciones cuantitativas estrictas sobre los préstamos bancarios. Wray entonces adiciona, es" la preferencia de liquidez de los banco la cual causa que la tasa de interés de corto plazo aumente" (Rochon, 2201:187).

la acumulación sino también una mayor razón de apalancamiento de las empresas<sup>49</sup> y de los bancos, generando con ello condiciones que pueden conducir a una crisis, “la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky”.

Plantean que la menor liquidez de los bancos y de las empresas afecta el funcionamiento de la economía monetaria, ya que la mayor iliquidez se verá reflejada en un aumento del riesgo que los bancos compensaran mediante un incremento de la tasa de interés de préstamo. De esta manera, la tasa de préstamo no es exógena a los cambios de la actividad económica, variando positivamente con la actividad productiva. Los argumentos que les permiten concluir que la inversión conduce a un mayor riesgo son los que se explican a continuación.

Consideran que para que una inversión sea realizada no basta que el precio de demanda sea mayor al precio de oferta, sino también el poder disponer de financiamiento, el cual se compone básicamente de tres rubros: el financiamiento interno (formado por las ganancias retenidas), el financiamiento externo y los activos. Con respecto a la estructura de financiamiento, las empresas se clasifican en tres categorías que se caracterizan por que su ingreso es mayor a sus obligaciones, pudiendo en algunos periodos cubrir interés y amortizaciones, o solo un rubro o ninguno<sup>50</sup>:

- a) empresas cubiertas: sus ingresos en todos los periodos exceden a sus obligaciones, permitiéndoles pagar interés y amortización.
- b) empresas especulativas: el flujo de efectivo es suficiente para pagar intereses futuros pero no la amortización de su deuda.
- c) empresas ponzi: en el primer periodo no pueden pagar interés ni amortizaciones, teniendo que pedir prestado para pagar las deudas.

Bajo esta visión una vez que las empresas han establecido sus decisiones de inversión, el siguiente paso es conocer como se va a financiar; teniendo en primer lugar un financiamiento interno (autofinanciamiento) que les permite realizar un cierto monto de inversión; no obstante si quieren rebasar el límite impuesto por dicho financiamiento necesitan recurrir al financiamiento externo (véase gráfica 2).

Señalan que los bancos suministran el financiamiento externo, sin embargo el otorgamiento de créditos propicia que los bancos y las empresas sean menos líquidos, ya que la empresa al depender de financiamiento externo incrementara su razón de apalancamiento, volviéndose su operación más riesgosa y el banco a su vez compensara el mayor riesgo mediante una mayor tasa de préstamo<sup>51</sup>. De esta manera un incremento de la demanda de crédito (inversión) propicia un aumento en la tasa de interés de préstamo, implicando con ello que los cambios en la tasa de préstamo están ligados con la actividad económica (ciclo económico o ciclo de negocios).

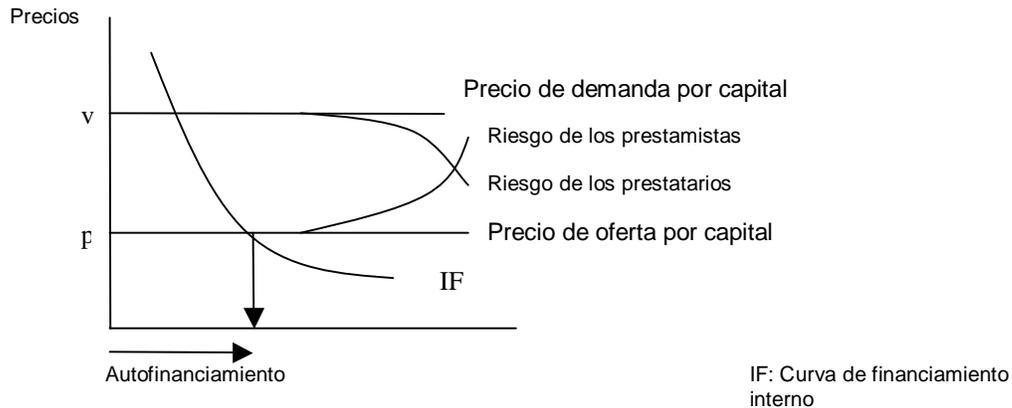
---

<sup>49</sup> La razón de apalancamiento es definida como la razón endeudamiento a largo plazo a capital propio, o deudas a capital.

<sup>50</sup> Para un análisis más detallado véase Mántey, 2000a:1070-1071 y Levy, 2001:95-98.

<sup>51</sup> “Los estructuralistas aseguran que la expansión económica por si sola hace que la tasa de interés aumente dado el hecho que las empresas de forma creciente confían en préstamos externo- y como los bancos satisfacen la demanda por crédito de las empresas- las empresas y los bancos llegan a ser más ilíquidos. Como un resultado, los bancos tendrán que cargar tasas elevadas para compensar el riesgo del incremento de la iliquidez” (Rochon, 2001:187).

**Gráfica 2.** Diagrama de dos precios de Minsky.



Fuente: Rochon, Horizontalists and Structuralists: Credit and Endogenous "Money", 1997:188)

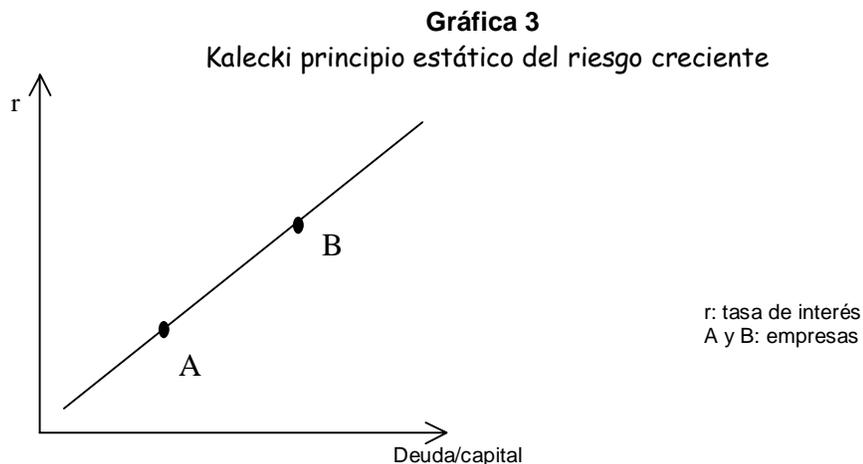
Consideran que en una etapa expansiva se incrementa la inversión, requiriendo de un mayor financiamiento externo, los bancos al otorgar créditos permiten no sólo que la producción aumente sino también que incremente la razón de apalancamiento de las empresas y de los bancos, implicando con ello un mayor riesgo que el banco compensará mediante un aumento de la tasa de interés de préstamo. A su vez el aumento de la tasa de interés provoca un aumento de los costos financieros, una disminución del precio de los activos en el mercado de dinero, una disminución en el estímulo a la inversión y una caída tanto en la demanda agregada como en las utilidades. Bajo estas condiciones la empresa no puede cumplir sus obligaciones como lo había previsto, teniendo que vender activos o recurrir al refinanciamiento, sin embargo, al presentarse obstáculos para el refinanciamiento es probable que decidan vender sus activos, propiciando su venta masiva presiones a la baja en las cotizaciones de los valores, pudiendo generarse una deflación de títulos, que conlleva a una suspensión de pagos y con ello a una crisis financiera (la fragilidad financiera señalada por Minsky). De esta manera las empresas pueden pasar de una estructura de financiamiento cubierta a una estructura especulativa o incluso ponzi.

En cuanto a la liquidez de los bancos mencionan que se mide a través de las siguientes dos razones: capital a activos y reservas a activos. Consideran que cuando los bancos extienden préstamos sus razones de liquidez disminuyen, por ello en una etapa expansiva los bancos llegan a ser menos líquidos, reflejándose en un aumento de la tasa de interés de préstamo. Aunado a lo anterior señalan que la liquidez de los bancos puede no verse alterada a través del ciclo, si permanecen fijas las dos razones de liquidez: la razón capital/activo podría ser fija si la tasa activa es igual a la tasa pasiva (el margen financiero es igual a acero), mientras que la razón reserva/activos podría ser constante si los bancos crecen a la misma velocidad; pese a ello consideran que la liquidez de los bancos se altera a través del ciclo debido a que las circunstancias que conducen a que las razones sean fijas sólo pueden ocurrir bajo situaciones específicas que no necesariamente se cumplen.

#### 2.2.2.4 La relación entre la razón de apalancamiento de las empresas y la tasa de interés de préstamos (liquidez de las empresas)

Con respecto al riesgo de los prestatarios indican que una empresa representa un mayor riesgo para el otorgamiento de un préstamo, con independencia de su solvencia o la realización de ganancias, si depende cada vez más de financiamiento externo; sustentando tal afirmación en el principio de riesgo creciente de Kalecki<sup>52</sup>, quien plantea que el riesgo del prestatario incrementa con la inversión básicamente por los siguientes motivos: la inversión es un activo totalmente ilíquido en el caso de una necesidad inesperada de capital y la inversión pone en peligro la posición de riqueza de la empresa en el caso de negocios sin éxito.

Sin embargo, los prestatarios no son precavidos y son los que otorgan el préstamo (los prestamistas) los que imponen en su cálculo el peso del incremento del riesgo del prestatario a través del establecimiento de una mayor tasa de interés, por ello a las empresas con una razón de apalancamiento mayor –razón deuda/capital- se les debe fijar una mayor tasa de interés (véase gráfica 3). Consideran que el principio de riesgo creciente de Kalecki se mantiene tanto en un ambiente estático como en uno dinámico, implicando con ello que una expansión económica propicia un aumento del riesgo de los prestatarios que conduce a una mayor tasa de interés.

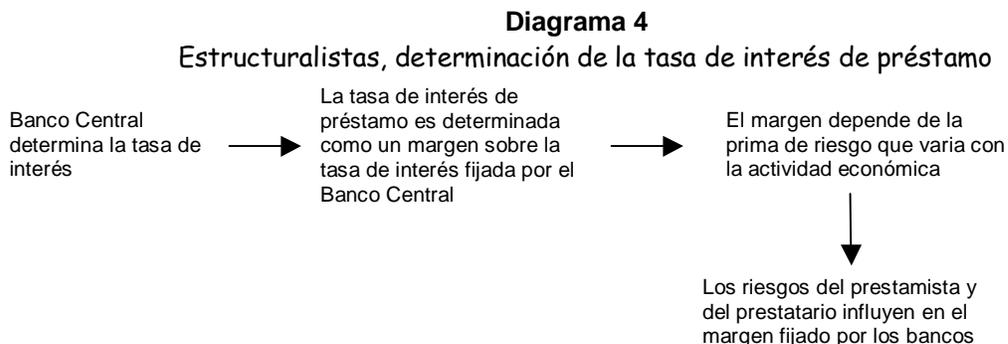


Fuente: Rochon, Horizontalists and Structuralists: Credit and Endogenous "Money", 1997:194)

Con base en lo anterior proponen que el riesgo de los prestamistas y de los prestatarios sirve de sustento a la explicación de como la liquidez de las empresas (grado de apalancamiento) y la liquidez de los bancos (razones capital/activo y reservas/activos) influyen en la determinación de la tasa de interés de préstamo que varía positivamente con la actividad productiva, en otras palabras, consideran que el ciclo económico al

<sup>52</sup> "[...] este riesgo se explica sobre la base de dos elementos: incrementa a medida que es mayor el monto invertido en relación con los fondos internos de las empresas, y a mayor inversión más alto el riesgo de no valorizar su capital adelantado (léase las ganancias), tornándose peligrosa la situación en caso de existir capital de préstamo.." (Levy, 2001:58).

afectar el riesgo de los prestamistas y de los prestatarios influye en la determinación de la tasa de interés de préstamo (véase diagrama 4). Por otro lado señalan que las evaluaciones del riesgo están sujetas a variaciones sistemáticas, propiciando con ello, que en la determinación de la tasa de interés de préstamo se ajuste sistemáticamente el margen sobre la tasa fijada por la autoridad monetaria.



#### 2.2.2.5 Críticas de los horizontalistas a la posición estructuralista.

Los horizontalistas mencionan que el banco central puede rehusarse acomodar reservas, propiciando desplazamientos hacia arriba o hacia abajo de la curva de oferta de crédito horizontal y no desplazamiento a lo largo del curva, lo cual implicaría una curva de oferta dinero con pendiente ascendente. Sin embargo, al nuevo nivel de la tasa fijada por el banco central los bancos estarían suministrando toda la demanda de crédito solvente, por tanto la falta de reservas no impone un límite a la cantidad de crédito, solo puede afectar la tasa interés a la cual suministran las reservas a los bancos, impactando con ello de forma indirecta las decisiones de las empresas y por tanto la demanda que satisficiera los criterios de solvencia.

Por otro lado estipulan que una cosa es decir que el banco central no acomoda todas las reservas demandadas por los bancos y otra muy distinta afirmar que las reservas tengan un papel causal en la creación crediticia, ya que solo tiene un papel pasivo surgiendo una vez que el crédito ha tenido lugar. De esta manera el banco central no puede exógenamente aumentar la oferta de dinero, ya que aunque pueda ofertar más reservas ello no significa que los bancos concederán más créditos, debido a que la cantidad que oferten depende de los criterios de solvencia que establecen y no de la cantidad de reservas que exista.

En cuanto a la administración de pasivos los horizontalistas indican que es totalmente compatible con sus planteamientos, debido a que la relacionan tanto con la falta de reservas como con el comportamiento bancario de búsqueda de ganancias, ya que consideran que las reservas bancarias son un impuesto implícito que limita las ganancias potenciales de los bancos. De esta manera plantean que la administración de pasivos se practica con independencia de si el banco central tiene un papel acomodaticio o no.

Una de las principales críticas que han realizado los horizontalistas hace referencia al hecho de que los estructuralistas siguen manteniendo un vínculo entre la tasa de interés de préstamo y la actividad económica; implicando de esta manera que un aumento de la demanda de crédito (de la inversión) trae consigo un aumento de la tasa de interés; tal y como lo estipula la teoría de fondos prestables, reflejando con ello que no han roto completamente con el pensamiento ortodoxo, pudiendo por ende reintroducir por la puerta de atrás la noción de escasez. Los horizontalistas rechazan que la tasa de interés de préstamo se relacione con la actividad económica, planteando que el margen sobre la tasa de interés fijada por el banco central, que permite determinar la tasa de préstamo se establece con independencia del ciclo económico.

También objetan que el riesgo de los prestamistas y de los prestatarios sean elementos que permitan explicar una curva de oferta de crédito con pendiente ascendente. En cuanto al riesgo de los prestarios consideran que sólo se mantiene en un ambiente estático<sup>53</sup>, ya que en un ambiente dinámico (durante el ciclo) la inversión, tal como lo señalo Kalecki, genera ganancias que propiciarán que las empresas no vean aumentada su razón de apalancamiento, en otras palabras el aumento de la inversión, aumenta las ganancias y con ello el valor del capital incrementa, haciendo bajar la razón de apalancamiento de la empresa (razón deuda/capital). De esta manera las empresas que dependen de créditos bancarios no serán más riesgosas, ya que las ganancias que crea la inversión les permitirán aligerar el peso de sus deudas. Así mismo señalan que las empresas no llegaran a un nivel de sobreapalancamiento que ponga en peligro su sobrevivencia.

Con respecto al riesgo de los préstamos y la liquidez de los bancos mencionan que las razones capital/activos y reservas/activos, permanecen constantes a lo largo del ciclo, debido a que los préstamos (activos) crean depósitos y a su vez las reservas necesarias son creadas durante el proceso, por tanto cuando se expande su hoja de balance (otorgan créditos) será repuesto el capital y las reservas *pari passu*. En cuanto a la razón reserva/activos advierten que en primer lugar las reservas son función de los depósitos no de los préstamos y que incluso el reconocer que la razón reservas/activos puede caer no implica un debilitamiento de la posición horizontalista, debido a que ello se deriva de la administración de pasivos que practican los bancos para economizar reservas que les impiden la obtención de ganancias potenciales. De esta manera cuando un préstamo es extendido y los depósitos son creados los bancos intentaran economizar reservas a través de la administración de pasivos, que les permite liberarse del "impuesto de reservas", pudiendo con ello caer la razón reservas/activo, no obstante ello no significa que los bancos sean menos líquidos sino que disminuyen sus reservas para poder aumentar sus ganancias potenciales.

Así también plantean que la razón reservas/activos permanece constante debido a que los bancos no pueden crecer más rápido que los otros bancos (tal como lo planteo Keynes en su tratado del dinero), ya que si un banco intenta crecer más rápido que los otros, persiguiendo políticas agresivas de préstamos, sus criterios de solvencia podrían verse cuestionados y otras instituciones financieras pueden rehusarse a prestarles, siendo por ende los principales límites objetivos para la expansión de un banco la tasa de

---

<sup>53</sup> "...Lavoie (1996,p.287) asegura que el principio de riesgo creciente de Kalecki no puede sostenerse incluso en un nivel estático debido al hecho que la mayoría de las empresas establecidas tienen líneas de crédito. Las empresas pueden incrementar la cantidad demanda de préstamos necesarios sin enfrentar incrementos de tasas en cada momento que pidan prestado" (Rochon, 1997:190).

expansión de otros bancos y las normas de comportamiento prudente y aceptable impuestas por la industria bancaria.

Con base en lo anterior los horizontalistas señalan que cuando los bancos expanden sus préstamos no significa que sean menos líquidos, implicando con ello que las prácticas bancarias no incrementan el riesgo de los préstamos, no requiriendo por ende de una compensación para inducirlos a expandir sus préstamos.

### **2.3 El papel de los intermediarios financieros en el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión.**

La vertiente Keynesiana y Poskeynesiana al tener como marco de análisis una economía monetaria en la que existe incertidumbre, consideran que el papel de las instituciones financieras es fundamental para el proceso de crecimiento económico, desempeñando los bancos un papel importante para pasar de una etapa de crecimiento a otra<sup>54</sup>.

En lo que respecta al funcionamiento de los bancos los elementos más relevantes de la visión keynesiana y poskeynesiana son los que a continuación se enuncian: el dinero desempeña un papel importante en la economía<sup>55</sup>, consideran que la realización de la inversión deja de depender del volumen de ahorro previo resaltando que las deudas bancarias, no sólo son depósitos de ahorro sino también medios de pago que permiten que la inversión se realice sin ahorro previo<sup>56</sup>, los bancos dejan de ser vistos como meros conductores de crédito jugando un papel importante en la creación crediticia, que permite a la economía alcanzar un mayor crecimiento<sup>57</sup>.

Indican que la aceptación de las deudas bancarias como medios de pago permite a los bancos crear créditos sin estar ligados a depósitos previos, revirtiendo la causalidad ahorro-inversión. El haber cambiado la causalidad ahorro e inversión, tal como Keynes lo señaló, permite situar a los bancos como las instituciones claves para el crecimiento y desarrollo económico<sup>58</sup>. A continuación se analizara en forma breve el funcionamiento del sistema bancario desde la visión de Keynes, los Horizontalistas y los estructuralistas.

“Keynes (1930, capítulo 2) argumenta que los bancos comerciales son las únicas instituciones financieras capaces de emitir pasivos contra sí mismos, que se distinguen por ser medios de pagos privados que pueden asumir todas las funciones del dinero

---

<sup>54</sup> Es importante señalar que dentro de la teoría endógena del dinero las principales controversias se sitúan en lo referente al funcionamiento bancario, incluyendo dentro de estas la determinación de la tasa de préstamo, el racionamiento del crédito y la obtención de utilidades.

<sup>55</sup> Su análisis es situado en lo que llamo Hicks la economía del endeudamiento, en oposición a la autoeconomía en la cual los clásicos sitúan su análisis.

<sup>56</sup> “[...] el financiamiento no tiene que hacerse con ahorro. En la etapa de “financiar” el procedimiento el ahorro neto no ha tomado lugar sobre alguna parte [...] “Financiamiento” y “compromisos para financiar” son meros asientos contables de créditos y debitos, lo cual permite al empresario seguir con seguridad” (Keynes, 1937:209).

<sup>57</sup> “[...] Keynes (1937) argumenta que los bancos son instituciones centrales en la determinación del financiamiento, considerándolas como las responsables de la transición de una fase de crecimiento a otra, debido a que definen el monto de emisión de deuda crediticia de acuerdo con sus preferencias de liquidez, independiente de los ahorros, ...” (Levy, 2005a:4).

<sup>58</sup> El papel clave que desempeñan los bancos en el proceso productivo es aceptado tanto por Keynes como por los Poskeynesianos, sin embargo en donde existen desacuerdos es respecto a los límites de la expansión crediticia y las fuentes de utilidad bancaria.

mercancía o dinero estatal (motivo transacción, precaución, especulación y financiamiento)” (Levy, 2005a:4). Keynes ve al crédito como “un fondo revolvente” que no agotaba ni absorbe recursos reales, “crédito, en el sentido de “financiamiento”, observa después un flujo de inversión. Esto es un fondo revolvente el cual puede ser usado repetidas veces. Este no absorbe o agota algún recurso. El mismo “financiamiento” puede emprender una inversión después de otra” (Keynes, 1937:209). Sin embargo considera que la creación crediticia esta limitada por las reservas de los bancos, pudiendo por ello el gobierno limitar la oferta crediticia. De esta manera el dinero es visto como exógeno<sup>59</sup>.

Para Keynes un crecimiento económico estable necesita de un mecanismo de financiamiento y fondeo, siendo los bancos los encargados de otorgar el financiamiento y el mercado de capitales de realizar el fondeo. La forma en que opera dicho mecanismo es la siguiente: los bancos otorgan créditos, que no ocupa recursos previos, a las empresas; para poder pagar dichos créditos las empresas necesitan emitir acciones en el mercado de valores, permitiendo con ello traspasar su deuda de corto plazo a una deuda de largo plazo que será cancelada con sus utilidades, proceso conocido como fondeo de la inversión<sup>60</sup>. Plantea que para llevar acabo el fondeo es necesario que existan tasas de interés constantes, que no sufran modificaciones al alza, ya que dichas modificaciones propician disminuciones del precio de las acciones, que a su vez provocan que el ahorro real creado por la inversión no se transforme en ahorro financiero, impidiendo con ello cerrar el proceso de fondeo.

En otras palabras considera que la creación de liquidez -los créditos bancarios- permite acelerar el crecimiento económico en tanto financian a la inversión, dejando al ahorro un papel estabilizador de la inversión, debido a que la captación del ahorro ex post permite restituir el fondo revolvente de los bancos, evitando con ello una reducción de la liquidez (caída de los créditos). A su vez si el proceso de fondeo se cierra, es decir, si el ahorro generado por la producción se canaliza al sector financiero, se mantendrán constantes las tasas de interés y la emisión crediticia, existiendo por ende estabilidad en el crecimiento económico<sup>61</sup>.

Los horizontalistas consideran que el dinero es endógeno debido a su naturaleza de deuda, siendo visto como un flujo deuda que tiene como contrapartida al crédito que toma la forma de un flujo activo, mismo que permite iniciar el proceso productivo. Plantean que los bancos pueden otorgar crédito sin ahorro previo, debido a que sus deudas son aceptadas como medio de pago y que los préstamos crean depósitos y con ello las reservas necesariamente siguen, no teniendo ningún papel causal en la determinación de la oferta de crédito. De esta manera los bancos centrales no pueden controlar ni expandir la oferta crediticia, siendo por tanto, la única limitante que enfrentan los bancos para la expansión de su crédito, la demanda crediticia solvente.

---

<sup>59</sup> Los horizontalistas han criticado fuertemente a Keynes por no tener una teoría propia del dinero, mientras que los estructuralistas justifican que Keynes en su tiempo haya considerado la oferta de dinero exógena debido a los siguientes factores: los bancos no habían alcanzado el desarrollo que hoy tienen, la inversión no tenía niveles muy elevados y las empresas no utilizaban mucho financiamiento bancario, en palabras de Chick “[...] El supuesto de Keynes de que el dinero era fundamentalmente exógeno podría justificarse para su tiempo por el hecho de que la inversión estaba en un nivel muy bajo y las empresas no utilizaban financiación bancaria en la magnitud en que lo han hecho” (Chick, 1990:269).

<sup>60</sup> Para un análisis más detallado véase, Cardim, 1992:149-151 y Levy, 2001:86 y 91-93.

<sup>61</sup> Keynes reconoce que el aumento del financiamiento bancario puede generar variaciones en la tasa de interés que afecten el fondeo de la inversión, por tanto considera que es necesario controlar el mercado de capitales para lograr estabilizar el crecimiento económico.

También indican que el otorgamiento de créditos no implica ninguna inestabilidad ni riesgo, siendo la falta de fondeo, debida a las fallas de las instituciones financieras, lo único que puede generar una inestabilidad en el sistema económico. Para los horizontalistas, los bancos son agentes importantes en el proceso de financiamiento de la inversión, ya que pueden restringir el crédito con base en el establecimiento de criterios de solvencia, que deberán cumplir los prestatarios para poder acceder al crédito.

Los estructuralistas contemplan una endogeneidad estructural que depende de los cambios institucionales, plantean que el desarrollo bancario se constituye por seis etapas<sup>62</sup> que han marcado distintos límites a la expansión de la oferta crediticia, siendo estas las que a continuación se abordan:

En la primera etapa del desarrollo bancario, los depósitos bancarios son considerados como un medio relativamente seguro para ahorrar, mientras que los créditos otorgados por los bancos aun no son un medio de pago generalmente aceptado, siendo vistos los bancos como meros intermediarios entre ahorradores e inversionistas. Los bancos pueden otorgar créditos por encima de su dinero de alto poder (oro, plata o dinero en efectivo), viendo limitados sus préstamos por los depósitos, es decir, por el flujo de nuevos depósitos y por la buena disposición de los depositantes de no ejercer su derecho de pedir dinero en efectivo (de seguir manteniendo sus depósitos).

Consideran que el elemento que permite pasar de la primera a la segunda etapa del desarrollo bancario es el hecho de que las deudas bancarias son ampliamente aceptadas como medio de pago, lo cual permite a los bancos aumentar su capacidad de creación crediticia, de esta manera los bancos no son meramente conductores de ahorro. En esta etapa las reservas se constituyen como la limitante a la expansión crediticia; se considera que dada una adición de reservas los bancos pueden prestar un múltiplo de esa cantidad mediante la creación de depósitos secundarios, comenzando por ende a emplear el concepto del multiplicador de los depósitos. La adición de reservas podía provenir de tres fuentes: depósitos nuevos (depósitos primarios), una entrada de capital u operaciones de mercado abierto.

En esta etapa los bancos se ven más expuestos a crisis de liquidez, el principio de Bagehot de que el banco central debería de actuar como prestamista de última instancia ante una crisis llega a ser aceptado. Se considera que el hecho de que los créditos (créditos que se otorgan con base en una deuda bancaria) sean aceptados como medio de pago no implica que los bancos tengan garantizado que los depósitos secundarios que crearon permanezcan en el banco individual o incluso en el sistema bancario, propiciando por ello que la buena disposición de los bancos a otorgar créditos más allá de sus reservas en mano dependa de su posición de liquidez proyectada.

En la tercera etapa del desarrollo bancario surgen los préstamos interbancarios que permiten a los bancos cubrir sus faltantes de reservas sin acudir al banco central, debido a que los déficit de reserva de un banco son cubiertos por los superávit de otro banco. De esta manera las reservas disponibles del sistema bancario visto como un todo se constituyen en la principal limitante de la expansión crediticia, en otras palabras, entre los bancos se pueden cambiar sus reservas para cubrir los faltantes, no obstante, una vez

---

<sup>62</sup> Una de las principales proponentes del estructuralismo ha sido Victoria Chick, quien ha analizado en forma detallada las distintas fases del desarrollo bancario. Para un análisis más profundo de dicho tema véase CHICK, (1990), "The evolution of the Banking System and the Theory of monetary policy".

que se han hecho estos cambios, los bancos dependen del banco central para la obtención de reservas adicionales. Así mismo en el sistema hay menos exceso de liquidez, alcanzando la expansión bancaria probablemente los límites del multiplicador de depósitos, existiendo un proceso multiplicador más rápido y un bajo costo en la disponibilidad crediticia, sin embargo dichos factores propician que el sistema sea menos líquido. En las etapas dos y tres la causalidad va de reservas exógenas y escasas, a préstamos y entonces a depósitos.

Suponen que el aumento de poder de las autoridades centrales y su necesidad de proteger la estabilidad del sistema bancario propiciaron que no pudieran negar acceso a efectivo, aceptando por tanto desempeñar la función de prestamista de última instancia sin necesidad de que exista una crisis. Dicho suceso permitió transitar a la cuarta etapa del desarrollo bancario, en la cual los bancos pueden satisfacer la demanda de créditos sin estar limitados por las reservas; ya que los bancos centrales suministran a los bancos su demanda de reservas necesarias, pudiendo por ende los bancos expandir su crédito sin miedo a quedarse cortos de reservas. En dicha etapa la única variable a determinar es el precio de las reservas, siendo el banco central el que establece el precio al cual se van a suministrar, por tanto para poder afectar el crédito otorgado por los bancos la política monetaria actúa sobre la rentabilidad de los bancos en vez de sobre la liquidez

En la etapa cuarta la causalidad del comportamiento bancario es cambiada, ahora la demanda de crédito determina la oferta, que a su vez crea depósitos en el proceso y las reservas necesariamente siguen (las reservas son endógenas al sistema bancario), siendo la única limitación a la expansión del crédito bancario la buena disposición de los bancos para satisfacer la demanda por crédito.

En la quinta etapa del desarrollo bancario las reservas son endógenas pero por una diferente razón, los bancos responden al nuevo ambiente más competitivo<sup>63</sup> mediante una expansión agresiva de préstamos, que es soportada con las prácticas bancarias de administración de pasivos, teniendo por tanto los bancos una postura de atracción de depósitos, que les permite crear las reservas que demanda la mayor expansión de préstamos. En esta etapa los bancos pueden satisfacer la demanda solvente independientemente de la voluntad de la autoridad monetaria; llegando a ser el otorgamiento de préstamos un fenómeno de mercado que depende del costo de los fondos y de la expectativa de los bancos.

Finalmente en la sexta etapa del desarrollo bancario aparece la securitización como una forma de eliminar el problema de la liquidez de los bancos, que se presenta por la asimetría de los vencimientos, al mantener activos de madurez indeterminada que tienen como contrapartida obligaciones a la vista. La securitización es vista como el proceso de idear formas negociables de préstamos aseguradas por activos negociables, que representan un rendimiento para los bancos, al fluctuar en valor de mercado cuando la tasa de interés cambia<sup>64</sup>.

---

<sup>63</sup> En 1970 los acuerdos del cartel bancario de British fueron remplazados por una política de competencia.

<sup>64</sup> Tomando como referencia el análisis de las etapas del desarrollo bancario, principalmente la cuarta etapa, se puede indicar que los estructuralistas han llegado a aceptar lo planteado por los horizontalistas, en lo referente a que la expansión de los bancos solo esta limitada por la demanda solvente, no obstante aun siguen existiendo diferencias respecto a la tasa de prestamos que establecen los bancos. Para los estructuralistas la tasa de préstamo se vincula con la actividad económica, pudiendo las propias practicas bancarias conducir a una inestabilidad del sistema económico, mientras que para los horizontalistas la tasa de

Con base en lo anterior se puede señalar que para los estructuralistas las instituciones desempeñan un papel fundamental en la creación crediticia, misma que se encuentra ligada con la etapa de desarrollo del sistema bancario. De esta manera resaltan que los arreglos institucionales se constituyen como factores determinantes de la disponibilidad crediticia; ya que dependiendo del desarrollo de las instituciones financieras se puede llegar a una etapa en donde el dinero es endógeno, permitiendo otorgar créditos sin un ahorro previo y sin estar limitado por las reservas.

Para los estructuralistas los mayores niveles de inversión requeridos para un crecimiento económico mas elevado, propician un aumento del riesgo de prestamistas y de prestatarios, que a su vez genera: un aumento de la tasa de interés de préstamo, un racionamiento del crédito y una caída del precio de las acciones que puede conducir a una deflación por deuda y con ello a una crisis financiera. Por tanto el sistema económico tiene ciclos que se inician por el comportamiento del sistema financiero, no operando un mecanismo de fondeo como estabilizador del crecimiento<sup>65</sup>.

---

préstamo se establece con independencia de la actividad económica, pudiendo existir una estabilidad económica si se presenta un mecanismo correcto de fondeo.

<sup>65</sup> Para un análisis más detallado véase Levy 2005b:6, Ortiz Cruz, 2003:265

## Capítulo II. Política monetaria y Banca comercial

A partir del proceso de desregulación económica la política monetaria ha sufrido diversas modificaciones que implican cambios no solo en sus objetivos e instrumentos, sino también en los canales mediante los cuales alcanza su objetivo final.

En un entorno caracterizado por la existencia de una globalización económica y financiera, la política monetaria ha tenido cambios que influyen en los mecanismos de financiamiento y fondeo de la inversión, que aunado a los cambios institucionales del sistema financiero han generado un mecanismo de financiamiento y fondeo disfuncional al crecimiento económico.

Tratando de indagar sobre las modificaciones que en un entorno globalizado ha sufrido la política monetaria, así como sus efectos sobre el funcionamiento de la banca comercial; el presente capítulo se divide en dos apartados, analizando el primero los elementos que los bancos centrales consideran en la instrumentación de la política monetaria, mientras que el segundo aborda el impacto de la globalización financiera en el funcionamiento tanto de la política monetaria como de la banca comercial de los países en desarrollo.

### *1. Elementos para la instrumentación de la Política monetaria*

#### **1.1 Objetivos e instrumentos**

La política económica se conforma de un conjunto de acciones instrumentadas por el gobierno que tienen como finalidad alcanzar ciertos objetivos que impacten la evolución de las variables macroeconómicas. Las formas o tipos que adopta la política monetaria son: política fiscal, política monetaria, política de ingresos, política exterior y política de intervención directa<sup>66</sup>.

“El concepto de política monetaria se refiere genéricamente a las acciones tomadas por los bancos centrales para modificar las condiciones monetarias y financieras de un país, con el fin de obtener objetivos de crecimiento sustentable, empleo suficiente y precios estables” (Manrique, 2004:71).

También se define a la “política monetaria como el conjunto de acciones implementadas por la autoridad, orientadas a influir sobre la composición de la cartera de activos de los agentes económicos (personas físicas, empresas y bancos). Esto significa que las acciones de política monetaria afectan el equilibrio previo de las carteras, con lo que desatan el proceso de ajuste originado en el esfuerzo de los agentes por restablecer el equilibrio en ellas. En este proceso de búsqueda de nuevo equilibrio es que se afectan, en la forma deseada, primero las variables intermedias y, finalmente, las variables objetivo de la política económica” (Ortíz Soto, 2001:211).

Con respecto a la definición que las autoridades centrales tienen sobre política monetaria cabe mencionar que son básicamente las que a continuación se enuncian: a) la política monetaria es el conjunto de orientaciones y reglas para dosificar el suministro de

---

<sup>66</sup> Para un análisis más detallado acerca de la operación de la política económica, véase Ortíz Soto, 2001: capítulo VI.

moneda, b) la política monetaria, son los instrumentos que permiten controlar el exceso de liquidez del mercado y c) la política monetaria regula la liquidez: suministro de dinero cuando haga falta y retiro de dinero cuando hay excesos<sup>67</sup>.

En cuanto al objetivo final de la política monetaria resulta importante señalar que el entorno económico influye en la preponderancia de dicho objetivo, a tal grado que las circunstancias económicas y financieras prevalecientes pueden dar mayor importancia a uno u otro objetivo final. El objetivo final de la política monetaria, como puede ser: alcanzar un nivel de inflación, de crecimiento económico o de tipo de cambio; hace referencia a una variable macroeconómica, sobre la cual el banco central no tiene un control directo, por ello mediante la utilización de un instrumento de política monetaria, inicia un proceso que desencadena una serie de acciones que afectan a la(s) variable(s) macroeconómica que constituye su objetivo final, conociéndose dicho proceso como mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Una vez que se ha definido la política monetaria y resaltado sus características más importantes, resulta conveniente analizar los elementos básicos de la teoría de la política monetaria, siendo estos los que a continuación se mencionan: retardos e incertidumbre, la elección del instrumento monetario y la disyuntiva entre usar una regla o permitir la discrecionalidad. En la presente sección se abordarán los primeros dos elementos dejando para la siguiente sección, el último elemento.

Como se señaló los responsables de la política monetaria tienen que cumplir con ciertos objetivos, a través de la utilización de una serie de instrumentos. Se considera que una vez conocidos los objetivos y los instrumentos que puede utilizar el banco central se necesita encontrar un equilibrio, entre objetivos e instrumentos (Programa de Tinberg-Theil).

En la práctica para poder alcanzar la regla “óptima” de la política, se ha desarrollado un modelo de Tinberg-Theil, en el cual se maximiza la función objetivo del banco central sujeta a restricciones. Sin embargo, este modelo ha tenido muchas complicaciones encontrándose entre ellas: el no saber cuál es el modelo y la función objetivo, así como el no considerar los retardos de la política monetaria. El hecho de que la política monetaria actúe con retardos largos y variables propicia que el problema de optimización se convierta en un problema de programación dinámica<sup>68</sup>.

En los modelos sencillos la elección del instrumento de política monetaria<sup>69</sup> se presenta como una elección entre la tasa de interés y la oferta monetaria (dicotomía de Poole), no obstante dicho planteamiento es muy limitado y simple, ya que en la realidad existen más opciones, tal y como se muestra en el diagrama 5. Para poder comprender

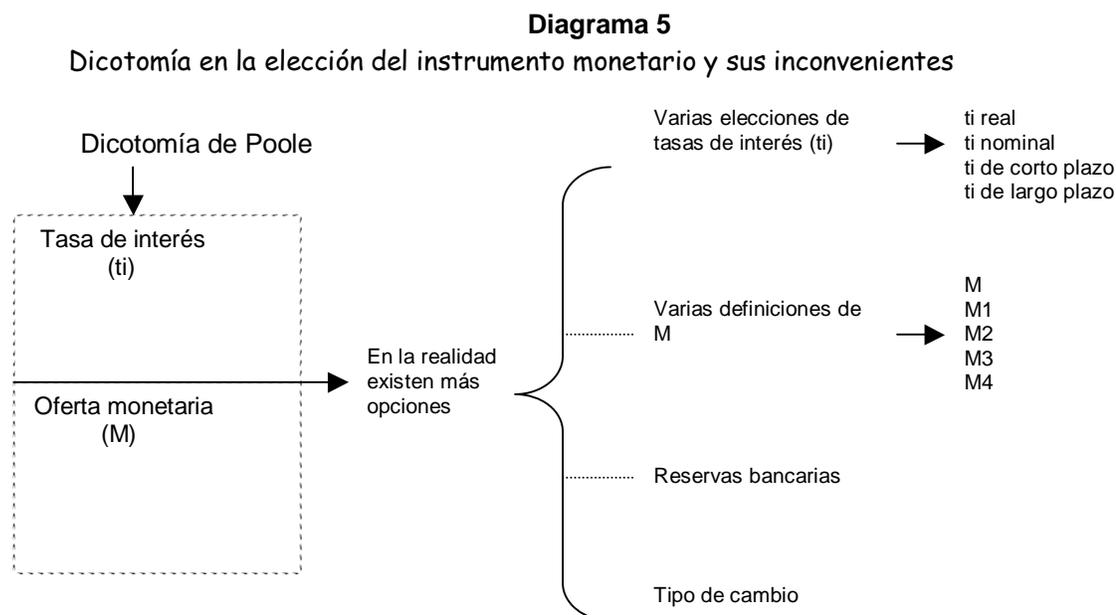
---

<sup>67</sup> Estas definiciones fueron tomadas del seminario “La banca central y la política monetaria en México”, impartido por la UNAM y el Banco de México, en el año 2004.

<sup>68</sup> Pese a las dificultades mencionadas para poder obtener una “regla óptima de la política” Blinder (1998:7-13) menciona que la elaboración de la política monetaria necesita tanto de información cualitativa como cuantitativa, por ello pese a las fallas que puedan tener los modelos macroeconómicos se deben tomar en cuenta.

<sup>69</sup> Teóricamente la elección del instrumento de política monetaria implica la resolución de un problema de optimización dinámica, así como el cálculo del valor minimizado de la función de pérdida, no obstante en “[...] la práctica se trata de una prodigiosa hazaña técnica que raras veces se lleva a cabo. Estoy bastante seguro de que ningún banco central ha seleccionado nunca su instrumento de esa forma [...] pero los Bancos centrales pueden practicarlo intuitivamente” (Blinder, 1998:26).

que instrumento de política monetaria se debe elegir, es importante mencionar la conclusión a la que llego el autor de dicha dicotomía, “[...] cuando las perturbaciones de la LM son grandes, es preferible elegir los tipos de interés como objetivo, mientras que si son las perturbaciones de la IS las que son grandes, es mejor elegir la oferta monetaria”(Blinder, 1998:26-27). De esta manera desde la visión de Poole, el entorno económico prevaleciente condicionaría la utilización de uno u otro instrumento<sup>70</sup>.



La elección de uno u otro instrumento conlleva el establecimiento de distintos elementos. La elección de la oferta monetaria implica señalar a que tasa debe crecer y que agregado se debe considerar, mientras que si se elige la tasa de interés se debe mencionar que tasa de interés puede fijar la autoridad monetaria, para algunos autores solo puede controlar la tasas de interés de corto plazo, no obstante dicha tasa de interés no es la que influye en las decisiones de inversión y consumo, debido a que estas dependen de la tasa de interés de largo plazo<sup>71</sup>.

En lo que va de este apartado se han mencionado los objetivos de la política monetaria, así como sus instrumentos. Sin embargo para evitar caer en confusiones, es necesario señalar que si bien Blinder (1998:26-28) llama a la tasa de interés y a la oferta monetaria instrumentos de política monetaria, es importante considerar, que en la mayoría

<sup>70</sup> Con base en los elementos planteados en el capítulo I se puede señalar el marco teórico que esta detrás de estos dos instrumentos: los monetaristas abogarían por la oferta monetaria, ya que consideran que el nivel de precios esta en función de la cantidad de dinero en circulación y que a largo plazo existe una relación entre el dinero y el producto nominal; mientras que los poskeynesianos enfatizarían que el único instrumento que puede controlar el banco central es la tasa de interés.

<sup>71</sup> Para poder suplir las limitantes con respecto a la tasa de interés se han dado diversas explicaciones, proviniendo una de ellas de la teoría de las expectativas que considera que las expectativas inflacionistas poseen una gran inercia, pudiendo por ende establecerse una relación entre las tasas de interés de corto y largo plazo, otra explicación señala que el vínculo que une las tasas de interés de corto y largo plazo tiene que ver con las expectativas de la conducta futura del banco central.

de los artículos consultados sobre la instrumentación de la política monetaria, se ubican a estas variables dentro de los objetivos operacionales y los objetivos intermedios.

Los instrumentos de política monetaria se definen como variables sobre las cuales el banco central tiene un control directo; siendo los mas utilizados los que a continuación se mencionan<sup>72</sup>:

- 1) **Requerimientos de reserva o encaje legal:** el requerimiento de reserva es aplicado sobre la captación de las instituciones de crédito, a través de él los bancos están obligados a mantener un cierto porcentaje de su captación en depósitos en el banco central. Dependiendo de las características y condiciones de su establecimiento los bancos pueden o no obtener un rendimiento sobre el porcentaje de sus pasivos que mantienen en el banco central. A través de este instrumento el banco central busca afectar la cantidad de crédito otorgada por los bancos (afectar el multiplicador del crédito). El encaje legal se ha utilizado para distintos fines destacando entre ellos: la protección de los depósitos de los ahorradores, la utilización como instrumento de política monetaria y fungir como vehículo de financiamiento del gobierno y de sectores considerados como prioritarios.
- 2) **Operaciones de mercado abierto:** Consisten en la compra y venta de valores gubernamentales, realizándose a iniciativa de la autoridad monetaria y tienen como finalidad modificar la liquidez del mercado de dinero. Entre las modalidades que se emplean para realizar dichas operaciones se encuentran:
  - Operaciones de reporto con valores en moneda nacional: se realizan en el mercado de dinero, mediante ellas la autoridad central vende o compra valores con el compromiso de realizar la operación inversa en cierto lapso. La compra en reporto u operación de reporto tiene como objetivo inyectar liquidez temporal al sistema, mientras que la venta en reporto u operación de reporto inversa tiene como objetivo retirar liquidez temporal del sistema.
  - Compra/venta definitiva de valores denominados en moneda nacional: consisten en la compra y venta de valores por parte del banco central sin el compromiso de realizar la operación inversa, haciéndose por tanto la inyección o retiro de liquidez en forma definitiva.
- 3) **Créditos o depósitos en el banco central:** son instrumentos que el banco central utiliza para modificar la liquidez del sistema, otorgando créditos<sup>73</sup> si su objetivo es aumentar la liquidez del sistema, mientras que si su intención es retirar liquidez del sistema propiciara que los bancos mantengan depósitos.
- 4) **Operaciones de Swap con moneda extranjera:** consisten en realizar compras o ventas temporales de moneda extranjera con el objetivo de modificar la liquidez del sistema, se realizan en el mercado cambiario.
- 5) **Ventanilla para el manejo de liquidez:** constituyen una fuente marginal de liquidez para los bancos, cuyo acceso se realiza a iniciativa de los bancos.

---

<sup>72</sup> Para un análisis más detallado sobre los instrumentos de política monetaria ver Manrique, 2004:71-77; Scharwtz, 1998:11-18, Rojas y Rodríguez, 1999: 1-15 y Mántey, 2004a:122-127.

<sup>73</sup> El banco central realiza los créditos con la exigencia de colateral o mediante operaciones de descuento.

- 6) **Transferencia de depósitos del gobierno entre el banco central y la banca comercial:** tiene como objetivo modificar la liquidez del sistema mediante la decisión que el banco central toma con respecto a la localización de los depósitos del gobierno entre su cuenta en el banco central o en bancos comerciales.
- 7) **Tasa de descuento:** este instrumento permite al banco central afectar el costo marginal que deben pagar los bancos para financiarse con el banco central, en caso de una escasez de liquidez.

Algunos autores han clasificado los instrumentos de la política monetaria como instrumentos directos e instrumentos indirectos, ubicando dentro de los instrumentos directos los controles directos al crédito y a la tasas de interés, mientras que en los indirectos se encuentra el encaje legal y las operaciones de mercado abierto.

### **1.2 Administración de la política monetaria: discrecionalidad o establecimiento de reglas.**

Una vez definidos los objetivos e instrumentos de la política monetaria, es necesario analizar como se debe administrar la política monetaria, es decir, si el banco central debe tener una regla para llevar a cabo la política monetaria o requiere para su instrumentación de juicios de valor, así como de adaptación a los cambios en las circunstancias, es decir, tener discrecionalidad. Por tal razón en esta sección se indagara acerca de si el banco central debe utilizar activamente el instrumento de política monetaria para lograr su objetivo (discrecionalidad) o basarse pasivamente en una regla preestablecida.

Con respecto al establecimiento de reglas<sup>74</sup> cabe mencionar que existen dos tipos de reglas: una basada en los instrumentos que puede controlar el banco central y la otra basada en resultados. Entre las reglas basadas en instrumentos se encuentran: a) la regla de  $k$  por ciento de Friedman, mediante la cual el dinero crece a una tasa constante, b) la fijación de un tipo de cambio y c) el establecimiento de la tasa de interés de corto plazo en su nivel neutral, mientras que en las reglas sustentadas en resultados se encuentran: a) la fijación de un objetivo para la inflación y b) la fijación de un objetivo de crecimiento del producto interno bruto nominal. Dichos tipo de reglas tienen una diferencia: las reglas basadas en instrumentos pueden ser establecidas por el banco central, no obstante las sustentadas en resultados requieren de una discrecionalidad por parte de la autoridad central para poder lograr el objetivo, explicándose ello por el hecho de que la autoridad central no puede controlar las variables económicas que constituyen los objetivos de las reglas basadas en resultados.

Por esta razón, el debate entorno a la discrecionalidad y el establecimiento de reglas planteado en forma correcta, se debe referir a la conveniencia de establecer reglas basadas en instrumentos o permitir la discrecionalidad.

---

<sup>74</sup> “[...] Para calificar de regla,[...], la “ecuación” de la política monetaria debe ser simple y no reactiva o casi no serlo” (Blinder, 1998:37).

En cuanto a los argumentos a favor del establecimiento de reglas se distinguen dos debates. En el debate antiguo se considera que los responsables de la política económica carecen de los conocimientos y la competencia, siendo por tanto preferibles las reglas, mientras que el nuevo debate considera que la discrecionalidad genera un sesgo inflacionario, ya que un banco central que goce de discrecionalidad pecará sistemáticamente de ser excesivamente inflacionista, por ello son preferibles las reglas, ya que atarían las manos de la autoridad central<sup>75</sup>. A diferencia del debate antiguo, el nuevo debate no basa sus argumentos en la ignorancia de las autoridades, ya que supone que existen expectativas racionales, pudiendo todo el mundo saber como funciona la economía.

Los argumentos a favor del establecimiento de reglas han recibido críticas<sup>76</sup> destacando entre ellas la realizada al debate moderno, que se sustenta en los siguientes elementos: a) ataca el análisis del proceso de aceleración de la inflación (periodo de 1965 a 1980) que sirve de base al argumento de que la discrecionalidad del banco central conduce a un sesgo inflacionario, señalando que en su análisis del proceso inflacionario olvidan las explicaciones prácticas de la inflación como son la guerra de Vietnam, el fin del sistema Bretton Woods, las dos perturbaciones de la OPEP, y b) se considera que “[...] el remedio al supuesto problema del sesgo inflacionista dado por el mundo real, no provino de la adopción de un compromiso rígido (las reglas) ni de otros cambios institucionales, sino de una aplicación decidida, pero discrecional, de una contracción monetaria” (Blinder, 1998:40).

Con respecto al sesgo inflacionario es importante indicar que se han presentado otras soluciones encontrándose entre ellas: a) la reputación de la autoridad central, b) el contrato entre principal y gestor que tiene como objetivo incentivar a los responsables de la política monetaria para que se comporten óptimamente y c) la elección de un gobernador conservador que tenga aversión a la inflación.

Con base en lo anterior se puede concluir que en el mundo real la instrumentación de la política monetaria basada en reglas es muy difícil de llevar a cabo, siendo más viable la utilización de la discrecionalidad, debido a que permite al banco central adaptarse a las condiciones cambiantes. Cabe señalar que el surgimiento del nuevo debate entorno a las reglas y a la discrecionalidad, pretende mostrar que las reglas no conducen a sesgos inflacionarios, no obstante la realidad ha mostrado que la solución de los sesgos inflacionarios se basa en una aplicación discrecional de la política monetaria. Actualmente también se ha mencionado que a los bancos centrales se les esta asignado una regla basada en resultados, no obstante ello no implica que la instrumentación de su política monetaria se realice mediante el establecimiento de reglas, ya que las reglas basadas en resultados no son realmente reglas sino objetivos que pueden exigir un elevado grado de discrecionalidad.

### **1.3 Mecanismo de transmisión de la política monetaria**

Tradicionalmente el análisis de la política monetaria se ha realizado bajo dos enfoques: el primero de ellos busca identificar las condiciones bajo las cuales la autoridad central cambia su política monetaria mediante el estudio de la función de reacción del

---

<sup>75</sup> En el debate antiguo se encuentra la postura de Milton Friedman y de otros autores, mientras que en el debate nuevo se ubican las posturas de: Barro, Gordon, Kydland y Prescott.

<sup>76</sup> Para un análisis más detallado de las críticas al viejo y nuevo debate véase Blinder, 1998:40-42.

banco central, mientras que el segundo se relaciona con la evaluación del proceso a través del cual un cambio en la política monetaria puede afectar a las variables macroeconómicas, denominándosele mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Los estudios sobre el primer enfoque indican que una de las condiciones que puede conducir al banco central a modificar su postura de política monetaria, es la existencia de circunstancias externas o internas que pongan en riesgo el cumplimiento de sus objetivos y metas, destacándose entre ellas: los cambios en las expectativas de la inflación y la existencia de presiones en los mercados financieros.

Acerca del segundo enfoque relacionado con los cambios de la política monetaria; cabe señalar que la mayoría de los estudios se relacionan con el mecanismo de transmisión, no obstante, también se han realizados estudios respecto a los cambios de la política monetaria con el objetivo de identificar que parte de los ajustes en la tasa de interés se debe a una política monetaria activa (movimiento de la tasa de interés propiciado por cambios en la postura de la política monetaria) y que parte a una política monetaria de reacción (movimiento de la tasa de interés producto del propio ajuste del mercado)<sup>77</sup>.

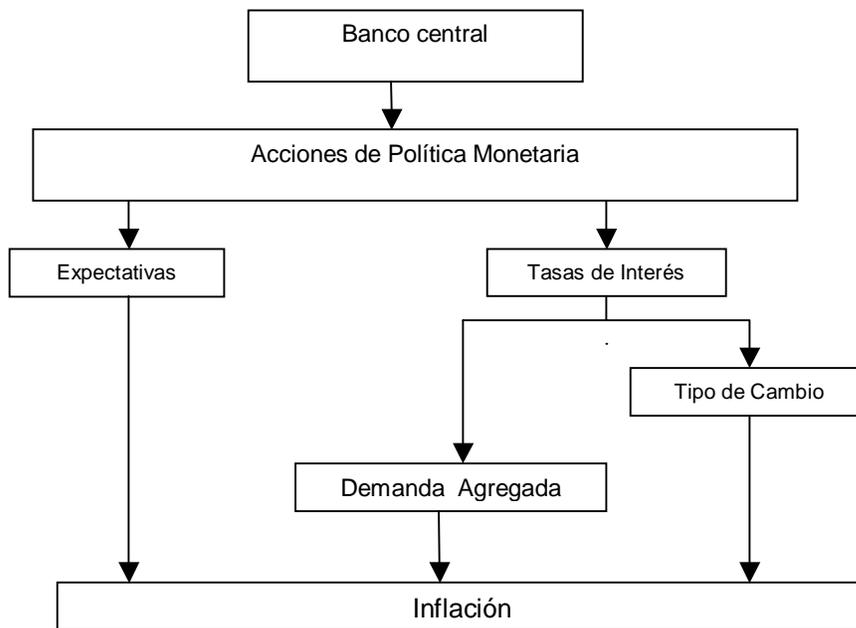
El objetivo final de la política monetaria hace referencia a una variable macroeconómica, sobre la cual el banco central no ejerce un control directo. Por ello el banco central necesita lograr su objetivo de manera indirecta, a través de distintos canales que afectan su objetivo final, conociéndose a dicho proceso como mecanismo de transmisión de la política monetaria (véase diagrama 6).

#### **Diagrama 6**

Esquema de la instrumentación de la política monetario.

---

<sup>77</sup> “[...] un cambio en la postura de la política monetaria se puede descomponer en dos efectos: 1) cuando el banco central reacciona ante acontecimientos que han dado lugar por si mismo a incrementos en las tasas de entres a los que llamaremos efectos “reacción”, y 2) cuando el banco central decide modificar su postura monetaria ante eventos o circunstancias que no han sido descontada por los mercados a satisfacción del instituto central a lo que denominaremos política monetaria “preventiva” o “activa””(Díaz y Greenham, 2000:5).



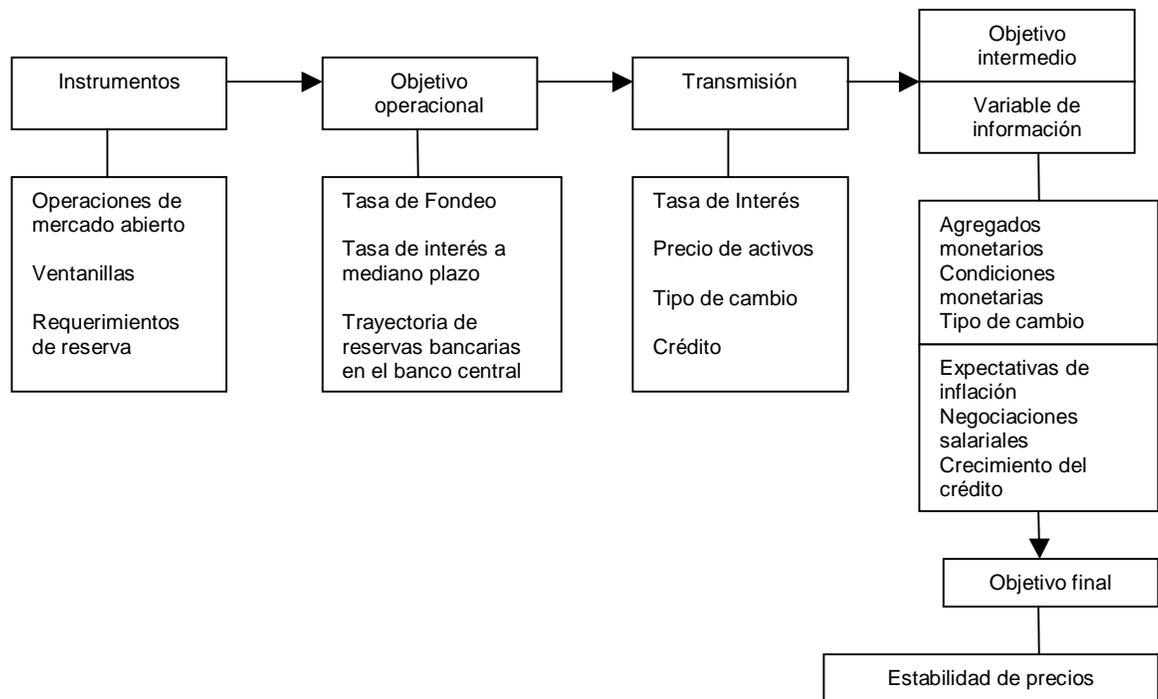
Fuente: Díaz y Greenham, Política monetaria y tasa de interés: experiencia reciente para el caso de México, 2000: 7

El mecanismo de transmisión de la política monetaria tiene como objetivo explicar el impacto que el instrumento de la política monetaria ejerce sobre un conjunto de variables que afectan la demanda agregada y la oferta agregada y con ello su objetivo final (actualmente es el nivel de precios). También se puede definir como el proceso mediante el cual las acciones del banco central afectan a un conjunto de variables con el propósito de alcanzar su objetivo final.

### 1.3.1 Instrumentación de la política monetaria

La instrumentación de la política monetaria implica la consecución de una serie de etapas que modifican el comportamiento de ciertas variables macroeconómicas, con el propósito de lograr su objetivo final. En términos generales la política monetaria se instrumenta de la siguiente manera (ver diagrama 7):

**Diagrama 7**  
Instrumentación de la política monetaria

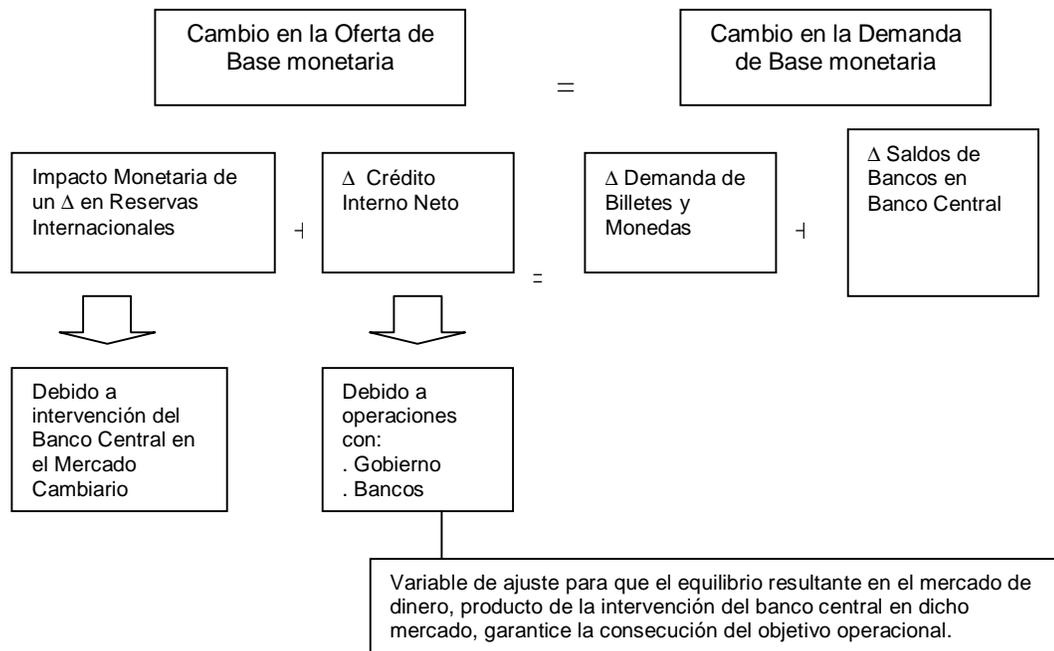


Fuente: Schwartz, Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria, 1998:3.

El adecuado manejo de la liquidez por parte del banco central consiste en determinar el monto de su intervención en el mercado de dinero, ya sea retirando o adicionando liquidez, mediante modificaciones de su crédito interno neto, con el propósito de que su intervención garantice la consecución de su objetivo operacional. Por ello la autoridad central inicia la instrumentación de la política monetaria estableciendo el monto de intervención en el mercado de dinero, a través de la modificación de la oferta de base monetaria (crédito interno neto), que a su vez influye en el comportamiento de la demanda por base monetaria<sup>78</sup>. Se considera que el mercado de base monetaria debe estar en equilibrio, por ende todo cambio de la oferta de base monetaria debe tener como contrapartida un cambio en la demanda de base monetaria (véase diagrama 8).

Diagrama 8  
Cambios de la oferta y de la demanda de base monetaria

<sup>78</sup> La oferta de base monetaria (fuentes de la base monetaria) se compone de dos rubros: reservas internacionales y crédito interno neto, mientras que la demanda de base monetaria (usos de la base monetaria) se integra por: billetes y monedas y depósitos bancarios en el banco central.



Fuente: Schwartz, Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria, 1998:9.

La autoridad central realiza su intervención a través de la utilización de los instrumentos de política monetaria, también conocidos como instrumentos para el manejo de la liquidez, ubicándose entre ellos los requerimientos de reservas, operaciones de mercado abierto, ventanillas para el manejo de la liquidez, etcétera. Para que dicha intervención tenga efecto es necesario que el banco central logre que a nivel sistémico la banca mantenga una posición de liquidez no deseada, enfrentando excesos o faltantes de base monetaria. Con la finalidad de evitar los costos de mantener una posición de liquidez no deseada, los bancos inician una serie de acciones en el mercado de dinero para alcanzar la posición de liquidez deseada, que a su vez ejercen un impacto sobre el objetivo operacional del banco central, pudiendo ser este el establecimiento de una tasa de interés de corto plazo o un nivel de reservas bancarias.

Las acciones que realice la autoridad central con la intención de lograr su objetivo operacional permiten la consecución de su objetivo intermedio (que puede ser el comportamiento de algún agregado monetario) o afectar la trayectoria de alguna variable que pueda brindar información<sup>79</sup> acerca de la evolución de su objetivo final, encontrándose dentro de dichas variables alguna medida de expectativas de la inflación, resultados de negociaciones salariales, entre otras. La posibilidad de alcanzar el objetivo final de la política monetaria es indicada por el comportamiento de los objetivos intermedios o por la evolución de las variables de información.

<sup>79</sup> A raíz de la globalización financiera se presenta una mayor volatilidad e inestabilidad de la demanda de dinero, teniendo como consecuencia que los agregados monetarios se desligan del comportamiento de precios, por tal razón las autoridades centrales han adoptado variables de información que si bien no son objetivos intermedios, si dan una buena señal de la evolución del objetivo final de la política monetaria.

### 1.3.2 Etapas del mecanismo de transmisión de la política monetaria<sup>80</sup>

#### 1.3.2.1 Primera etapa del mecanismo de transmisión

En la primera etapa se hace referencia a los efectos que ejercen los instrumentos de política monetaria sobre la tasa de interés de corto plazo y las expectativas de los agentes económicos. Dichos instrumentos afectan a la oferta de base monetaria generando con ello cambios en la demanda de base monetaria, que a su vez modifican a la tasa de interés de corto plazo y a las expectativas de los agentes económicos, incluyendo entre ellas a las expectativas de inflación y al riesgo país<sup>81</sup> (véase diagrama 9).

#### 1.3.2.2 Segunda etapa del mecanismo de transmisión

En la segunda etapa se analiza el impacto que ejercen las tasas de interés y las expectativas de los agentes económicos sobre la demanda agregada y la oferta agregada.

Las acciones de la autoridad central pueden afectar la demanda agregada y la oferta agregada a través de los siguientes canales (véase diagrama 9 y 10):

##### a) Canal tradicional de la tasa de interés<sup>82</sup>

El canal de la tasa de interés se sustenta en el hecho de que la tasa de interés de largo plazo influye en las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos. Sin embargo, se considera que el banco central solo tiene influencia sobre las tasas de interés de corto plazo, para hacer frente a este problema se considera que las modificaciones de las tasas de interés de corto plazo generalmente se traducen en cambios en la misma dirección en toda la curva de rendimiento de las tasas de interés, pudiendo por ende los cambios en las tasa de interés de corto plazo influir en el comportamiento de la tasa de interés de largo plazo, afectando así las decisiones de consumo e inversión de los agentes y con ello el nivel de demanda agregada.

#### Diagrama 9

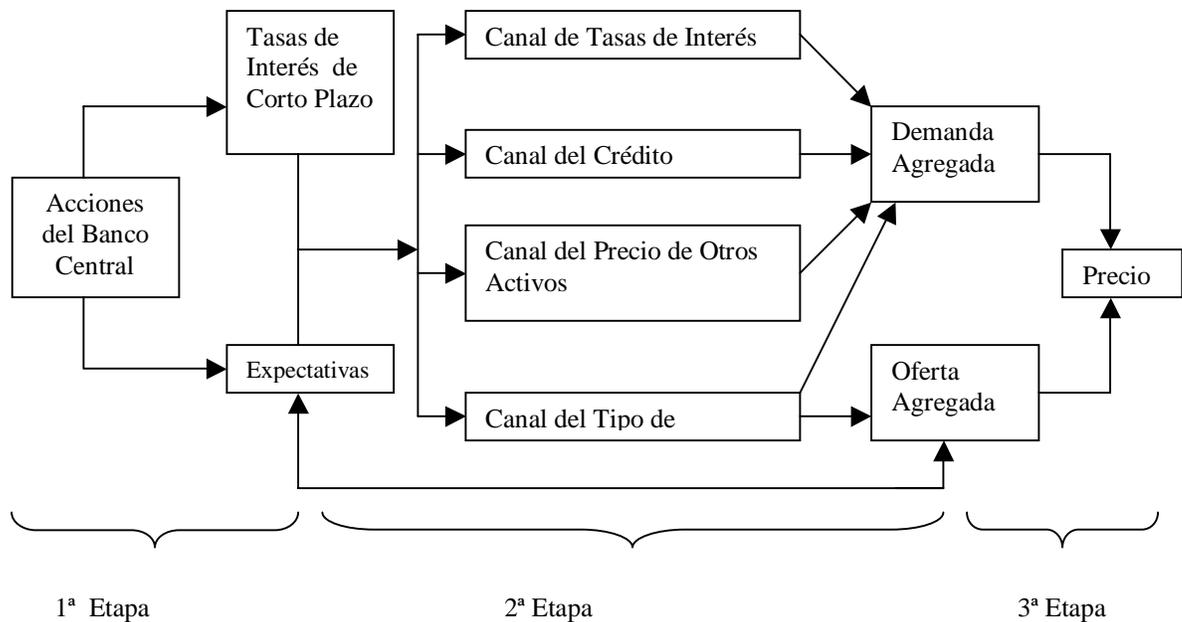
#### Etapas del mecanismo de Transmisión de la política Monetaria

---

<sup>80</sup> Los artículos consultados acerca del mecanismo de transmisión de la política monetaria considera que el objetivo final de la política monetaria es el control de los precios, debido a ello se analizara el mecanismo de transmisión considerando que el objetivo final del banco central es el logro de la estabilidad de precios.

<sup>81</sup> Se considera que si existe plena credibilidad en los objetivos e intenciones del banco central, las modificaciones de las expectativas de los agentes pueden directamente incidir en la determinación de los precios a través de la oferta agregada.

<sup>82</sup> Este canal ha recibido varias críticas que principalmente han planteado que la tasa de interés que el banco central puede modificar es la de corto plazo, la cual no impacta las decisiones de consumo (ahorro) e inversión de los agentes, debido a que se relacionan con la tasa de interés de largo plazo. Frente a estas críticas los defensores del canal de la tasa de interés han mencionado que la existencia de expectativas inerciales de inflación propicia que las tasas de interés de corto plazo se vinculen con las tasas de interés de largo plazo, también han señalado que modificaciones en las tasas de interés de corto plazo se traducen en modificaciones en toda la curva de rendimiento de las tasas de interés, siendo la última afirmación la que da sustento a la mayoría de los estudios relacionados con el canal de la tasa de interés.



Fuente: Schwartz y Torres: Expectativas de Inflación, Riesgo país y Política monetaria en México, 2000:5

Por mucho tiempo fue considerado como el canal de transmisión de la política monetaria más importante, realizándose su explicación con base en el modelo tradicional de la síntesis neoclásica IS-LM para una economía cerrada. Sin embargo, a raíz tanto de los cambios del entorno económico como de los artículos de Bernanke (1983) y (1986) comenzó el debate sobre la importancia del estudio de canales alternativos.

#### b) Canal del tipo de cambio

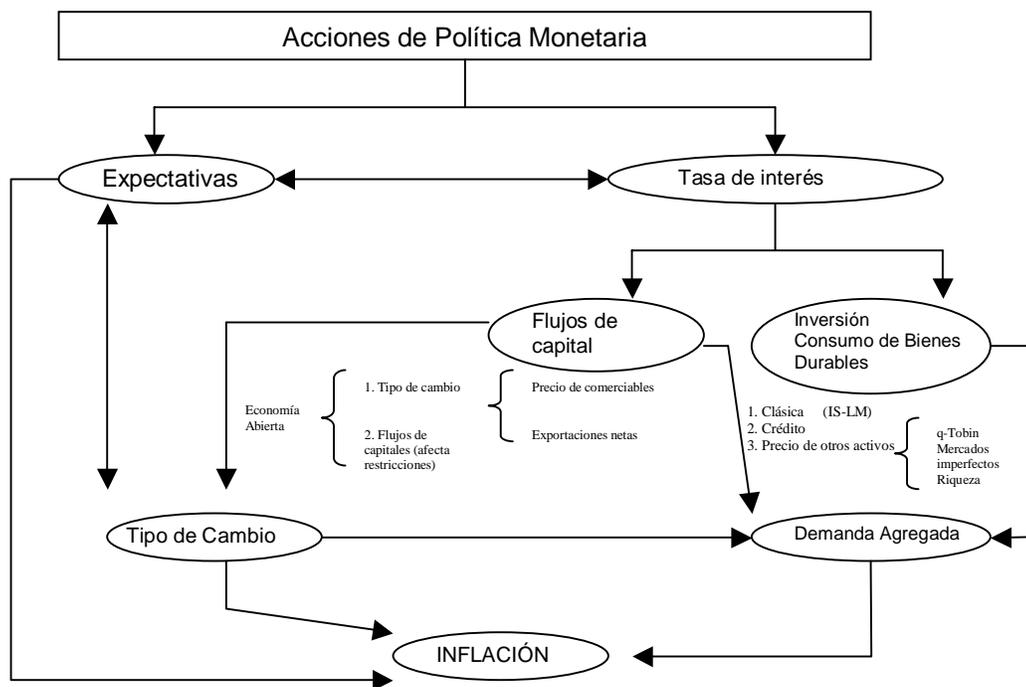
El canal del tipo de cambio sólo opera si existe una economía abierta tanto al comercio de bienes y servicios como a los flujos de capital, se considera que el tipo de cambio es flexible y que las modificaciones de la tasa de interés influyen en las variaciones de su nivel, presentándose una relación inversa entre la tasa de interés y el tipo de cambio.

Las modificaciones del tipo de cambio a su vez generan dos efectos: uno relacionado con el costo de los insumos que afecta directamente a la oferta agregada y el otro vinculado con los cambios en los precios relativos, que propician modificaciones en las decisiones de gasto entre bienes producidos internamente y en el exterior, ejerciendo con ello un impacto sobre la demanda agregada.

La forma en la que opera el canal del tipo de cambio es la siguiente: modificaciones en la tasa de interés afectan la entrada y salida de los flujos de capital, propiciándose variaciones del tipo de cambio que ejercen dos efectos: uno relacionado con la oferta agregada y el otro vinculado con la demanda agregada. De esta manera, un aumento de la tasa de interés alienta la entrada de capitales, lo cual conduce a una disminución del tipo de cambio, que aprecia la moneda, generando con ello dos efectos: por un lado

disminuye el costo de los insumos importados, reflejándose en un menor nivel de precios y por el otro lado aumentan las importaciones disminuyendo con ello la demanda agregada y el nivel de precios.

**Diagrama 10**  
Mecanismo de transmisión de la política monetaria.



Fuente: Martínez, et al., Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México, 2001:7

### c) Canal del precio de los activos

Por medio del canal del precio de los activos se afectan las condiciones de financiamiento de las empresas y las decisiones de consumo, dándose la transmisión a través del valor de mercado de la empresa y de la riqueza de los consumidores. En lo que respecta al financiamiento de las empresas se considera que su acceso está en función de las garantías que puedan ofrecer (colaterales); mismas que se determinan por el valor de mercado de la empresa y que las variaciones de las tasas de interés afectan el precio de los activos de la empresa, influyendo con ello en su valor de mercado y por tanto en su capacidad de financiamiento. De esta manera, un aumento de la tasa de interés ocasionaría una disminución del precio de las acciones de la empresa y por ende de su valor de mercado, limitándose con ello su capacidad de financiamiento. Así se obstaculiza la realización de nuevos proyectos de inversión impactando negativamente a la demanda agregada.

En cuanto a la riqueza de los consumidores se considera que los cambios de las tasas de interés modifican el precio de las acciones propiciando variaciones en el valor de los activos del consumidor que alteran el monto de su riqueza y con ello sus decisiones de consumo. De esta manera un aumento de la tasa de interés provocará una caída en el

valor de los activos del consumidor y de su riqueza, reflejándose en una disminución de su consumo y con ello de la demanda agregada.

#### d) Canal del crédito

El análisis del canal del crédito tomó relevancia a partir de los artículos de Bernanke, quien plantea que dicho canal es complementario al canal tradicional de la tasa de interés, debido a que las modificaciones que se producen en la tasa de interés se ven amplificadas por los efectos que generan en la oferta y demanda crediticia.

Se considera que las variaciones de la tasa de interés modifican tanto la demanda de crédito como su oferta. La demanda de crédito se ve afectada por que la tasa de interés modifica las decisiones de consumo e inversión, mientras que la oferta crediticia se ve afectada por los cambios en el riesgo producto de modificaciones en la tasa de interés. Por el lado de la demanda crediticia, un aumento de la tasa de interés provoca un encarecimiento del costo del crédito que se ve reflejado tanto en un encarecimiento de los proyectos de inversión del empresario, así como en una disminución de la demanda de crédito para el consumo de bienes duraderos, traduciéndose en una menor demanda crediticia. Por lo que respecta a la oferta de crédito, las mayores tasas de interés implican un riesgo mayor para el prestamista, propiciando con ello que los bancos disminuyan su oferta crediticia. Dichas modificaciones de la demanda y de la oferta de crédito afectan a la demanda agregada. La efectividad de este canal requiere que el sistema bancario tenga preponderancia dentro del financiamiento, así como una estructura de préstamo corto placista.

#### e) Canal del efecto ingreso y riqueza

Este canal toma en cuenta la posición neta de los agentes económicos, se considera que el gasto de los agentes está en función tanto del ingreso como de la riqueza y que el grado de modificación de su ingreso y riqueza, ante variaciones de las tasas de interés, depende de la estructura de activos y pasivos financieros que mantenga en su cartera de inversión.

“[...] En este sentido, los cambios en la disponibilidad de crédito y en las tasas de interés pueden llevar a variaciones en el valor de mercado del saldo neto de activos reales y financieros de los agentes, lo que afecta su riqueza y, por consiguiente, sus patrones de gasto, así como la posibilidad de endeudarse y el deseo de prestar. El efecto riqueza puede ser muy fuerte cuando los activos sirven, como colaterales, es decir, garantías a los préstamos bancarios.... Paralelamente, las variaciones en las tasas de interés, originarían cambios en las remuneraciones de los activos financieros y en los costos de los pasivos financieros, lo cual producirá un efecto ingreso en los agentes económicos que dependerá de su posición financiera neta e influirá en sus decisiones de gasto” (Rojas y Rodríguez, 1999:8-9).

Con respecto al efecto ingreso cabe señalar que su signo dependerá de la posición financiera neta de los agentes (si son deudores o acreedores netos), pudiendo por tanto un aumento de la tasa de interés generar dos efectos sobre el ingreso: si los agentes son acreedores netos se generara un efecto ingreso positivo y si los agentes son deudores netos se generara un efecto ingreso negativo.

### 1.3.2.3 Tercera etapa del mecanismo de transmisión

En la tercera etapa se analiza la determinación del nivel de precios, considerando que se establece por las modificaciones tanto de la oferta como de la demanda agregada.

Cabe señalar que el mecanismo de transmisión de la política monetaria ha sido analizado de diferentes formas, resultando en cada una de ellas distintas clasificaciones así como el surgimiento de nuevos canales de transmisión de la política monetaria, por ello en el análisis realizado acerca del mecanismo de transmisión de la política monetaria se presentó una explicación de todos los canales señalados en las distintas literaturas<sup>83</sup>.

Para concluir es importante mencionar que la efectividad de los canales de transmisión de la política monetaria depende del grado de desarrollo del sistema financiero, condicionando su estructura el funcionamiento y operatividad de los distintos canales que permiten la transmisión de la política monetaria.

## 2. *Globalización financiera y su impacto en el funcionamiento de la política monetaria y de la banca comercial de los países en desarrollo.*

Este apartado tiene como objetivo analizar los acontecimientos que propiciaron una desregulación y globalización del sistema financiero, así como los efectos que ha ejercido tanto en la política monetaria como en el papel que desempeñan las instituciones financieras en materia de financiamiento y fondeo de la inversión.

En cuanto a los cambios que la globalización financiera ha propiciado en el funcionamiento de la economía, cabe destacar que se han instrumentado políticas económicas encaminadas a lograr que el mercado funcione libremente, mediante la disminución de la intervención gubernamental tanto a nivel económico como financiero. Tales medidas han impacto a la política monetaria así como al mecanismo de financiamiento-fondeo de la inversión.

Para poder abordar los efectos que la globalización financiera ha ejercido tanto en la instrumentación de la política monetaria como en el mecanismo de financiamiento fondeo de la inversión, se dividirá el presente apartado en tres secciones: en la primera se expondrán los acontecimientos que desencadenaron la globalización financiera así como sus efectos en el funcionamiento de la económica, en la segunda se analizara el impacto de la globalización en la instrumentación de la política monetaria y finalmente en la tercera sección se mencionaran las modificaciones del mecanismo de financiamiento-fondeo de la inversión.

### 2.1 **La globalización financiera y los cambios en el entorno económico.**

---

<sup>83</sup> Una de las clasificaciones encontradas, considera que el mecanismo de transmisión de la política monetaria se realiza principalmente mediante dos vías: la primera vía considera el impacto sobre el costo financiero, ubicando como principales canales: el canal del crédito, el canal de la demanda agregada (canal de la tasa de interés) y el canal del precio de los activos, mientras que la segunda analiza el canal del tipo de cambio. Para un análisis mas detallado sobre esta clasificación del mecanismos de transmisión véase Martínez, et al, 2001:34-38.

A nivel mundial a partir de la década de los sesenta se presentaron una serie de acontecimientos que marcaron el inicio de una nueva etapa de globalización financiera, siendo estos básicamente los que a continuación se enuncian: en la década de los sesenta existieron factores que incrementaron la liquidez internacional, encontrándose entre ellos una excesiva oferta de dólares<sup>84</sup> estadounidenses, así como la presencia del euromercado<sup>85</sup> mediante el cual se otorgó una cantidad excesiva de créditos que estimularon la especulación. En la década de los setenta se desarrollaron factores vinculados con los acontecimientos de la década de los sesenta, que hacen más visible las características del nuevo entorno financiero; en 1971 se presentó el rompimiento del sistema Bretton Woods<sup>86</sup> tras el anuncio de Estados Unidos de suprimir la convertibilidad del dólar en oro.

El rompimiento de Bretton Woods generó una serie de modificaciones en el monto de liquidez existente en los mercados mundiales; dentro de las modificaciones que permitieron el incremento de la liquidez, se encuentra la existencia de dinero desprovisto de un ancla de valor. Por tanto se considera, que “la desregulación financiera iniciada con el pacto Smithsoniano (1971) y la globalización del mercado de capitales se basa en una gran movilidad de capitales entre países con distintos desarrollos económicos e institucionales (suceso semejante al ocurrido en los años treinta), con la particularidad que la cantidad de dinero en circulación no se asocia a ningún valor (por ejemplo oro, plata)” (Levy, 2005d:56).

Los acontecimientos anteriores iniciaron modificaciones en la instrumentación de la política económica tanto de los países desarrollados como de los países en desarrollo; encaminadas todas ellas a garantizar una alta rentabilidad a los capitales liberalizados; necesitándose por ende que en los países receptores existieran los siguientes elementos: estabilidad monetaria-cambiaría y tasas de interés atractivas que cubrieran el riesgo latente de devaluación<sup>87</sup>. “Para poder alcanzar estos objetivos los países tienen que instrumentar políticas monetarias y fiscales contraccionistas; es decir, la movilidad del capital impide trabajar con crecientes déficit fiscales y con expansión monetaria y crediticia, pues darían pie a presiones inflacionarias y devaluatorias que atentan contra la entrada de capitales y propician su salida” (Huerta, 2000: 48). Dichos elementos si bien son necesarios para fomentar la entrada de capitales, no son suficientes ya que también influye el contexto económico internacional y las expectativas de rentabilidad y crecimiento que la economía ofrezca.

Las principales variables macroeconómicas que resultaron afectadas por la globalización financiera fueron las tasas de interés y el tipo de cambio; haciéndose las tasas de interés más volátiles, mientras que el tipo de cambio no sólo modifica su sistema de uno fijo a uno de flotación, sino que también aparece una flotación sucia que busca

---

<sup>84</sup> La excesiva oferta de dólares estadounidenses se deriva de los siguientes acontecimientos: de 1940-1971 Estados Unidos fue el único país que podía emitir dinero mundial, con el Plan Marshall (1950) emite dólares sin respaldo áureo, en 1960 emite dólares para financiar sus planes militares y en 1970 para contrarrestar su déficit en cuenta corriente.

<sup>85</sup> Los bancos que formaban parte del euromercado mantenían una ventaja respecto a los bancos nacionales al no encontrarse sometidos a los controles que dichos bancos mantenían dentro de su nación.

<sup>86</sup> “La ruptura formal del SBW [Sistema Bretton Woods] fue acordada en el pacto Smithsoniano, donde se tomó la decisión de devaluar el dólar con respecto al oro y Estados Unidos, retiró su compromiso de respaldar con oro al dólar” (Levy, 2001:134 nota al pie 54).

<sup>87</sup> Diversos autores, encontrándose entre ellos Arturo Huerta, consideran que existe un riesgo latente de devaluación debido a que el déficit en cuenta corriente esta siendo cubierto con la entrada de capitales, y no con base en un crecimiento de las exportaciones.

estabilizar al tipo para que contribuya en el control de precios y con ello en la mayor rentabilidad de los flujos de capital.

El aumento de la liquidez internacional que se presentó entre 1971 y 1975 propició una serie de cambios en la instrumentación de la política económica de los países desarrollados, siendo los principales la adopción de un tipo de cambio flexible y el mantenimiento de altas tasas de interés. Los efectos de dichas políticas fueron un menor crecimiento económico que fomento la inversión especulativa del capital. Entre 1976 y 1981 se oficializó la desmonetización del oro y se hizo legal el sistema de flotación del tipo de cambio.

Ante el menor crecimiento económico que registraban los países desarrollados, los dueños del capital buscaron nuevas fuentes de rentabilidad, empezando a canalizar flujos de capitales a los países en desarrollo, a través de créditos privados contratados a tasas de interés flotantes. Para la década de los ochenta las características de los flujos de capital, se constituyeron en una causa que originó la crisis de deuda de los países en desarrollo, frente a la cual se presentó una salida de capitales y una disminución abrupta y drástica de los préstamos.

Para poder salir de dicha crisis los países en desarrollo instrumentaron programas de ajuste tendiente a disminuir las presiones inflacionarias y a alcanzar tanto un equilibrio externo como un equilibrio fiscal. Las medidas instrumentadas giraron entorno al libre funcionamiento del mercado, teniendo como ejes la liberación financiera, comercial y económica. De esta manera a partir de la década de los ochenta los países en desarrollo iniciaron una serie de medidas encaminadas a garantizar una apertura tanto al comercio de bienes y servicios como a la entrada de los flujos de capital, así como a eliminar la represión financiera.

Las medidas para salir de la crisis de deuda condujeron a un saneamiento del sistema bancario internacional; reiniciándose en 1986 el otorgamiento de créditos a los países en desarrollo. No obstante, las condiciones económicas prevalecientes tanto en los países desarrollados como en desarrollo se caracterizaban por presentar un crecimiento económico bajo con fuertes desequilibrios. Bajo estas circunstancias, la nueva oleada de flujos de capital ante la búsqueda de ganancias generó una actividad especulativa que actuó en detrimento de la inversión productiva.

En la década de los noventa el escenario de mayor liquidez, desequilibrios económicos y especulación ejerció una presión mayor sobre la desregulación de los mercados financieros de los países en desarrollo; con el objetivo de multiplicar las oportunidades de inversión especulativa<sup>88</sup>, reflejándose ello en la profundización de la instrumentación de políticas financieras tendientes a liberalizar el sistema financiero, que refuerzan las medidas de liberalización financiera iniciadas en la década de los ochenta.

El nuevo entorno de globalización marcó nuevas directrices en el crecimiento económico de los países en desarrollo. En la década de los setenta los flujos de capital propiciaron una mayor dinamización del crecimiento económico, no obstante se presentó

---

<sup>88</sup> "[...] la posibilidad de obtener ganancias especulativas mediante la movilización del capital entre los diferentes mercados del sistema financiero internacional propició una política de liberalización financiera que aumentó la actividad especulativa, en detrimento de la inversión productiva, modificando el carácter de los mercados de capital" (Levy, 1998:214).

con fuertes desequilibrios tanto internos como externos que dieron origen a la crisis de la década de los ochenta, cuyas medidas tendientes a superarla implicaron la liberalización comercial y financiera, así como la imposición de programas de ajuste que permitieran estabilizar la economía, actuando el tipo de cambio como variable de ajuste de los desequilibrios externos. Sin embargo, la instrumentación de dichas políticas condujo a un aumento del déficit público, de la inflación y de la devaluación que dieron como resultado una recesión económica.

Frente a ello, a finales de la década de los ochenta se instrumentaron nuevos programas de ajuste que buscaron estabilizar la economía mediante el control de la inflación vía la estabilidad del tipo de cambio. De esta manera, se puede indicar que los principales cambios observados en la instrumentación de la política económica giraron en torno a garantizar la consecución de mayor rentabilidad a los flujos de capital, buscando por ende profundizar la instrumentación de políticas propicias para la entrada de capitales, siendo estas la existencia de una moneda fuerte que implica la estabilidad de precios y el control del tipo de cambio.

Con respecto al tipo de cambio cabe señalar que al actuar como variable equilibradora se generaron constantes modificaciones de su valor que produjeron una pérdida de rentabilidad a los flujos de capital. Por ello a finales de la década de los ochenta el tipo de cambio dejó de actuar como variable de ajuste de los desequilibrios externos, adoptándose la política financiera de Estados Unidos para enfrentarlos, consiste en corregir los desequilibrios de la balanza de pagos mediante la entrada de capitales sin incurrir en modificaciones del tipo de cambio<sup>89</sup>. Para los países en desarrollo la adopción de dicha política implicó que sus constantes déficit en cuenta corriente se financiaran mediante una entrada de capitales<sup>90</sup>.

La entrada de capitales que se produjo después de la crisis de la deuda se puede clasificar bajo dos rubros: de 1989 a 1994 se presenta bajo la forma de inversión de cartera y de 1995 a la fecha se sustenta tanto en las divisas derivadas de las exportaciones como en la atracción de inversión extranjera directa. La entrada de capitales que se presenta de 1989 a 1994 se concentró en la obtención de rendimientos de corto plazo y altamente riesgosos, generando por ende una salida de capitales cualquier cambio adverso que se presentara en la economía receptora, iniciándose bajo esta modalidad una nueva oleada de crisis financieras; mientras que la entrada de capitales que se presenta de 1995 a la fecha se caracteriza por la venta de activos nacionales y por depender del crecimiento económico de los países receptores de las exportaciones.

---

<sup>89</sup> “Ante los grandes requerimientos de entrada de capitales para financiar el déficit exterior y el pago del servicio de la deuda externa, se ha procedido a la liberalización financiera y a instrumentar políticas a favor del capital financiero para estimular la entrada y así configurar condiciones de financiamiento para el crecimiento. En las medidas de estas políticas destaca la de estabilidad monetaria cambiaria, la disciplina fiscal, las tasas de interés atractivas y las llamadas reformas estructurales de orientación de mercado. Se opta por financiar el déficit de comercio exterior con entrada de capitales y no por ajustarlo mediante el manejo del tipo de cambio, el cual pasa a estabilizarse en términos nominales para garantizar la rentabilidad del capital financiero” (Huerta, 2000:47).

<sup>90</sup> En la mayor parte de los países en desarrollo el déficit de su cuenta corriente se presenta básicamente por la existencia de un déficit comercial que se genera por su estructura productiva que depende en gran medida de insumos importados.

Bajo la visión ortodoxa se esperaba que la entrada de capitales coadyuvara con el control de los desequilibrios externos y con el logro de un mayor crecimiento económico, debido a que complementarían el ahorro interno agilizando con ello la inversión productiva. No obstante, la entrada de capitales no se reflejó en mayores niveles de inversión productiva, ya que se caracterizó por ser altamente especulativa, dirigiéndose a la esfera financiera y no a la productiva.

Para concluir esta sección se puede mencionar que el nuevo modelo de acumulación que surgió a raíz del rompimiento del sistema monetario, ha introducido cambios importantes en el funcionamiento de la economía, siendo los principales la liberalización comercial y financiera y el ajuste patrimonial. En este nuevo entorno la entrada de capitales necesita que el país receptor presente condiciones de estabilidad monetaria-cambiaria, que conllevan a instrumentar políticas fiscales y monetarias contraccionistas<sup>91</sup>.

## **2.2 Impacto de la globalización financiera en la instrumentación de la política monetaria en mercados emergentes.**

La globalización financiera modificó la instrumentación de la política monetaria, afectando no solo los instrumentos que el banco central puede utilizar, sino también su objetivo final. Para comprender las razones detrás de los cambios ocurridos en materia de política monetaria es necesario hacer un breve recuento de los cambios del entorno económico que ejercieron un impacto en la política monetaria, así como las nuevas concepciones que surgieron acerca del proceso inflacionario, para posteriormente analizar en forma detallada los cambios en su instrumentación.

El periodo que abarca de 1965 a 1980 se caracterizó por ser una etapa de aceleración de la inflación que en la mayoría de los países fue acompañada por un lento crecimiento económico, fenómeno al que se le denominó estanflación. Entre los factores explicativos de esta mayor inflación se mencionan: la guerra de Vietnam, la ruptura del sistema Bretton Woods y las dos perturbaciones de la OPEP<sup>92</sup>. Bajo estas condiciones se desarrollaron una serie de teorías y modelos, que tratan de dar una explicación a este fenómeno, así como medidas tendientes a eliminarlo, ubicándose dentro de ellas los modelos de liberalización financiera (Mckinnon y Shaw) y el nuevo debate de la discrecionalidad versus reglas en la adopción de la política monetaria (Barro y Gordon).

El modelo de liberalización financiera considera que la inflación es un producto secundario de la represión financiera, por ello abogan por políticas tendientes a la liberalización de los mercados financieros, a través de la eliminación de las regulaciones

---

<sup>91</sup> "La liberalización económica y la consecuente internacionalización de los mercados de capitales, obliga a las economías a trabajar con estabilidad monetaria y en el tipo de cambio para generar las condiciones de confianza y rentabilidad al capital financiero que opera en los mercados. Para alcanzar la reducción de la inflación se establecen políticas de disciplina fiscal así como políticas monetaristas "prudentes", altas tasas de interés y tipos de cambio apreciados, que afectan el crecimiento de las economías y su dinámica de acumulación y aumenta las presiones sobre el sector externo ...; las condiciones de estabilidad monetaria pasan a depender del comportamiento del capital internacional y no de las condiciones productivas y financieras internas que se deterioran con esta política" (Huerta, 2000:47).

<sup>92</sup> "[...] al desplomarse el sistema de Bretton Woods en el decenio de 1970, después de dos décadas de tasas sostenidas de crecimiento económico y de relativa estabilidad de los mercados, se manifestó de manera generalizada un aumento de la inflación en que los bancos centrales parecían haber perdido fuerza y control sobre el nivel general de precios, su misión esencial..." (Manrique, 2004:73).

gubernamentales (topes a la tasa de interés, encaje legal y políticas selectivas de crédito), generándose con ello una libre determinación de las tasas de interés y de la asignación de los recursos.

El nuevo debate de la discrecionalidad versus reglas en la instrumentación de la política monetaria, considera que el sesgo inflacionista se presenta por la conducta discrecional del banco central, debido a que la autoridad central se ve tentada a obtener resultados de corto plazo, a través de un aumento de la masa monetaria que estimule la demanda agregada, pudiendo disminuir temporalmente el desempleo, debido a que al sector privado espera una inflación menor produciendo con ello brechas sistémicas entre la inflación efectiva y la esperada. No obstante en el largo plazo, debido a que el público tiene expectativas racionales comprenderá lo que se propone el banco central impidiendo generar brechas sistémicas, generándose así más inflación pero no más empleo. Por ello la solución del sesgo inflacionario consiste en adoptar reglas que aten las manos al banco central; también señalan que la reputación de la política monetaria y la existencia de un gobernador del banco central conservador pueden producir políticas monetarias menos inflacionistas.

Entre los elementos de la globalización financiera que han afectado la instrumentación de la política monetaria se encuentran: el aumento de la dependencia de la entrada de capitales en los países en desarrollo, la desregulación financiera y la mayor volatilidad de las tasas de interés. Dentro de los factores que incrementaron la dependencia de la entrada de capitales, se ubican la nueva política de financiamiento de los desequilibrios y la apertura comercial; dicha dependencia presionó a instrumentar una política monetaria en función de las condiciones de rentabilidad de los flujos de capital, consistentes en el mantenimiento de la estabilidad de precios y del tipo de cambio. En tanto que, la desregulación financiera y la mayor volatilidad de las tasas de interés afectaron los instrumentos y objetivos intermedios de la política monetaria.

Para poder analizar en forma ordenada los distintos cambios que se han producido en la instrumentación de la política monetaria, primero se abordan los cambios en su objetivo final, después los efectos que se han producido en torno a su objetivo intermedio y finalmente la forma en que se administra (reglas fijas o discrecionalidad).

En el nuevo entorno económico, que se presenta a partir de la década de los setenta, vuelven a tomar relevancia las teorías ortodoxas que proponen que el único objetivo a largo plazo de cualquier banco central es el logro de la estabilidad de precios. Los argumentos utilizados por la vertiente ortodoxa para descartar otros objetivos que la política monetaria puede tener fueron los siguientes: el banco central no puede fomentar el crecimiento económico, ya que se ha comprobado que no existe relación entre el crecimiento de la base monetaria y el crecimiento del producto real y el estímulo de la demanda agregada mediante la utilización de la política monetaria sólo propicia a largo plazo una mayor inflación.

Desde esta visión se ha recomendado que para evitar que el principal objetivo de los bancos centrales se vea subordinado por políticas de corto plazo que generan brechas inflacionarias, es necesario establecer como único objetivo de la política monetaria la estabilidad de precios. De esta manera en la mayor parte de los países, en algunos incluso a través de reformas a su constitución, se ha establecido como único objetivo de

la política monetaria la estabilidad de precios; pudiendo tener niveles explícitos o definiciones que requieren de una mayor interpretación por parte del banco central.

También han estipulado que la política monetaria debe tener autonomía con respecto a los políticos, ya que estos tiene una visión de corto plazo estando tentados a subordinar el objetivo de estabilidad de precios, por el logro de mayor empleo, aunque ello implique a largo plazo mayores niveles de inflación que afectan el crecimiento económico y la distribución del ingreso<sup>93</sup>. Por tal razón se aboga por establecer bancos centrales independientes de los políticos y de los mercados, con el objetivo de que la política monetaria pueda ser instrumentada tomando en consideración que sus efectos no se hacen visibles inmediatamente debido a los retardos con que opera.

Con respecto a los políticos se considera que si influyesen en la instrumentación de la política monetaria estarían tentados en tiempos de campaña o incluso para ganar popularidad a no cumplir con el objetivo principal de los bancos centrales que es la estabilidad de precios. En cuanto a la independencia con respecto al mercado se considera que esta no implica que la autoridad central no deba analizar al mercado, sino más bien que no debe establecer los niveles de tasas de interés establecidos en el mercado, debido a que tienen un carácter cortoplacista que sufre modificaciones recurrentes ante pequeñas variaciones en el comportamiento del mercado.

La independencia o autonomía significa libertad para que el banco central elija sus instrumentos que le permitan alcanzar su objetivo que es definido por el gobierno; significa que el banco central actúe como contrapeso de la administración pública respecto a situaciones inflacionarias, así como contrapeso de los particulares cuando emprendan acciones que impliquen incrementos de precios o costos<sup>94</sup>.

Con base en lo anterior se puede señalar que bajo el nuevo entorno económico se privilegia como objetivo final de la política monetaria la estabilidad de precios, no obstante el logro de la estabilidad de precios implica costos en términos de crecimiento económico y empleo. Por ello, en diversos estudios se ha analizado la forma de instrumentación de política monetaria que conlleve los menores costos, teniendo entre sus principales conclusiones las siguientes:

- La independencia del banco central es un factor que permite reducir los costos sociales de disminución de la inflación, sustentándose tal argumento en un análisis estadístico para los países desarrollados, en el que se observa que a mayor independencia menores costos sociales.
- Si existe plena credibilidad en la instrumentación de la política monetaria es posible lograr la disminución de la inflación sin costos, no obstante este argumento carece de pruebas empíricas, pese a ello se ha planteado que si se comprobase que la credibilidad no ayuda a disminuir los costos de la inflación,

---

<sup>93</sup> "Para fortalecer su credibilidad y su buena reputación, a los bancos centrales se les ha otorgado autonomía respecto a su gobiernos y se les ha asignado el objetivo prioritario de mantener la estabilidad de los precios internos. Otras responsabilidades que tenían en el pasado, como la regulación de la demanda interna, el crecimiento del empleo, la canalización de recursos a actividades prioritarias, etc., han sido eliminados de su legislación" (Mántey, 2002:4).

<sup>94</sup> "Según uno de los enfoques, la autonomía del banco central da un mayor margen para la instrumentación de la política monetaria que compense las medidas de la política fiscal. La independencia de la autoridad monetaria se vincula con aspectos de tipo político e institucional que difieren ampliamente de un país a otro.." (Manrique, 2004:76).

aun así los bancos centrales se seguirán preocupando por tener credibilidad debido a que la autoridad central busca que la gente confíe en que la instrumentación de su política tiene como fin la consecución de su objetivo final, de tal forma que un cambio en la instrumentación de la política monetaria no genere entre el público la idea de que ha abandonado la consecución de dicho objetivo.

- La transparencia y la apertura, en términos de informar periódicamente las medidas adoptadas por el banco central, permiten mejor la eficiencia de la política monetaria como estabilizador macroeconómico.

Otro objetivo que se le ha asignado al banco central es mantener la estabilidad del sistema financiero y del sistema de pagos, para ello se vale de la función de prestamista de última instancia, que originalmente señalaba que ante la presencia de crisis financieras, los bancos centrales solo deberían de rescatar aquellas instituciones que sufrieran de iliquidez pero que fueran solventas, no obstante actualmente se rescatan a las instituciones independientemente de su solvencia y sus prácticas bancarias<sup>95</sup>.

A partir de la década de los setenta se ha observado una mayor volatilidad en la función de la demanda de dinero, propiciando que se presente un abandono de los agregados monetarios como objetivo intermedio de la política monetaria, ya que no guardan relación con la evolución de los precios. Por tal razón la mayoría de los bancos centrales han dejado de utilizar los agregados monetarios como objetivo intermedio y han utilizado alguna variable de información, de esta manera los agregados monetarios dejan de ser un elemento importante en la instrumentación de la política monetaria.

La liberalización financiera modificó la utilización de los instrumentos de política monetaria, ya que su establecimiento implicaba que el banco central debe permitir el libre funcionamiento del mercado crediticio y la libre determinación de las tasas de interés, por tal razón no debe utilizar el encaje legal, los topes a las tasas de interés, ni las políticas selectivas de crédito<sup>96</sup>.

Otra de las propuestas de los modelos de liberalización financiera que se relaciona con los instrumentos de política monetaria, es la que señala que el gobierno se debe financiar a través de operaciones de mercado abierto, ya que el cambio de patrón de financiamiento de emisión monetaria a emisión de bonos permite alcanzar una disciplina fiscal y monetaria que genera menores niveles inflacionarios, siendo necesario para ello desarrollar los mercados financieros<sup>97</sup>. De esta manera con el desarrollo de los sistemas

---

<sup>95</sup> Para un análisis más detallado véase Levy, 2005d:56 y Manrique, 2004:76.

<sup>96</sup> “[...] la política monetaria ha tenido que adaptarse a las condiciones impuestas por la libre movilidad internacional, el régimen de flotación cambiaria, y las prescripciones de los organismos financieros multilaterales relativas a promover la eficiencia económica mediante la desregulación de los mercados. Bajo este entorno institucional, la política monetaria se ha convertido en el factor fundamental de la estabilización macroeconómica” (Mántey, 2004a:106-107).

<sup>97</sup> “[...] La inflación con todos sus efectos desestabilizadores sobre el crecimiento y la ubicación del ahorro, era vista como un producto secundario de la represión financiera. Siguiendo semejante punto de vista sobre las distorsiones creadas por la represión financiera, se introdujeron reformas en muchas economías en desarrollo, que buscaban “remover las distorsiones en los mercados de capital, en conexión con. 1. las políticas de establecimiento de las tasas de interés y distribución del crédito y 2. las prácticas de financiar los amplios déficit gubernamentales en los mercados domésticos de capital” (Studart, 1998:16).

financieros el instrumento más importante de la política monetaria serían las operaciones de mercado abierto<sup>98</sup>.

Como una forma de comprobar que las modificaciones planteadas se han efectuado, cabe señalar que estudios recientes de la instrumentación de la política monetaria muestran que los bancos centrales se han orientado a la utilización de instrumentos de mercado o también llamados instrumentos indirectos, incluyendo tanto las operaciones de mercado abierto como los requerimientos de reserva pero no requerimientos positivos sino únicamente la utilización de alguna modalidad que permita promediar saldos en el banco central. Los beneficios que obtienen los bancos centrales por utilizar los instrumentos indirectos radican en que les permiten actuar con mayor eficacia y flexibilidad en un entorno en el cual las transacciones en los mercados financieros son cada vez más complejas<sup>99</sup>.

Otros estudios incluso mencionan que actualmente el banco central solo puede utilizar dos instrumentos, es decir, “los instrumentos de política monetaria que utilizan los bancos centrales modernos pueden ser clasificados en dos grupos:

1. Intervención en el mercado de dinero para mantener un nivel de tasa de interés;
2. Manejo de las condiciones de mercado a través de restricciones cuantitativas “ (Martínez, et al, 2001:16).

Bajo esta perspectiva por tanto la autoridad monetaria solo puede utilizar dos instrumentos uno basado en una tasa objetivo y otro que afecta las condiciones del mercado de dinero mediante restricciones cuantitativas<sup>100</sup>. Algunos de los bancos centrales que llevan a cabo una instrumentación con base en una tasa objetivo son: el banco central de Estados Unidos “FED”, que a partir de 1982 fija una tasa de fondos federales y el banco central de Nueva Zelanda que desde marzo de 1999 establece un objetivo para la tasa de interés. Con respecto a la utilización del instrumento que maneja las condiciones de mercado a través de restricciones cuantitativas cabe señalar que a principios de la década de los ochenta Estados Unidos lo empleó a través del régimen “no-borrowed-reserves”, sin embargo lo abandona en 1982, de igual forma Nueva Zelanda utilizó este instrumento hasta marzo de 1999 mediante el régimen “settlement Balance”, en México actualmente se utiliza este instrumento de política a través del régimen de saldos acumulados<sup>101</sup>.

En este contexto los bancos centrales modernos al utilizar uno u otro instrumento de política monetaria propician que la volatilidad proveniente del exterior se refleje en mayor

---

<sup>98</sup> “Este último punto [la intervención del gobierno en los mercados financieros es innecesaria y costosa] ha tenido particular importancia, ya que modificó drásticamente la instrumentación de la política monetaria, sustituyendo los mecanismos de control directo de liquidez (por ejemplo, los encajes, los depósitos obligatorios en el banco central, la ventanilla de redescuento, los topes a la tasa de interés, la canalización selectiva del crédito, etc.), por operaciones de mercado abierto. Se supuso que el banco central no requeriría ningún otro instrumento para controlar la cantidad de dinero en circulación, ya que está guardaría un relación estable con la oferta de base monetaria” (Mántey, 2002:3).

<sup>99</sup> Para mayores referencias véase Schwartz, 1998:4-18.

<sup>100</sup> “Entre las ventajas que tiene un instrumento que afecta las condiciones del mercado de dinero a través de una restricción cuantitativa, está la de incorporar a la determinación de la tasa de interés toda la información de los participantes del mercado, así como la del banco central. Esto ocurre ya que aquel instrumento funciona únicamente como una señal que interactúa con los ajustes realizados por los agentes en el mercado” (Martínez, et al, 2001:19).

<sup>101</sup> Para mayores referencias véase, Martínez et al, 2001:17-18.

medida en movimientos de la tasa de interés o del tipo de cambio. Si el banco central utiliza como instrumento una tasa de interés objetivo la volatilidad del exterior se refleja en modificaciones del tipo de cambio; mientras que si emplea un instrumento cuantitativo la volatilidad se distribuye entre cambios en la tasa de interés y el tipo de cambio, en otras palabras, ante condiciones de alta volatilidad la tasa de interés de corto plazo se modifica de manera automática (se permite que tenga una gran flexibilidad) propiciando que las perturbaciones externas se distribuyan entre la tasa de interés y el tipo de cambio. Con base en estos aspectos algunos autores señalan que al elegir un instrumento de política monetaria los bancos centrales deben analizar si el tipo de cambio tiene un impacto en la evolución de los precios, denominándole a este impacto efecto traspaso o “Pass-through”, ya que si existe un elevado “Pass-through” en la economía es conveniente elegir una instrumentación que afecte las condiciones del mercado de dinero mediante una restricción cuantitativa, para que la volatilidad proveniente del exterior se distribuya entre el tipo de cambio y las tasas de interés.

En términos generales se puede mencionar que la globalización financiera modificó la instrumentación de la política monetaria, propiciando que los instrumentos de mercado sean los más utilizados por los bancos centrales, con el propósito de iniciar el mecanismo de transmisión de política monetaria que permite el logro de su único objetivo final “la estabilidad de precios”. Los movimientos de capital a su vez, han propiciado cambios en la instrumentación de la política monetaria tendientes a lograr las condiciones de rentabilidad del capital financiero<sup>102</sup>. En los países en desarrollo dichos movimientos han provocado que los bancos centrales al prever restricciones de la liquidez externa, apliquen una política monetaria restrictiva con el objetivo de restaurar la confianza de los inversionistas y detener la salida de capitales, implicando con ello que los bancos centrales están imposibilitados de detener la salida de capitales, teniendo que establecer políticas procíclicas, que restauran la confianza de los inversionistas<sup>103</sup>.

### **2.3 Impacto de la globalización financiera en el papel de las instituciones financieras**

En esta sección se presenta el funcionamiento del sistema financiero desde una visión keynesiana y poskeynesiana, analizando el mecanismo de financiamiento fondeo de la inversión. Como se menciona en el primer capítulo, para dicha visión el financiamiento desempeña un papel importante como dinamizador del crecimiento económico, ya que permite financiar la inversión sin la necesidad de ahorro previo, logrando su estabilidad mediante la canalización al sector financiero del ahorro generado por la producción, permitiendo con ello que las empresas puedan empatar su deudas de corto plazo con sus utilidades de largo plazo, recuperándose por ende el fondo revolvente de los bancos que evita la reducción de la liquidez (una caída del crédito). Desde esta visión la eficiencia del sistema financiero debe ser evaluada desde la perspectiva tanto macroeconómica como microeconómica, relacionándose la primera con la oferta de

---

<sup>102</sup> Para evitar que la entrada de capitales se traduzca en presiones inflacionarias los bancos centrales han llevado a cabo procesos de esterilización.

<sup>103</sup> En un país subdesarrollado, a diferencia de los países industrializados, el banco central no puede utilizar políticas expansionistas para la recuperación económica después de la crisis financiera, pues los contratos de deuda son de corto plazo y parte de la deuda está denominada en moneda extranjera. La política expansionista generaría más inflación (con un aumento en las tasas de interés) y más devaluación (Mendoza Pichardo, 1998:190).

financiamiento y fondos para los diferentes sectores y con la estabilidad del sistema financiero, mientras que la segunda se relaciona con la asignación de los recursos<sup>104</sup>.

Los cambios que se suscitaron a raíz del rompimiento de Bretton Woods, modificaron el funcionamiento del sistema financiero, afectando con ello el mecanismo de financiamiento-fondeo de la inversión, con el objetivo de detectar los cambios ocurridos se analizara el comportamiento del sistema financiero en la etapa pre y post rompimiento del sistema Bretton Woods.

*a) Mecanismo de financiamiento-fondeo en un mercado financiero regulado "etapa pre Bretton Woods".*

El mecanismo de financiamiento-fondeo de la inversión que han llevado a cabo los países se caracteriza por presentar los siguientes elementos: el financiamiento de la inversión se relaciona con los créditos otorgados por la banca comercial, mientras que el fondeo de la inversión se ha realizado mediante dos estructuras una relacionada con el mercado de capitales y la otra con el mercado crediticio<sup>105</sup>.

La estructura basada en el mercado de capitales, también llamada modelo Anglosajón o mercado de capitales segmentados, se caracteriza por que el financiamiento lo otorga la banca mediante créditos de corto plazo, mientras que el proceso de fondeo es realizado a través del mercado de capitales, en el cual operan muchos oferentes y demandantes; teniendo como objetivo emitir títulos para captar el incremento del ahorro real y transformarlo en ahorro financiero. Este modelo se distingue por sustentar su funcionamiento en las libres fuerzas del mercado, así como por la existencia de un mercado de capitales desarrollado, en el cual desempeña un papel importante el mercado secundario al dar liquidez a los títulos emitidos.

La mayoría de las explicaciones teóricas sobre el mecanismo de financiamiento-fondeo de la inversión se basan en la estructura del mercado de capitales, no obstante esta estructura de fondeo no opera en la mayor parte de los países, solo en Estados Unidos e Inglaterra. En la mayoría de los países tanto desarrollados como en desarrollo, no existe un mercado de capitales desarrollado, manteniendo por tanto una estructura de fondeo basada en el mercado de créditos, en la cual se necesita que el gobierno intervenga para establecer mecanismos compensatorios que permitan lograr el fondeo de la inversión, constituyéndose la intervención gubernamentales como parte fundamental de su funcionamiento.

La estructura de financiamiento basada en el mercado crediticio se caracteriza por que los bancos no sólo asumen el papel de financiar la inversión mediante créditos de corto plazo sino también tienen que realizar el fondeo de la inversión, a través del ofrecimiento de instrumentos de depósito de diferentes plazos que les permitan captar el ahorro generado por la inversión. De esta manera la banca asume la tarea de empatar las

---

<sup>104</sup> “[...] En el contexto del desarrollo económico, la eficiencia del sistema financiero tiene dos dimensiones características: una se refiere a la oferta de financiamiento y fondos para los diferentes sectores económicos y la estabilidad del sistema financiero (tanto como un sistema de pagos, como una intermediación de los fondos crediticios); y la otra se relaciona con la asignación de recursos reales. La primera es la dimensión macro-económica, la segunda, muy enfatizada por el pensamiento dominantes, es micro-económica. Sólo si consideramos estas dos facetas macro-económicas de los sistemas financieros eficientes, podemos discutir el papel de las políticas financieras en el contexto del desarrollo” (Studart, 1998:19).

<sup>105</sup> Para mayores referencias véase Studart, 2002:298-302, Levy, 2001: capítulo 3 y Levy, 2004:199-206.

deudas de corto plazo con las utilidades de largo plazo de las empresas, en otras palabras tiene que administrar las asimetrías de los vencimientos crediticios, desarrollándose para ello dos esquemas:

El primer esquema del modelo basado en el mercado crediticio se distingue por que la intervención del gobierno se limita a regular el funcionamiento del sistema financiero, estableciendo un marco institucional con altas barreras de entrada a las instituciones bancarias, fomentando lazos entre el sector productivo y financiero. De esta manera el gobierno regula el funcionamiento del sistema financiero, no interviniendo en la operación del sector productivo, debido a que se garantiza que las empresas y los bancos tengan objetivos comunes.

En el segundo esquema del modelo de financiamiento basado en el mercado crediticio, el gobierno no sólo regula las operaciones del sistema financiero sino que interviene directamente en el sector productivo y en la determinación de los precios fundamentales de la economía; bajo este esquema el gobierno determina las tasas de interés, establece políticas de crédito selectivo<sup>106</sup>, políticas de encaje legal y fomenta la operación de los bancos de desarrollo. La recolección del ahorro generado por la inversión es llevada a cabo por la banca. El gobierno desempeña un papel importante tanto en el financiamiento de la inversión como en el fondeo, realizando el primero a través del establecimiento de bancos de desarrollados destinados a otorgar créditos a sectores prioritarios, mientras que el segundo se lleva a cabo mediante el establecimiento de los requerimientos de reserva (encaje legal).

El periodo pre Bretton Woods, se caracterizó por la existencia de un marco de regulación del movimiento de capitales entre los diferentes países, por medio del cual se pudieron establecer tipos de cambio fijos, que controlaron los movimientos en las tasas de interés. Dichas características permitieron mantener una tasa de interés estable, así como evitar fugas de capital, debido a que no existían otras fuentes de valorización del capital que no fueran las relacionadas con la inversión productiva. De esta manera se pudo generar un crecimiento económico con estabilidad, ya que la existencia de tasas de interés relativamente estables permitieron que el ahorro generado por la inversión se canalizara al sector financiero. Los gobiernos pudieron instrumentar políticas monetarias y fiscales expansivas, que no provocaron presiones inflacionarias por que el financiamiento iba destinado a la inversión productiva, que generó crecimiento económico.

*b) Mecanismo de financiamiento-fondeo en un mercado financiero desregulado, "etapa post Bretton Woods"*

El aumento en la liquidez internacional que se generó con el rompimiento del sistema Bretton Woods, propició el establecimiento de tipos de cambio flexibles y la presencia de tasas de interés volátiles, caracterizándose los flujos de capital liberalizados por ser inversiones de corto plazo en busca de altos rendimientos, moviéndose por ende entre los diversos mercados de capitales. De esta manera la tasa de interés desempeña un papel importante en la atracción de capitales; no obstante al poder ser los movimientos de la tasa de interés contrarrestados por modificaciones en el tipo de cambio, se ha propiciado que los países desarrollen una flotación sucia de su tipo de cambio.

---

<sup>106</sup> Las políticas de crédito selectivo eran instrumentadas a través de la banca de desarrollo y fideicomisos especiales.

Por otro lado la nueva estructura del sistema financiero internacional, impuso al mercado de capitales como el único mecanismo de fondeo de la inversión, desmantelando los mecanismos de fondeo basados en el mercado crediticio. Sin embargo, el movimiento de los flujos de capital al propiciar cambios en la rentabilidad de los instrumentos financieros, trastocó el funcionamiento del mercado de valores como mecanismo de fondeo, distinguiéndose el ahorro captado por el mercado de valores por ser de corto plazo y dirigirse a la inversión especulativa, en lugar de canalizarse a la compra de acciones que permitirían a las empresas empatar sus deudas con sus utilidades<sup>107</sup>.

Los elementos teóricos que sustentaron la nueva política de financiamiento se basan en modelos de liberalización financiera, que consideran que la represión financiera tiene como consecuencias: un bajo nivel de desarrollo financiero<sup>108</sup>, una asignación ineficiente de los recursos y un bajo nivel de ahorro que genera un bajo nivel de inversión y por ende de crecimiento económico. A continuación se presentaran los principales argumentos de la política de financiamiento ortodoxa, concluyendo con los efectos que en materia de financiamiento y fondeo ha generado la desmantelación del mecanismo de fondo basado en el mercado crediticio.

Con el surgimiento de los modelos de liberalización financiera, se presenta un cambio en la visión predominante de la política de financiamiento para el desarrollo. Dichos modelos consideran que las tasas de interés bajas y el crédito selectivo que se habían utilizado en las políticas de desarrollo anteriores, habían conducido a un menor nivel de ahorro y de inversión y aun bajo desarrollo del sistema financiero, provocando que el gobierno utilizara como principal fuente de financiamiento a la emisión monetaria que genera presiones inflacionarias. De esta manera, la represión financiera (el mantenimiento de bajas tasa de interés, políticas de crédito selectivo y encaje legal) generaba no sólo menores niveles de ahorro y por ende de inversión sino también mayores niveles de inflación. Bajo estas circunstancias los teóricos de los modelos de liberalización financiera mencionaban que la utilización de políticas de financiamiento de desarrollo ortodoxas conducirían a mayores niveles de ahorro que serían asignados eficientemente por los intermediarios financieros hacia la inversión productiva, propiciando con ello un mayor crecimiento. Las razones que originarían un mayor crecimiento económico se sustentan en los siguientes elementos<sup>109</sup>:

- El mantenimiento de bajas tasas de interés había generado menores niveles de ahorro, por ello su liberalización conduciría a que se situaran en niveles mayores que estimularían el ahorro y por ende la inversión. Cabe señalar que los efectos positivos de dicha medida no se limitarían a los inversionistas que utilizan el financiamiento otorgado por los intermediarios financieros, sino que también se verían favorecidos los pequeños inversionistas cuya inversión depende de la

---

<sup>107</sup> “[...] las transformaciones institucionales generadas por el incremento en el movimiento de capital volatilizaron los instrumentos financieros e impidieron que las deudas se empataran con las utilidades” (Levy, 2001:247). “Bajo estas condiciones los mecanismos de fondeo se vuelven erráticos, obteniendo las economías flujos financieros temporales que no ingresan al sector productivo” (Levy, 2004:205).

<sup>108</sup> Frente a este argumento diversos autores han señalado que los países que adoptaron el modelo de fondeo del mercado crediticio lo hicieron por que no tenían un sistema financiero fuerte, de esta manera el bajo desarrollo financiero pasa de ser el origen a la consecuencia.

<sup>109</sup> La visión prevaleciente dentro de este planteamiento es la de ahorro ex ante, es decir, el ahorro es anterior a la inversión, por tanto sino existe un ahorro previo la inversión no puede realizarse; por ende para poder obtener un mayor crecimiento económico es necesario generar mayores niveles de ahorro.

acumulación de sus ahorros, debido a que obtendrían un monto mayor de recursos derivados de las mayores tasas de interés pagadas por el mantenimiento de su ahorro en forma de depósitos.

- La intermediación financiera sería más eficiente, ya que la liberalización de las tasas de interés conduciría al establecimiento por parte del mercado de una tasa de interés de equilibrio, a través de la cual se canalizarían los recursos hacia las inversiones más productivas.
- Los mayores niveles de ahorro y por ende de depósitos provocarían un aumento de la oferta crediticia<sup>110</sup> en donde no existirían racionamientos, ya que la tasa de interés de equilibrio conduciría a una asignación eficiente de los recursos<sup>111</sup>. También los bancos serían más eficientes en la asignación de sus recursos debido a la eliminación de las intervenciones gubernamentales (requerimientos de reserva, políticas de crédito selectivo y topes a la tasa de interés) que conducían a una asignación ineficiente.

Dichos planteamientos teóricos sirvieron de base a las políticas de ajuste estructural del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial que se instrumentaron en los países en desarrollo a raíz de la crisis de los ochenta. Para los teóricos de la liberalización financiera la crisis se había propiciado por una falta de ahorro producto de las políticas de represión financiera que eran instrumentadas, así como también por las prácticas inflacionarias de financiamiento del gobierno. De esta manera se consideraba que el bajo nivel de ahorro había propiciado un menor nivel de inversión y por ende un bajo crecimiento económico, siendo necesario para alcanzar mayores niveles de inversión que conduzcan a un mayor crecimiento económico instrumentar políticas encaminadas a generar mayores niveles de ahorro así como eficientar su canalización<sup>112</sup>.

Los modelos de liberalización financiera y las políticas de desarrollo a que condujeron, trastocaron no sólo el funcionamiento de la estructura de fondeo de la inversión sino también la del financiamiento. En lo que resta de esta sección se presentaran los efectos de la globalización financiera sobre el mecanismo de financiamiento-fondeo de la inversión de los países en desarrollo.

Con respecto a los efectos que se produjeron en el fondeo de la inversión, cabe señalar que las políticas de desarrollo ortodoxas consideraron que la eliminación de la represión financiera conduciría a un desarrollo de los mercados financieros que permitiría fondear la inversión mediante el mercado de capitales. No obstante, si bien se consiguió impulsar el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios ello no implicó que el mercado de capitales permitiera fondear la inversión, es decir, no garantizó la creación de un mecanismo de fondeo que permitiera compensar la estructura que fue desmantelada

---

<sup>110</sup> En cuanto al funcionamiento bancario cabe destacar, que desde este enfoque los bancos son vistos simplemente como intermediarios cuya oferta de créditos depende de los depósitos existentes, siendo por tanto su oferta determinada exógenamente.

<sup>111</sup> Para los teóricos de los modelos de liberalización financiera, las tasas de interés reales positivas propiciarían la canalización de los recursos de proyectos de inversión de baja productividad y más riesgosos a proyectos de inversiones más productivos y más rentables, debido a que los inversionistas deben desarrollar proyectos cuya tasa de rendimiento supere a la tasa de interés real.

<sup>112</sup> La política de financiamiento ortodoxa ha recibido diversas críticas situándose básicamente en plantear que las tasas de interés generan un efecto sustitución e ingreso que puede propiciar que los niveles de ahorro permanezcan constantes, también se señala que la tasa de interés no interviene en la determinación del nivel de ahorro. De igual forma se menciona que los bancos pueden racionar el crédito para evitar los riesgos que se derivan de la existencia de información imperfecta que da lugar a la selección adversa y al riesgo moral.

por los lineamientos de la política de desarrollo ortodoxa<sup>113</sup>. Una de las explicaciones de este hecho que tiene que ver con la globalización financiera radica en que los flujos de capital que se liberalizaron a raíz del rompimiento del Sistema Bretton Woods, se distinguen por ser inversiones que buscan altos rendimientos en un periodo corto, viéndose por tanto los mercados de capital imposibilitados a llevar a cabo un fondeo de la inversión.

El financiamiento de la inversión también se vio afectado básicamente por dos razones: relacionándose la primera con el vínculo financiamiento-fondeo y la segunda con la rentabilidad de los bancos. Con respecto al vínculo financiamiento-fondeo, la no existencia de un fondeo de la inversión productiva propició que los bancos no recuperaran su fondo revolvente, generándose con ello una disminución de sus créditos. De esta manera se presenta una caída de la liquidez (disminución de los créditos) que afecta el financiamiento de la inversión.

En cuanto a la rentabilidad de los bancos cabe recordar que la emisión de créditos esta limitada por la demanda de créditos solventes<sup>114</sup>, al no existir un mecanismo de fondeo de la inversión productiva, se propicia una modificación de los criterios de solvencia de los bancos que reduce la demanda por créditos solventes y con ello los créditos otorgados a la inversión productiva. Frente a este escenario los bancos con el objetivo de mantener su rentabilidad buscan nuevos demandantes, siendo el más importante el gobierno, demanda que se explica debido a que el logro de la estabilidad de precios ha propiciado que el gobierno se convierta en el principal demandante de recursos de la banca, no obstante la característica que diferencia esta nueva demanda de recursos radica en que el dinero que la banca le otorga al gobierno mediante la compra de bonos no se canalizan a la inversión productiva, sino al logro de la estabilidad de precios.

Otros nichos de mercado en los que ha incursionado la banca son el crédito al consumo y a la vivienda. Dentro de los factores que le han permitido aumentar su rentabilidad se encuentran el cobro de comisiones, operaciones con productos derivados y la obtención de un margen financiero libre de riesgo mediante la compra de bonos gubernamentales. Lo anterior demuestra que el financiamiento de la banca comercial ha sufrido modificaciones que actúan en detrimento de su disponibilidad a otorgar créditos a la inversión productiva.

Con base en lo anterior se puede mencionar que la globalización financiera ha producido cambios en el funcionamiento de la economía que han actuado en detrimento de la inversión productiva, al afectar su mecanismo de financiamiento-fondeo. En este entorno no sólo los inversionistas actúan especulativamente, sino también los bancos en busca de mantener su rentabilidad.

---

<sup>113</sup> “Contrariamente a lo esperado por los defensores de la liberalización financiera y la integración, en la mayoría de las economías en desarrollo no ha existido un auge significativo de mecanismos de financiamiento de largo plazo –tales como aumento en los préstamos de largo plazo de los bancos nacionales o crecimiento sostenible de mercados de capital primario. Contrariamente, el aumento de la volatilidad de los mercados secundarios exacerba los estímulos corto placistas que dominan en los países en desarrollo” (Studart, 2002:309).

<sup>114</sup> Esta situación se presenta ya que la oferta crediticia tiene como limitante la demanda, es decir, los bancos no pueden otorgar créditos sin el consentimiento de los demandantes. La explicación realizada en este párrafo se sustenta en la visión horizontalista.



## *Segunda Parte:*

*Política monetaria, proceso de financiamiento-fondeo de la inversión, margen de intermediación y concentración bancaria: el financiamiento de la banca comercial en México, 1995-2005.*

### **Capítulo III. Nacionalización y reprivatización de la banca comercial: política monetaria, concentración bancario y su impacto en el proceso de financiamiento- fondeo de la inversión en México, 1983-1994.**

En el presente capítulo se expone la evidencia empírica del proceso de financiamiento-fondeo de la inversión en México, resaltando los efectos que genera sobre dicho proceso la instrumentación de la política monetaria. Durante el desarrollo del capítulo se muestra como las políticas de desregulación económica instauraron un proceso de financiamiento-fondeo de la inversión que no fue funcional al crecimiento económico, suscitándose un crecimiento bajo e inestable que desemboca en un crisis financiera.

La conjunción de una autonomía protegida del banco central y de una estructura oligopolica del sector bancario, ha propiciado una estructura de tasas de interés inadecuada, que permite a la banca obtener un margen financiero libre de riesgo que alienta tanto la inversión en servicios financieros (cartera de títulos), misma que actúa en detrimento del otorgamiento de créditos a la inversión productiva como la desintermediación bancaria, que se ve reflejada en la disminución de la cartera de créditos y de la captación de recursos.

Con el objetivo de abordar en forma detallada cada uno de estos aspectos, el capítulo se divide en cinco apartados: en el primero se analizan las políticas de liberalización económica resaltando los cambios que han sufrido tanto la banca comercial como el mercado de valores; en el siguiente se aborda la instrumentación de la política monetaria indicando los principales efectos que ha generado en materia de financiamiento- fondeo de la inversión; en el tercer apartado se indica la forma en que funcionan los bancos comerciales, señalando la estructura de sus recursos y las fuentes de utilidad, contemplando dentro de esta última tanto los factores institucionales que originan el margen financiero como el análisis de su comportamiento, en el cuarto se muestra un análisis detallado sobre el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión operante en México y finalmente se analizan los principales efectos de los cambios en el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión sobre el crecimiento económico.

#### *1. Políticas de liberalización: Reforma financiera y cambios en la política económica*

A raíz de la crisis de la deuda de los países en desarrollo, los organismos internacionales y los gobiernos de los países más desarrollados promovieron una serie de políticas encaminadas a instrumentar una política económica tendiente a garantizar el libre funcionamiento del mercado, que toma como elemento importante las reformas financieras planteadas por los teóricos de los modelos de la liberalización, que se conocen bajo el nombre de Consenso de Washington. México no fue la excepción, y tuvo que adoptar estas medidas para poder salir de la crisis de deuda de los ochenta.

## 1.1 Nacionalización de la banca

Antes de analizar el proceso de nacionalización de la banca es importante mencionar que con la ley general de instituciones de crédito y organismos auxiliares de 1941 surge una legislación bancaria<sup>115</sup>, que estipula una organización del sistema bancario con base una estructura de especialización. Bajo estas condiciones la organización de los bancos privados incluía a las instituciones de depósito, financieras, hipotecarias y de capitalización. Si bien la banca de desarrollo no estuvo bajo el marco de una estructura de especialización, su actividad se dirigió a atender sectores específicos, otorgando créditos a sectores prioritarios para el desarrollo económico.

En la década de los setenta se produjeron modificaciones institucionales del sistema financiero, incluyendo dentro de ellas cambios en la organización de los bancos, que permitieron pasar de una banca especializada a una banca múltiple; legalmente la nueva organización bancaria quedó asentada en 1974 mediante una reforma a la legislación bancaria, que entró en vigor en marzo de 1976, así como también por la aprobación en 1978 de la ley bancaria. Los bancos múltiples a diferencia de los bancos especializados podrían realizar todas las operaciones crediticias, pudiendo un mismo banco realizar operaciones de depósitos, financieras, hipotecarias, entre otras<sup>116</sup>. Mediante esta medida se buscaba que el sistema financiero se adaptara a las transformaciones del orden monetario encaminadas al establecimiento de un sistema financiero globalizado. Para 1978 la banca múltiple predomina en la estructura del sistema bancario, desapareciendo la banca especializada.

La crisis de la deuda, que se presentó en México en 1982, ha tenido distintas explicaciones, no obstante para la presente investigación las más relevantes son las correspondientes a la visión ortodoxa y a la visión Poskeynesiana: los teóricos de los modelos de liberalización financiera consideraron que la crisis se suscitó por problemas de generación de ahorro, mercados segmentados e interferencias ineficientes del estado en la economía, mientras que los poskeynesianos consideraron que la crisis no tuvo como causa la generación de ahorro sino la recolección de este, debido a que las modificaciones del orden monetario mundial afectaron negativamente el mecanismo de fondeo, produciéndose cambios disfuncionales que impidieron transformar el ahorro real en ahorro financiero. La falta de un mecanismo de fondeo adecuado impidió que las empresas empataran sus deudas con sus utilidades y con ello los bancos no recuperaron su fondo revolvente, propiciándose así un crecimiento económico inestable.

Independientemente de cual explicación quiera ser aceptada, que para esta investigación es la poskeynesiana, en México la crisis de la deuda afectó la estructura y propiedad del sistema bancario. Es decir, ante la presencia de fuertes fugas de capitales y

---

<sup>115</sup> “La nueva ley del Banco de México (1941) rompe con la corriente liberal de los años treinta, permite a la institución un margen moderado de flexibilidad en su financiamiento, de acuerdo con tesis keynesianas. La Ley de Instituciones de Crédito (1941) tiene un papel estratégico que orienta la canalización de recursos hacia el sector industrial y establece una clara diferencia entre banca de depósito e instituciones de inversión..” (Suárez, 2005:469).

<sup>116</sup> [...] El objetivo de la banca múltiple fue ofrecer créditos con diversos plazos que estuvieran protegidos con la captación de recursos del público, también con distintos plazos,...”(Levy, 2001:190); “Se definió a la banca múltiple como “personas morales que de acuerdo con su concesión puedan realizar todas las operaciones crediticias, o sea, las de depósitos, financieras, hipotecarias, de ahorro y fiduciarias, así como los servicios bancarios complementarios y operar con todo tipo de inversiones y plazos” en finansa citado en Tello, 1984:31” (Levy, 2001:190 nota al pie 88).

la devaluación de la moneda, el primero de septiembre de 1982 el presidente López Portillo en su VI informe de Gobierno, dio a conocer dos decretos: el primero se refería a la nacionalización de la banca y el segundo al control generalizado de cambios. La nacionalización de la banca implicaba el retiro de concesiones a los propietarios de los bancos privados y la expropiación de los bienes propiedad de la banca mientras que el control de cambios buscaba frenar la fuga de divisas (implementándose solo por un breve periodo)<sup>117</sup>.

La crisis bancaria de 1982 fue enfrentada mediante la nacionalización bancaria. Los bancos tuvieron que ser intervenidos por el gobierno ya que la devaluación de 1982 provocó una quiebra técnica, que tuvo como origen el incremento de la cartera de pasivos en dólares, que desde la década de los setenta presentaron los bancos<sup>118</sup>.

La nacionalización de la banca generó dos planteamientos respecto a los efectos que produciría en el funcionamiento de la economía. El primer consideraba que mediante el control cambiario y la nacionalización de la banca el gobierno podría construir un sistema financiero funcional para el crecimiento económico, mediante el otorgamiento directo de créditos bancarios a sectores estratégicos, eliminándose las fugas de capital que actúan en detrimento del fondeo de la inversión; mientras que el segundo estipulaba que era necesario revertir la nacionalización, recomponiendo las alianzas rotas entre el gobierno y el sector privado, garantizar la convertibilidad de la moneda, regresar la intermediación financiera al sector privado e impulsar un proceso de desregulación económica.

Las medidas adoptadas en 1983 y 1984 permitieron observar que el gobierno se decidió por recomponer las alianzas rotas con el sector privado. Dichas medidas tuvieron como objetivo mediatizar los efectos de la nacionalización de la banca, así como dejar al sector privado el funcionamiento del mercado de valores. Las medidas instrumentadas en 1983 consistieron básicamente en: permitir que el sector privado tuviera una participación accionaria de 30% en los bancos nacionalizados, indemnizar a los ex banqueros mediante bonos de indemnización bancaria, devolver las acciones de las empresas no bancarias e invitar a los ex funcionarios bancarios a formar parte de la administración bancaria<sup>119</sup>. En 1984 como una adición a dichas medidas, se prohíbe la intervención de los bancos en el mercado de valores, dejando su funcionamiento a los ex banqueros<sup>120</sup>.

---

<sup>117</sup> La nacionalización de la banca ha recibido diferentes comentarios, siendo los más importantes los que a continuación se mencionan: se consideran que fue un error el decretar la nacionalización de la banca ya que freno el desarrollo del sistema bancario, otros señalan que la nacionalización de la banca permitió una transición más suave hacia una mayor liberalización financiera.

<sup>118</sup> "En 1982, la crisis bancaria subyacente fue administrada mediante los decretos de nacionalización bancaria y control de cambios (septiembre de 1982). Los bancos venía del proceso de consolidación que tuvo lugar en los años setenta y habían acumulado una amplia cartera de pasivos denominados en dólares, sin activos o garantías como contrapartida, de manera que la devaluación del peso los colocó en un desequilibrio cambiario y en una quiebra técnica" (Correa, 2005:495).

<sup>119</sup> "El hecho de que muchos banqueros privados fueran gerentes o presidentes de consejeros de administración de grandes empresas industriales y comerciales, hacía sospechosa la actividad de una banca controlada ficticiamente por el estado, y manejada por un grupo minoritario de privilegiados" (Anda, 1999:213).

<sup>120</sup> "[...] los bancos bajo la administración del gobierno redimensionaron muy aceleradamente sus posiciones en el mercado. El gobierno indemnizó y vendió los paquetes accionarios de los grupos económicos que era parte de los activos bancarios. Además permitió la participación accionaria en los bancos del capital privado hasta en un 30%. Todo lo cual llevó a una muy rápida reorganización de los grupos económico, nuevas alianzas e incluso salida del negocio de la banca de otros" (Correa, 2002:72).

Con base en lo anterior se puede concluir que la nacionalización de la banca no cambió las medidas tendientes a la consecución de una mayor desregulación y liberalización financiera, incluso permitió a través de las indemnizaciones que los ex banqueros participaran activamente en el mercado de valores, esperando con ello reforzar el mecanismo de fondeo a través del mercado de capitales.

## **1.2 Desregulación financiera y reprivatización de los bancos**

La desregulación financiera consistió básicamente en la liberalización de las tasas de interés, la eliminación de las políticas selectivas de crédito y del encaje legal<sup>121</sup>. En 1988 se agrega un nuevo elemento tendiente a permitir la participación de inversionistas extranjeros en el mercado financiero<sup>122</sup>.

El encaje legal se eliminó gradualmente empezando en 1985 mediante la reducción de la tasa de encaje legal de 50 a 10%, seguido por un acuerdo con los bancos de destinar 35% de los recursos financieros al gobierno federal. En 1986 las aceptaciones bancarias dejan de pertenecer a los recursos sujetos a encaje legal, en 1990 se establece un coeficiente de liquidez de 10% que se elimina en 1991. Con la disminución y posterior eliminación del encaje legal se incrementa la colocación de deuda interna que fomenta el desarrollo del mercado de valores.

La desregulación de las tasas de interés inicia en 1978 a través de una revisión semanal, eliminándose para 1988 los topes a las tasas de interés y en 1990 los controles a las tasas de interés. El objetivo de dichas medidas fue que las tasas de interés se determinaran por las libres fuerzas del mercado. De igual forma se otorgó una mayor autonomía de gestión a los bancos que se vio reforzada en 1990 mediante la eliminación de las políticas selectivas de crédito o también conocidas como políticas de encajonamiento crediticio.

Con la eliminación del encaje legal, los topes a las tasas de interés y las políticas de crédito selectivo y con la restitución de la función de banca de inversión a la banca comercial (permitiéndole participar nuevamente en el mercado de valores), se sentaron las bases para la reprivatización de la banca comercial o también llamada desincorporación bancaria, que da inicio en 1991.

Desde una visión ortodoxa se consideraba que a través de la reprivatización de la banca se conseguiría:

- ✓ Reducir los márgenes financieros.
- ✓ Promover la competencia de las instituciones bancarias para reducir gradualmente la alta concentración de los activos bancarios<sup>123</sup>.

---

<sup>121</sup> Después de la última renegociación de la deuda mexicana a través del Plan Brady, se empieza instrumentar una nueva oleada de liberalización financiera.

<sup>122</sup> "Los compromisos de reforma económica resumidos en el concepto del Washington Consensus se convirtieron en México en la prosecución de un programa económico que incluyó la reforma financiera, apertura de 30% en el capital accionario de los bancos y casas de bolsa al capital extranjero, un amplio y rápido proceso de privatizaciones incluyendo a la banca" (Correa, 2002:73), también puede verse Correa, 2005:49.

<sup>123</sup> Para el caso de México se esperaba que la promoción de la competencia bancaria, incluyendo dentro de ella la entrada de nuevos competidores, disminuyera la participación de Banamex, Bancomer y Serfin, que en conjunto era de 63% en 1986.

De igual forma se estipulaba que el fomento a la competencia de las instituciones bancarias requería de la realización de cambios en la regulación del sector bancario que establecieran los requisitos para entrar al mercado, como son: los mínimos de capital, las condiciones de participación de las instituciones extranjeras y la política de autoridades reguladoras para autorizar nuevas instituciones bancarias. Para el caso de México tales requisitos se reflejaron en la ley de instituciones de Crédito de 1990, a través del establecimiento de un mínimo de capital y de permitir la participación del capital extranjero como socio minoritario de los bancos nacionales, teniendo una participación máxima de 30% en la propiedad del capital social de las instituciones bancarias.

El 5 de septiembre de 1990 se expidió el acuerdo presidencial que fijó las bases y los principios del proceso denominado desincorporación bancaria; “una vez que el marco legal fue aprobado, a lo largo de 13 meses (1991 a 1992) se privatizaron 18 bancos, uno cada tres semanas, en promedio, 13 de los cuales fueron adquiridos por grupos financieros y 5 se encuentran bajo control de personas físicas [...] todas las instituciones fueron adquiridas por mexicanos y se vendieron muy por encima de su valor contable” (Rogozinski, Jacques, la privatización de empresas paraestatales, citado por Vidal, 2002:19). Varios bancos fueron comprados por grupos financieros organizados desde casas de bolsa<sup>124</sup>, destacando entre ellos: Grupo Bursátil Mexicano, Invermexico, Inverlat, etcétera (véase cuadro 1).

Una vez iniciada la reprivatización de los bancos, la Secretaria de Hacienda y Crédito Público, permitió la entrada de un gran número de nuevos bancos, autorizando entre 1992 y 1994 la operación de catorce nuevas instituciones bancarias nacionales. En la primera mitad de la década de los noventa se constituyeron dos grupos bancarios: bancos privatizados entre 1991 y 1992 y el grupo de bancos domésticos formados después de 1992.

En cuanto a la nacionalidad de los dueños de la banca reprivatizada, es importante mencionar que “la venta de la banca a capitales del país fue un objetivo expreso del gobierno [...] para hacer posible la medida se emitió una nueva ley bancaria, la ley de Instituciones de Crédito, que además de establecer la transformación de los bancos en sociedades anónimas, aseguró que la banca mexicana fuera controlada por mexicanos. En los meses y años inmediatamente siguientes, este punto de vista se mantuvo, incluso durante la discusión del tratado de libre comercio de América del Norte (TLCAN). Por ello [...] se establecen [...] diversas salvedades a favor de los propietarios de la banca, entre ellas se limita la participación de la banca extranjera en la propiedad del capital” (Vidal, 2002: 20-21).

### **1.3 Reformas institucionales del mercado de valores**

En materia de financiamiento la política del nuevo modelo de acumulación que surge como consecuencia de la crisis de 1982, estipulaba que era necesario desarrollar el mercado de capitales para que se constituyera en una fuente de financiamiento y fondeo de la inversión productiva. Para dicha visión la estructura de fondeo basada en el mercado de capitales es más eficiente que la desarrollada por el mercado crediticio,

---

<sup>124</sup> El desarrollo del mercado de Cetes, impulsó el crecimiento de las casas de bolsa. En los ochenta, las casas de bolsa poco a poco fueron controlando los recursos del sistema financiero. “Si consideramos la captación con respecto al PIB en 1981 los bancos tienen 28.12, mientras que las casas de bolsa 1.16%. Cuatro años después las cifras son 25 y 4.6% respectivamente” (Vidal, 2002:26).

debido a que los mecanismos compensatorios propios de la estructura del mercado crediticio, introdujeron intervenciones ineficientes del gobierno que condujeron a una represión financiera y a bajos niveles de ahorro y de inversión.

**Cuadro 1**  
**México: Privatización y cambios en la propiedad de los Bancos.**

<i>Nombre de la empresa</i>	<i>Fecha de adjudicación</i>	<i>Denominación al ser privatizado</i>	<i>Situación actual</i>
Banco Nacional de México, S.A.	30-VIII-91	Banamex	Fue comprado por Citigroup
Banca Serfin, S.A.	03-II-92	Serfin	Fue vendido por el IPAB al Santander Mexicano, Filial del español, BSCH.
Bancomer, S.A.	08-XI-91	Bancomer	Se fusionó con BBV-Probursa.
Banca Promex, S.A.	13-IV-92	Promex	Comprado Por Bancomer.
Banco BCH, S.A.	18-XI-91	Unión	Comprado por Promex.
Multibanco mercantil de México, S.A.	14-VI-91	Probursa	Comprado por BBVA.
Banco Oriente, S.A.	16-VIII-91	Oriente	Comprado por BBVA
Banca Cremi, S.A.	28-VI-91	Cremi	Comprado por BBVA
Banco Mercantil del Norte, S.A.	22-VI-92	Banorte	Tiene interés en adquirir Bancrecer.
Banpaís, S.A.	21-VI-91	Banpaís	Es el único banco Mexicano Comprado por Banorte
Banco del centro, S.A.	13-VII-92	Bancen	Comprado por Banorte
Banco de Crédito y servicio, S.A.	23-VIII-91	Bancrecer	Intervenido por el IPAB, para su venta en el segundo semestre del año 2000.
Banoro, S.A.	24-IV-92	Banoro	Comprado por Bancrecer.
Banco Internacional, S.A.	06-VII-92	Bitel	Comprado por el grupo británico, Hong Kong Shanghai Banking Holdings.
Banco del Atlántico, S.A.	06-IV-92	Atlántico	Comprado por Bitel.
Banco Mexicano Somex, S.A.	11-III-92	Mexicano	Comprado por Santander
Multibanco Comermer, S.A.	17-II-90	Inverlat	Comprado por Nova Scotia
Banca Confía, S.A.	09-VIII-91	Confía	Activos comprados por Citibank.

**Fuente:** Vidal Gregorio, Bancos fortunas y poder: una lectura de la economía en el México del 2000, en Correa y Giron, Crisis y futuro de la banca en México, México, 2002. Algunos datos fueron actualizados.

Las primeras medidas de promoción al desarrollo del mercado de valores iniciaron en 1975 con el establecimiento de un marco jurídico propio a través de la promulgación de la ley del mercado de valores y con la creación de la Bolsa Mexicana de Valores, que resulta de la fusión de las Bolsas de valores de Guadalajara, de Monterrey y de México<sup>125</sup>. También, se promovieron una serie de medidas de fomento que incluyeron exenciones y estímulos fiscales, destacando entre ellas los créditos bancarios en apoyo al mercado de valores.

<sup>125</sup> “A partir de 1964 despeja el mercado de valores. En 1950 el valor de las operaciones era de 13 millones de pesos y en 1965, de 1 400 millones de pesos (100 veces más). Hay ya 56 acciones que se cotizan [Caso, 1971:9]. La tendencia se consolida con la Ley del mercado de valores (1975). En 1978 se toma otra medida importante, la creación de los Certificados de la Tesorería (Cetes), que tendría un carácter predominante en dicho mercado y, además, enriquecería la política monetaria para controlar la liquidez y poder financiar al gobierno mediante operaciones de mercado abierto” (Suárez, 2005:471).

Otra medida del gobierno tendiente a dinamizar el mercado de valores fue la colocación de deuda, a través de los certificados de la tesorería del gobierno federal (cetes) que surgen en 1978, debido a que inician la emisión de bonos gubernamentales que pueden ser adquiridos por el público (hasta 1977 sólo se colocaban en las instituciones bancarias).

Sin embargo, dichas reformas no lograron un mayor desarrollo del mercado de valores, por que su mayor crecimiento se sustentó en el mercado secundario a través de movimientos especulativos de las acciones existentes (beneficiándose los bancos de dicho proceso), y no mediante la emisión de nuevas acciones. Otro factor que impidió el desarrollo de dicho mercado fue la falta de medidas tendientes a incrementar el número de usuarios y oferentes del mercado de valores, encaminadas a evitar que un grupo pequeño de participantes especulara con las acciones. Dichas condiciones propiciaron que en 1978 se presentara una crisis bursátil.

En la década de los ochenta el mercado de valores vuelve a ser dinamizado por el gobierno mediante las siguientes acciones: una mayor colocación de deuda interna en el mercado de valores como resultado de la reducción del encaje legal, la prohibición de los bancos de operar en el mercado de valores y el ajuste patrimonial del gobierno (privatización), que permitiría incrementar la oferta y la demanda de acciones de las empresas privatizadas.

Con el crac de 1987 se instrumentan otras medidas tendientes a establecer mecanismo de autorregulación que eviten la especulación, destacando entre ellas la disminución de la interferencia gubernamental en el funcionamiento del mercado de valores (se transfieren las facultades de Secretaría de Hacienda y Crédito Público a la comisión nacional de valores), reglamentación en materia de información y el surgimiento del especialista bursátil.

Hacia finales de la década de los ochenta, la modificación más relevante en torno al funcionamiento del mercado de valores fue la internacionalización de sus operaciones permitiendo a las empresas emitir títulos en mercados financieros externos, así como emitir títulos que podían ser comprados por extranjeros. En la década de los noventa las modificaciones del sistema de pensiones mediante la creación del sistema del ahorro para el retiro "SAR" y su posterior privatización en 1996, surgiendo las Afores y las Siefores, le imprimen un nuevo dinamismo al mercado de valores.

#### **1.4 Liberalización comercial y ajuste patrimonial del gobierno**

La liberalización comercial y el ajuste patrimonial, se constituyeron como dos pilares del nuevo modelo de acumulación. Se consideraba que la liberalización comercial generaría una igualación de los precios internos con los externos disminuyendo con ello presiones inflacionarias, mientras que el ajuste patrimonial no solo disminuiría el déficit fiscal, sino también fomentaría la inversión extranjera directa, a través del efecto positivo que las empresas recién privatizadas producirían en el mercado de capitales.

En México el proceso de apertura comercial originalmente se basó en reducciones de aranceles y de permisos previos, quedando el número de categorías arancelarias en once. Dichas medidas se ven consolidadas mediante el ingreso de México al GATT en 1985. En 1987 se acelera la apertura comercial, buscando con ello que la competencia

externa se convirtiera en un factor disciplinador de los precios internos que contribuyera al abatimiento del proceso inflacionario, de esta manera, se reduce el número de categorías arancelarias de once que existían todavía en 1986 a cinco, estableciéndose un arancel máximo del 20%, el número de fracciones sujetas a permisos previos se reduce al mínimo quedando en 1993 sólo 101.

En adición a las medidas de reducciones arancelarias y de permisos previos, así como la adhesión al GATT se firmaron tratados de libre comercio con varios países, destacando por su importancia el tratado de libre comercio con América del Norte que entró en vigor el 1 de enero de 1994.

El ajuste patrimonial no sólo implicó la privatización de las empresas públicas, sino también la reducción del gasto de capital gubernamental (inversión pública<sup>126</sup>). El proceso de privatización o desincorporación de entidades del sector público consistió en: vender las empresas al sector privado, fusionarlas con otras o incluso cerrarlas. En México la reducción de las empresas públicas se efectuó de la siguiente manera: de 1155 empresas del sector público existentes en 1982 se paso a 618 en 1988, quedando sólo 209 en 1993<sup>127</sup>. Cabe destacar que de 1990 a 1991 la privatización consistió en la venta de las empresas gubernamentales más grandes e importantes, destacando entre ellas Teléfonos de México, Aeronaves de México, compañía mexicana de aviación, así como la privatización de los bancos que en la década de los ochenta fueron nacionalizados.

### **1.5 Autonomía del Banco central**

La autonomía del banco central, establecida en la Ley del Banco de México de 1993, entró en vigor el 1 de abril de 1994; mediante ella se le otorgó al Banco de México la independencia de manejar su crédito primario, evitando presiones inflacionarias y estimulando la disciplina en el manejo fiscal. La autonomía no sólo implicó el establecimiento de ciertas topes al financiamiento gubernamental, sino el hecho de que se puede resistir a presiones de la autoridad. A partir del otorgamiento de la autonomía del banco central surgió como único objetivo de la política monetaria la estabilidad de precios<sup>128</sup>.

Se consideraba que la autonomía al operar en un mercado financiero competitivo produciría una estructura de tasas de interés adecuada; en donde la tasa de interés interbancarias sería mayor que la tasa de depósito bancarios y esta a su vez mayor que la tasa de bonos gubernamentales. La forma en que operaría dicha estructura sería la siguiente: ante una reducción de las reservas internacionales el banco central adecuaría su crédito interno, mediante un incremento en la tasa interbancaria (tasa a la cual otorga las reservas a los bancos), que propiciaría una venta de bonos por parte de los bancos, que a su vez conduciría a una disminución de la tasa de interés de los bonos y a un aumento de la tasa de depósitos bancarios. Estas modificaciones permitirían elevar el ahorro interno canalizado al sector financiero.

---

<sup>126</sup> El gobierno promovió la inversión privada en grandes obras de infraestructura tradicionalmente reservadas al estado, como la construcción y manejo de autopistas, el manejo de puertos marítimos, etcétera.

<sup>127</sup> Los datos fueron tomados de Cárdenas, Enrique, *La política económica en México 1950-1994*, 1996, p.169.

<sup>128</sup> Este cambio se registra en la Constitución política de los Estados Unidos mexicanos, en su artículo 28 que señala: "El estado tendrá un banco central autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde el Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento" (Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, 2005:50).

No obstante, en una estructura de mercado no competitiva (como la existente en México) se presenta una autonomía protegida del banco central que propicia que la autoridad central primero decida el monto de reservas internacionales requerido para mantener la estabilidad del tipo de cambio, a través del establecimiento del monto de deuda pública (colocación de activos sin riesgo) que sería consistente con su objetivo de estabilidad de precios. De esta manera primero se determinaría la tasa de interés del activo sin riesgo que a su vez regiría el comportamiento de las demás tasas de interés. Bajo esta estructura ante una disminución de las reservas internacionales el banco central aumentaría la colocación de su deuda interna, sustentándose la atracción de recursos hacia el sector financiero en aumentos de la tasa de interés del activo sin riesgo en vez de la tasa de depósitos bancarios, implicando con ello un fuerte gasto público con fines de estabilidad de precios<sup>129</sup>.

En México la autonomía del banco central no pudo establecer una estructura de tasas de interés adecuada, debido a la existencia tanto de una estructura oligopolica del sector bancaria como de una autonomía protegida del banco central. La estructura oligopolica del sector bancario permitió a los bancos mantener su tasa de depósitos en niveles bajos, mientras que la autonomía protegida del banco central, permitió la obtención de un margen monopólico libre de riesgo, derivado del diferencial existente entre la tasa de cetes y la tasa de depósitos bancarios.

## *2 Política monetaria*

En este apartado se buscara analizar la instrumentación de la política monetaria bajo el entorno de los cambios institucionales que se suscitan desde finales de la década de los sesenta, mismos que se han reflejado en una desregulación económica que incluye una liberalización financiera y comercial. Asimismo, se presentaran las diferencias existencias en el análisis de la instrumentación de la política monetaria considerando la visión ortodoxa y la visión Poskeynesiana, destacando los diferentes mecanismos de transmisión que se derivan de la utilización de un marco analítico poskeynesiano de oferta de dinero endógena y de una postura ortodoxa que considera una oferta de dinero exógena. También se señalaran los principales efectos de la política monetaria en el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión.

### **2.1 El impacto de las reformas financieras en la Instrumentación de la política monetaria**

En el nuevo entorno internacional caracterizado por la desmonetización del oro, el rompimiento del sistema de Bretton Woods y la flexibilización del tipo de cambio, resurge una visión ortodoxa neoliberal que considera que el banco central debe asumir como objetivo principal la estabilidad de precios, relegando objetivos relacionados con el crecimiento económico y el empleo. La triada de objetivos que los bancos centrales tendrían por orden de importancia serían: la estabilidad de precios, la funcionalidad del sistema de pagos y la solvencia bancaria.

Los modelos de liberalización financiera, que fueron tomados como referencia en los programas de ajuste, planteaban que el banco central debería utilizar como principal instrumento de política monetaria las operaciones de mercado abierto, dejando de emplear instrumentos como encaje legal, políticas de crédito selectivo, establecimiento de

---

<sup>129</sup> Para un análisis más detallado véase Levy, 2001:229 y López González, 2005:62.

límites a las tasas de interés, debido a que la utilización de dichos instrumentos conduce a una represión financiera que genera no solo presiones inflacionarias sino también un menor desarrollo del sistema financiero. En México la imposición de los programas de ajuste, que se suscita a raíz de la crisis de la deuda, permitió adecuar la instrumentación de la política monetaria a la consecución de los elementos anteriores.

La instrumentación de la política económica de 1982 a 1994 se caracteriza por la imposición de dos programas de ajuste que tuvieron como objetivo estabilizar la economía. De 1982 a 1987 se establece un programa de ajuste externo que busca cerrar la brecha de la balanza de pagos, a través de la eliminación del déficit de cuenta corriente y de la reducción de la deuda externa, utilizando para ello una política devaluatoria de la moneda, actuando el tipo de cambio como variable equilibradora, acompañada de tasas de interés elevadas y recortes del gasto público. De 1988 a 1994 se establece un programa de ajuste fiscal caracterizado por instrumentar una política económica que busca controlar la inflación utilizando como ancla de precios al tipo de cambio y como variable de ajuste a la tasa de interés.

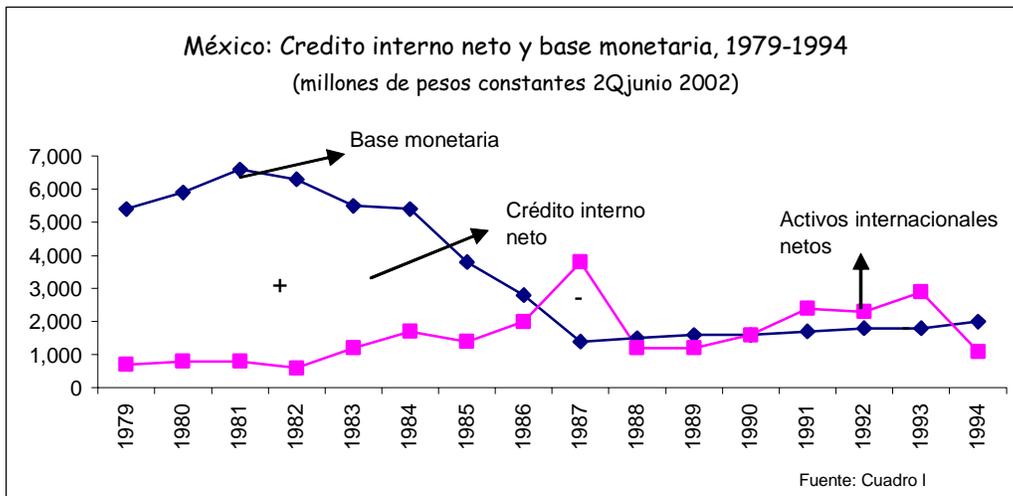
Durante la primera etapa del periodo de desregulación económica (1982-1994), se instrumenta una política monetaria restrictiva, que puede ser observado mediante el análisis de los siguientes indicadores: la evolución del crédito interno neto<sup>130</sup> y la base monetaria con respecto al PIB.

El análisis del crédito interno neto permite visualizar que de 1983 a 1988 la base monetaria es mayor que la reservas internacionales, registrándose un crédito interno neto positivo, que no implica la instrumentación de una política monetaria expansiva, debido a los siguientes factores: a) la restricción en la entrada de capitales producto de la crisis de la deuda produjo una caída de las reservas internacionales, b) los recursos externos que entraron se canalizaron al gobierno y dada su bajo gasto de capital fueron utilizados en el pago del servicio de la deuda interna y externa y c) el gobierno se financió principalmente mediante operaciones de mercado abierto tendientes a reducir la liquidez de la economía. De 1989 a 1994, se presentó un crédito interno neto negativo, explicado por la entrada de capitales fomentada por las reformas institucionales y por la reducción del crecimiento de la base monetaria. En 1987 y de 1990 a 1993 se presenta un crédito interno negativo, explicado por la reducción de la base monetaria, que indica un proceso desinflacionario y la instrumentación de una política monetaria restrictiva (véase gráfica 4).

---

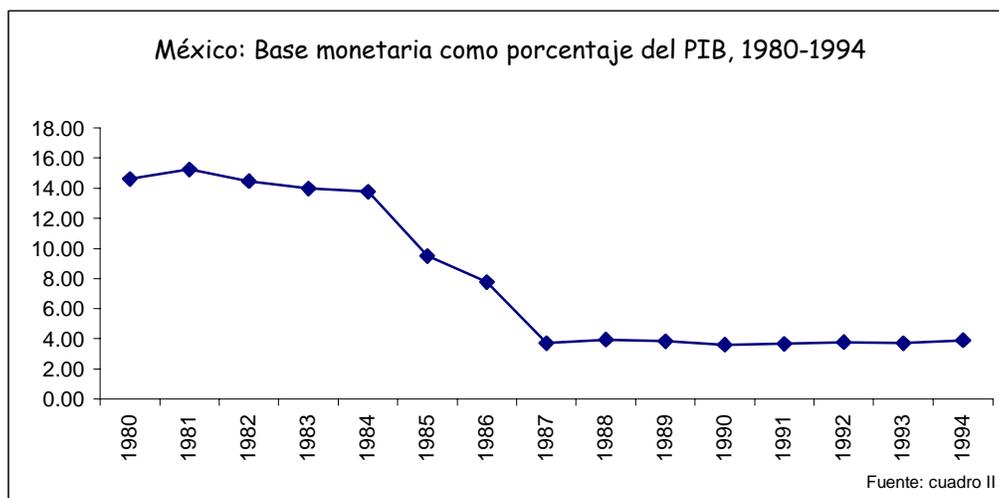
<sup>130</sup> Un crédito interno neto positivo indica que la economía atraviesa por problemas de inflación creciente con alto déficit en las finanzas públicas y la instrumentación de una política monetaria expansiva, mientras que un crédito interno neto negativo indica un proceso desinflacionario y la instrumentación de una política monetaria restrictiva.

**Gráfica 4**



Al analizar la base monetaria con respecto al PIB, se observa que desde 1982 se presenta una reducción constante, implicando con ello la existencia de una política monetaria restrictiva (véase gráfica 5).

**Gráfica 5**



### 2.1.1 Política monetaria, 1982-1987

Esta etapa inicia con una crisis de deuda, que tuvo que ser enfrentada mediante la instrumentación de un conjunto de políticas ortodoxas, que buscaban lograr un equilibrio externo e interno que permitiera restablecer las líneas de crédito externas.

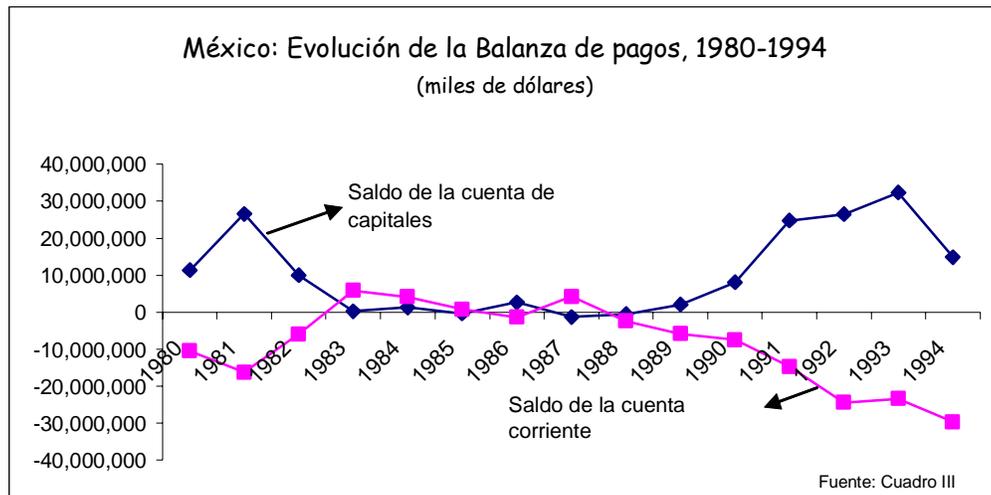
Para los teóricos neoliberales la inflación era producto del financiamiento del gasto gubernamental con créditos del banco central, no ejerciendo ningún impacto considerable los movimientos del tipo de cambio en los niveles inflacionarios<sup>131</sup>. Por tanto se

<sup>131</sup> “[...] Mckinnon supone que aún ajustes significativos en la paridad de las monedas provocarán efectos inflacionarios insignificantes” (López Gonzáles, 2002:66).

consideraba que las modificaciones en el tipo de cambio permitirían equilibrar la balanza de pagos, lo cual junto con el financiamiento del gasto gubernamental a través de la emisión de títulos disminuirá las presiones inflacionarias.

En este periodo se instrumentó una política económica tendiente a eliminar el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. El análisis de la balanza de pagos permite visualizar que de 1980 a 1982 se presenta un déficit en la cuenta corriente explicado tanto por una balanza de servicios deficitaria, derivada de los grandes pagos del servicio de la deuda, como por una balanza comercial deficitaria. Mediante el análisis de la cuenta de capital se observa que a partir de 1981 se presenta una fuga de capital y un cancelamiento de los créditos externos (véase gráficas 6 y 7).

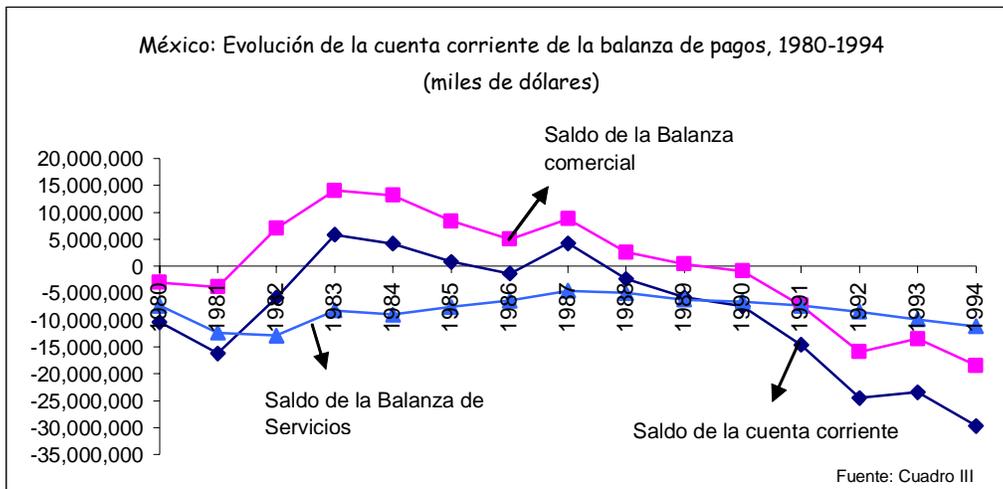
**Gráfica 6**



Bajo este escenario se inició la instrumentación de un programa de ajuste externo que buscó eliminar el déficit de la cuenta corriente, a través de constantes devaluaciones de la moneda, acompañadas de tasas de interés elevadas<sup>132</sup>. Dichas medidas se verían reforzada por la instrumentación de una política monetaria y fiscal restrictiva que contraría la demanda agregada. Se esperaba que la devaluación disminuyera el monto de importaciones (debido al incremento de los precios de las importaciones) y que dinamizara a las exportaciones, mientras que el aumento de las tasas de interés incrementara el ahorro y el menor gasto gubernamental redujera las presiones inflacionarias. Los resultados de dicha estrategia de política fueron: un superávit de la cuenta corriente, derivado de un superávit de la cuenta comercial, un aumento de la inflación y un déficit de la cuenta pública (explicado por el aumento del déficit financiero y por la reducción de los ingresos gubernamentales) que condujeron a una devaluación y a una recesión económica.

<sup>132</sup> El aumento de las tasas de interés tenía como objetivo, ante un ambiente de restricción de créditos externos, captar el mayor volumen de recursos para canalizarlos al pago de la deuda, es decir, las altas tasas de interés se establecieron con el objetivo de evitar fugas de capital y para que los bancos canalizaran la mayor parte de sus recursos hacia la compra de títulos del banco central.

**Gráfica 7**



La política monetaria instrumentada implicó un cambio en el financiamiento del gasto público, así como también mayores tasas de interés. En el financiamiento del gasto público se presentó una disminución del financiamiento otorgado mediante créditos bancarios (créditos otorgados por el banco central, la banca de desarrollo y la banca comercial) y un aumento del financiamiento por operaciones de mercado abierto.

El análisis del destino de la emisión de bonos gubernamentales muestra que el banco central y las empresas privadas y particulares retuvieron una proporción significativa de los bonos gubernamentales, implicando con ello que la emisión de bonos gubernamentales tuvo propósitos restrictivos. Con base en lo anterior se puede concluir que la política monetaria en este periodo tuvo como objetivo reducir la liquidez de la economía a fin de pagar el servicio de la deuda externa.

### 2.1.2 Política monetaria, 1988-1994

Durante este periodo se instrumentó un programa de ajuste fiscal que buscó disminuir las presiones inflacionarias y el déficit en la cuenta pública, que surgieron como resultado de la política de ajuste externo. La disminución del déficit de la cuenta pública, se logró en gran medida por la renegociación de la deuda. Bajo el programa de ajuste fiscal el tipo de cambio actuaría como ancla nominal de precios y la tasa de interés como variable equilibradora, misma que un contexto de movilidad de capital tiene como función atraer flujos de capital externo para equilibrar la balanza de pagos.

Se esperaba que las políticas de ajuste fiscal operaran de la siguiente forma: la apertura comercial permitiría igualar los precios internos del sector real con los precios de los principales socios comerciales. El financiamiento del crecimiento económico se realizaría mediante el ahorro externo (inversión de cartera)<sup>133</sup> atraído por los bonos gubernamentales, requiriéndose para fomentar su entrada de un proceso inflacionario en el mercado financiero que volviera atractivas las inversiones en moneda nacional en el

<sup>133</sup> En cuanto a la entrada de capitales se esperaba que la apertura del mercado de valores se constituyera como una fuente de financiamiento adicional de la inversión productiva y que coadyuvara al control inflacionario.

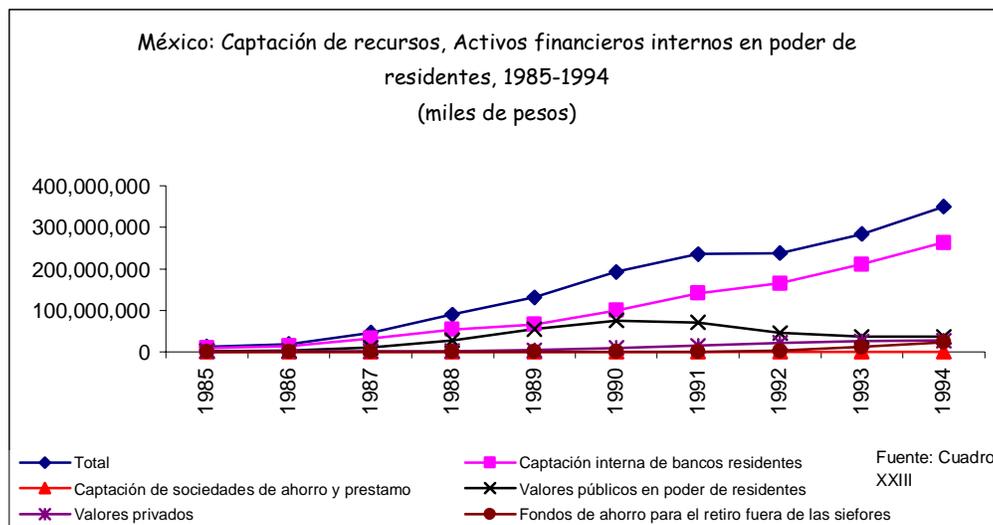
mercado de capitales. La mayor entrada de capitales reforzaría el control inflacionario mediante la sobrevaluación de la moneda. A su vez el mercado de capitales sería reforzado mediante un aumento de la oferta y de la demanda de acciones producto del ajuste patrimonial del gobierno (la venta de empresas públicas), estimulándose la entrada de inversión extranjera directa, que generaría un aumento de la productividad, de las exportaciones, de la inversión y del crecimiento económico. La mayor entrada de capitales permitiría igualar la tasa de interés nacional con las prevalecientes en el mercado externo.

Sin embargo, los resultados no fueron los esperados se presentó un superávit en la cuenta de capitales acompañado de un déficit creciente de la balanza comercial, la entrada de capitales se canalizo a la inversión especulativa en vez de a la inversión productiva, el financiamiento interno fue destinado en mayor proporción a otorgar financiamiento hacia las familias principalmente al consumo, que aunado con una moneda sobrevaluado generó presiones en la balanza comercial, desatándose en 1994 un proceso devaluatorio y una crisis financiera (véase gráfica 6 y 7).

El objetivo de la política monetaria fue controlar la inflación, utilizando como ancla de los precios al tipo de cambio. De 1989 a 1991 se establece un tipo de cambio semifijo que es sustituido en noviembre de 1991 por un régimen de bandas cambiarias, mismas que se determinan por las reservas internacionales.

El análisis del destino de la emisión de bonos gubernamentales permite visualizar que los inversionistas institucionales externos retienen una proporción significativa de los bonos gubernamentales presentándose por ende una caída de los valores públicos en poder de residentes. En los valores públicos retenidos por residentes se observa una disminución de la cantidad retenida por el banco central y un incremento de la cantidad retenida por los bancos. En este periodo la canalización de los valores gubernamentales a los inversionistas institucionales externos, permitió un aumento de la base monetaria que incrementó la liquidez en la economía pese a que el banco central aplicó políticas de esterilización que implicaron un fuerte costo fiscal (véase gráfica 8).

**Gráfica 8**



## 2.2 Mecanismo de transmisión de la política monetaria

Desde una visión ortodoxa el mecanismo de transmisión de la política monetaria opera vía gasto<sup>134</sup>, por tanto una disminución de la cantidad de dinero, propicia que el público disminuya su gasto, produciendo a largo plazo una disminución de los precios sin modificar la tasa de interés real. De esta manera una política monetaria restrictiva produce una contracción del gasto que conlleva a una disminución de la inflación por la menor presión de la demanda. Bajo esta perspectiva las modificaciones de la oferta monetaria explican los cambios en los precios. Desde una visión ortodoxa el mecanismo de transmisión de la política monetaria instrumentada en México de 1983 a 1994 operaría de la siguiente forma (véase gráfica 9):

- ❖ De 1983 a 1987 se esperaba que la instrumentación de la política monetaria condujera a menores presiones inflacionarias, debido a las siguientes razones: el gasto público se estaría financiando de una forma no inflacionaria vía la emisión de bonos gubernamentales, la contracción de la base monetaria propiciaría una disminución del gasto que aunado al ajuste patrimonial del estado, implicaría menores presiones de la demanda y por ende menor inflación. Sin embargo, estos no fueron los resultados observados.
- ❖ De 1988 a 1994 la instrumentación de la política monetaria permitiría un control inflacionario, debido a que la disminución de la base monetaria propiciaría, una contracción del gasto y con ello menores presiones inflacionarias. A diferencia del periodo anterior se le da importancia al tipo de cambio, como modificador de las expectativas de los agentes, utilizando el anclaje del tipo de cambio<sup>135</sup> junto con la contracción de la base monetaria como factores que permiten disminuir las presiones de la demanda y por ende propiciar una disminución de los precios.

Bajo esta perspectiva los resultados de la instrumentación de una política monetaria restrictiva serían menores presiones de demanda que conducen a una disminución de la inflación.

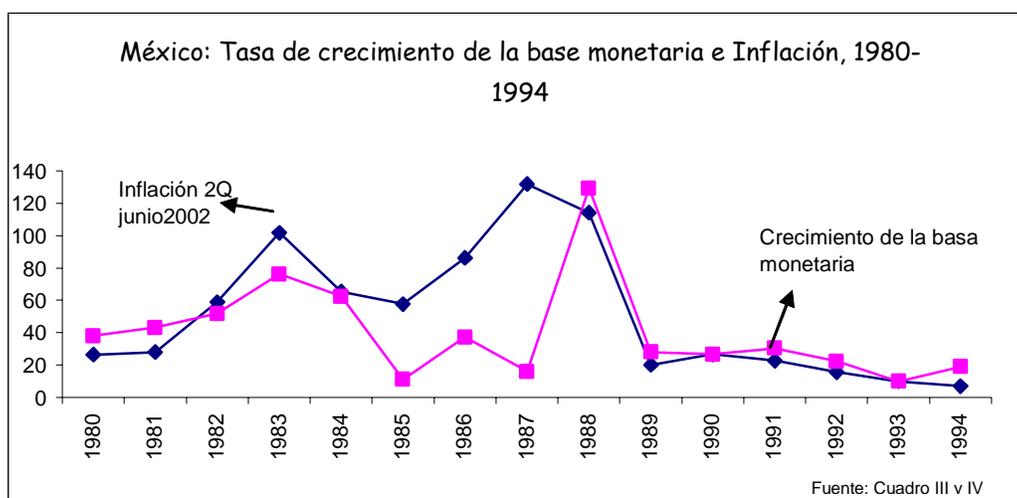
Los poskeynesianos plantean que los bancos centrales fijan el nivel de tasa de interés con base en su función de reacción para situarla en un nivel en el que puedan cumplir con sus objetivos de equilibrio interno y externo. A este nivel la base monetaria se vuelve endógena, es decir, al nivel de dicha tasa de interés la oferta monetaria es endógena estando determinada su cantidad por la demanda. Al ser la oferta monetaria endógena, el nivel de los precios no puede ser determinado por la teoría cuantitativa del dinero, situándose la explicación de la inflación en los costos y en las pugnas distributivas. Dentro de las presiones de costos, el tipo de cambio es considerado como el principal factor que permite explicar las presiones inflacionarias.

---

<sup>134</sup> Los supuestos que a la visión ortodoxa le permiten utilizar al gasto como mecanismo de transmisión directo de la política monetaria son: oferta de dinero exógena, demanda de dinero estable y tasa de interés fijada por factores reales.

<sup>135</sup> Para entender bajo que contexto se sitúa el anclaje del tipo de cambio, es necesario recordar que la teoría de la tasa de interés utilizada en el análisis ortodoxo es la teoría fisheriana que considera a la tasa de interés nominal como la suma de la tasa de interés real y las expectativas inflacionarias, señalando que el banco central puede afectar la tasa de interés real si genera sorpresas inflacionarias no esperadas por los agentes, no obstante, a largo plazo serán ajustadas no generándose ningún cambio. Por tal razón las expectativas inflacionarias desempeñan un papel importante en la determinación de las tasas de interés y en el control de la inflación.

Gráfica 9



Consideran que al existir un tipo de cambio flexible la tasa de interés ejerce un efecto sobre su comportamiento, la existencia de entrada de capitales provoca que aumentos en la tasa de interés generen una disminución del tipo de cambio que aprecie la moneda, propiciando con ello una disminución en la presión de costos y por ende en la inflación<sup>136</sup>. Desde esta visión existe una relación entre la tasa de interés y el tipo de cambio, siendo esta última la principal variable explicativa de la inflación. Bajo un marco analítico poskeynesiano el mecanismo de transmisión de la política monetaria instrumentada en México de 1983 a 1994 sería el siguiente (véase gráfica 10):

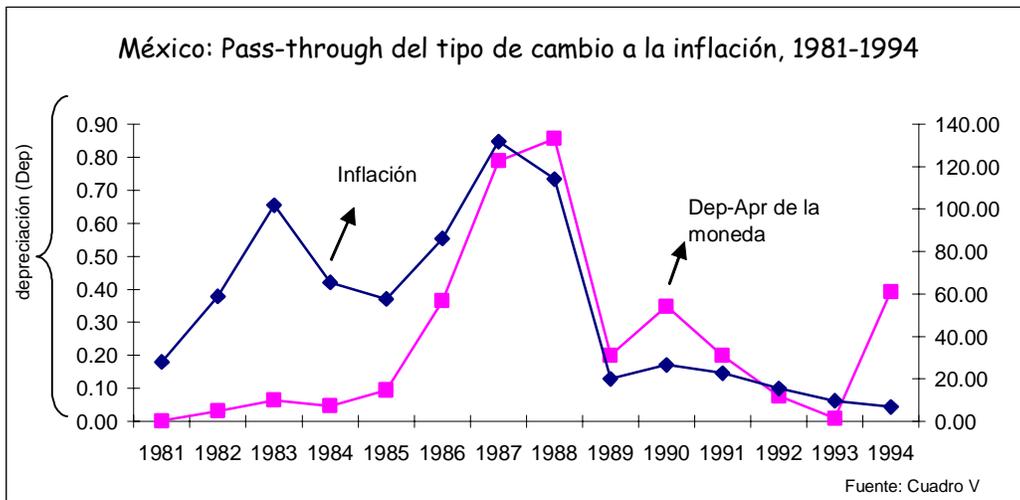
- ❖ De 1983 a 1987, el banco central establece la tasa de interés en niveles elevados, no obstante, la restricción de la entrada de capitales propició que la moneda no se apreciara, provocando que las constantes devaluaciones para ajustar la cuenta corriente aumentaran las presiones de costos y por ende la inflación.
- ❖ De 1988 a 1994, el banco central determina la tasa de interés con base en su función de reacción, la existencia de un tipo de cambio flexible acompañado de una entrada de capitales, propició que aumentos de la tasa de interés provocaran una disminución del tipo de cambio que genera una apreciación de la moneda, disminuyendo con ello la presión de costos y por ende la inflación.

El análisis del mecanismo de transmisión ortodoxo y del mecanismo de transmisión poskeynesiano, permite concluir que el marco analítico poskeynesiano que considera un mecanismo de transmisión basado en las presiones de costos (tipo de cambio) explica de una forma más precisa el comportamiento de la inflación<sup>137</sup>.

<sup>136</sup> Para un análisis más detallado véase Mántey, 1999:30-31 y Mántey, 2004a:114-118

<sup>137</sup> "En México, el mecanismo de transmisión de la política monetaria opera fundamentalmente a través del tipo de cambio... Pruebas de Granger aplicadas al par de series [tasa de inflación y tasa de devaluación] indican sistemáticamente que la variación de la tasa de devaluación antecede al crecimiento de los precios (y no al revés como lo supone la teoría de la paridad del poder adquisitivo).. " (Mántey, 2004a:119-120).

Gráfica 10



### 2.3 Efectos de la política monetaria sobre el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión

En este periodo ocurrieron reformas institucionales encaminadas a establecer como principal instrumento de la política monetaria a las operaciones de mercado abierto, desapareciendo el encaje legal, los topes a la tasa de interés, las políticas de crédito selectivo y el financiamiento del gobierno vía créditos del banco central. Estos elementos junto con el funcionamiento del mercado primario de títulos gubernamentales y la autonomía del banco central han afectado el funcionamiento de la banca comercial.

Los teóricos neoliberales consideraban que la liberalización de las tasas de interés en un mercado competitivo generaría una estructura de tasas de interés adecuada, en donde la tasa de interés interbancaria sería mayor que la tasa de depósitos bancarios y esta a su vez mayor que la tasa de bonos gubernamentales libres de riesgo. Desde esta visión las fuerzas del mercado establecerían una tasa de equilibrio, mediante la cual se canalizarían eficientemente los recursos a los proyectos más productivos.

No obstante, en la economía mexicana la liberalización de las tasas de interés no conllevó al establecimiento de una estructura de tasas de interés adecuada debido a los siguientes factores: la liberalización de las tasas de interés se realizó en una estructura de mercado no competitiva (estructura oligopolica de la banca comercial), la existencia de un acceso restringido a la subasta de bonos gubernamentales y la autonomía protegida del banco central (se analiza en el apartado 1.5 del presente capítulo). El establecimiento de una estructura de tasas de interés no competitiva (inadecuada para el crecimiento económico), permite que la tasa de interés de cetes riga el comportamiento de las demás tasas<sup>138</sup>, siendo la tasa de cetes mayor que la tasa de depósitos bancarios; permitiendo la obtención de ganancias monopólicas a los intermediarios financieros que actúan en detrimento de la inversión productiva y del otorgamiento de créditos.

<sup>138</sup> La liberalización de las tasas de interés ocurrida a partir de 1989, en una estructura de mercado no competitiva también propició que la tasa de interés interbancaria dejara de estar influida por la oferta de reservas del banco central, y que empezara a estar establecida por un margen fijo sobre la tasa de cetes, para mayores referencia véase Mántey, 2004a:130.

### 3 Comportamiento de la banca comercial

#### 3.1 Estructura de los recursos bancarios

De 1960 a 1984 existe una participación considerable de las disponibilidades con respecto a los recursos bancarios como resultado del encaje legal. Los bancos aceptaron el encaje legal como mecanismo de fondeo de la inversión pública, debido a que no sólo la tenencia de títulos de renta variable les redituaba altas ganancias sin incurrir en riesgos, sino que también el gobierno se comprometió a no realizar una reforma tributaria<sup>139</sup>, renunciando con ello el gobierno a captar directamente el ahorro. No obstante, con la desregulación financiera (eliminación del encaje legal, y los depósitos obligatorios de los bancos comerciales en el banco central), se presenta una reducción de la participación de las disponibilidades en los recursos (véase cuadro 2).

**Cuadro 2**

México: Composición de los recursos de la banca comercial, 1982-1994

Periodo	Disponibilidades	Como porcentaje del PIB			Cartera de valores
		Cartera de credito			
		Total	Vigente	Vencida	
1982	16.30	16.15	15.49	0.65	1.92
1983	15.40	17.35	16.51	0.84	1.34
1984	13.82	18.08	17.62	0.46	1.28
1985	3.39	19.68	19.24	0.45	8.66
1986	4.88	24.97	24.65	0.31	9.09
1987	3.76	26.23	26.08	0.15	7.48
1988	2.03	14.12	13.98	0.14	6.42
1989	1.76	16.94	16.70	0.24	6.12
1990	1.61	19.86	19.41	0.45	7.74
1991	1.57	23.16	22.33	0.83	11.77
1992	1.21	27.94	26.20	1.74	7.96
1993	1.13	31.52	28.92	2.60	8.70
1994	1.21	31.31	28.68	2.62	10.80

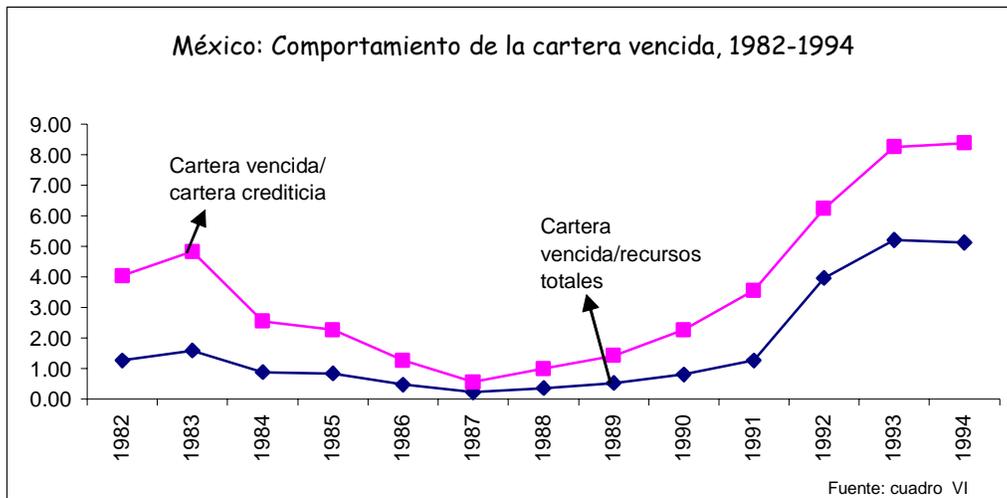
Fuente: elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria, Boletín estadístico de Banca Múltiple, Julio de 1992 y Marzo de 1994.

El análisis de la cartera de créditos con respecto al PIB<sup>140</sup> permite visualizar, que de 1980 a 1991 la cartera crediticia equivale aproximadamente a 20 puntos porcentuales del PIB, caracterizándose su estructura por el predominio de la cartera vigente y por niveles muy bajos de cartera vencida. De 1991 a 1994 se observa un crecimiento de la cartera de créditos situándose aproximadamente en 30 puntos porcentuales del PIB, que se acompaña de un crecimiento considerable de la cartera vencida (véase cuadro 2 y gráfica 11). También se observa que de 1981 a 1982 se presenta una caída del crédito recuperándose de 1983 a 1987, para 1987 se observa nuevamente una caída, que se revierte de 1989 a 1994 (Véase gráfica 12).

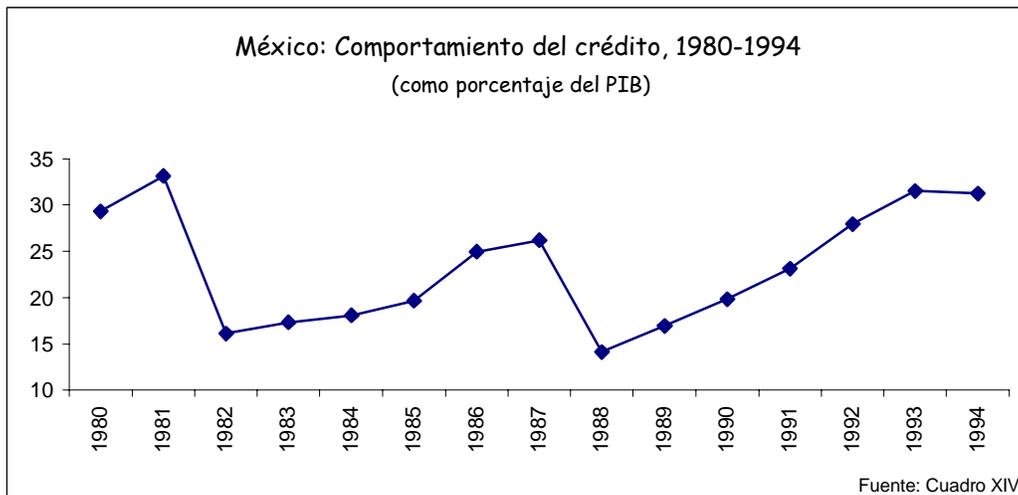
<sup>139</sup> La política tributaria permitía que los bancos mantuvieran en anonimato las acciones y bonos con fines fiscales, así como de gozar de un trato favorable en materia fiscal.

<sup>140</sup> La cartera de créditos con respecto al PIB se considera como un indicador de la profundización del sistema bancario.

Gráfica 11



Gráfica 12



En cuanto a la cartera de valores<sup>141</sup> cabe señalar que de 1980 a 1994 se presenta un aumento constante de su participación como proporción del PIB, de equivaler 1 punto porcentual del PIB en 1982 pasa a casi 11 puntos porcentuales del PIB en 1994 (véase cuadro 2).

De esta manera se puede concluir que “los recursos bancarios fueron empleados en adquirir títulos de deuda pública, en vez de constituir una base para el otorgamiento de préstamos, lo cual fue redituable para los bancos por las altas tasas de interés de los Cetes” (Levy, 2001:213).

<sup>141</sup> “Durante los años del desarrollo estabilizador y hasta la nacionalización de los bancos, la actividad bancaria era una actividad protegida principalmente en la medida en que el banco central garantizaba una colocación rentable a una parte creciente de los activos bancarios, llegando a ser de casi 50% en 1982” (Correa, 2002:71). También con la reprivatización de los bancos el gobierno siguió garantizando la rentabilidad de los bancos mediante la compra-venta de cetes, por ello no es de extrañar que la cartera de valores tenga una participación creciente.

### 3.2 Fuentes de utilidad bancarias

La utilidad de los bancos no sólo descansa en la emisión de títulos que no se genera a iniciativa de los bancos, ya que dependen de la existencia de una demanda solvente, sino también de la compra-venta de títulos que si se hace a iniciativa de los bancos para incrementar su utilidad, obteniéndose de esta manera una utilidad derivada de su carácter oligopolico.

De 1982 a 1993 tanto la utilidad neta como el margen de utilidad registraron un aumento considerable (véase cuadro 3). De igual forma los indicadores de utilidad ROA (Utilidad neta/activo total promedio) y ROE (Utilidad neta/capital contable promedio) presentaron un crecimiento constante a lo largo del periodo (véase cuadro 4). Otro factor que permitió incrementar la utilidad de los bancos fue la racionalización, consistente en el cierre de sucursales y en el despido de personal (véase cuadro 5). Para 1994 se observa una disminución de todos los indicadores de utilidad.

**Cuadro 3**  
México: Banca múltiple, Margen Financiero y Utilidad Neta, 1982-1993  
(millones de pesos y porcentajes)

Concepto	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Ingresos por intereses	804.12	1,837.21	3,014.06	4,997.42	11,538.60	23,532.16	39,410.24	36,601.01	62,433.27	70,607.67	86,863.20	92,997.10
Gastos por intereses	700.71	1,666.47	2,680.86	4,481.00	10,504.21	27,178.96	34,102.90	29,173.38	49,850.14	52,514.76	59,995.80	63,501.40
Resultado por posición neta relativa												
<b>Margen Financiero</b>	<b>103.41</b>	<b>170.74</b>	<b>333.20</b>	<b>516.42</b>	<b>1,034.39</b>	<b>2,403.20</b>	<b>5,307.34</b>	<b>7,427.63</b>	<b>12,633.13</b>	<b>18,092.91</b>	<b>26,867.40</b>	<b>29,495.70</b>
Como % de los ingresos	12.86	9.29	11.05	10.33	9.12	8.12	13.47	20.29	20.23	25.62	30.98	31.71
<b>Utilidad neta</b>	<b>14.99</b>	<b>28.89</b>	<b>67.49</b>	<b>115.35</b>	<b>308.22</b>	<b>971.43</b>	<b>1,937.66</b>	<b>2,125.90</b>	<b>3,019.27</b>	<b>3,952.46</b>	<b>6,266.50</b>	<b>7,784.80</b>
Margen de Utilidad (utilidad neta/ingreso)	1.86	1.57	2.24	2.31	2.67	3.28	4.92	5.81	4.83	5.60	7.21	8.37

Fuente: elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria, Boletín estadístico de Banca Múltiple, Julio de 1992 y Marzo de 1994

**Cuadro 4**  
México: Banca comercial, Utilidades, 1991-1994

Concepto	1991	1992	1993	1994
ROA	1.18	1.46	1.57	0.59
ROE	37.5	40.59	38.98	13.18

Fuente: elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria, Boletín estadístico de Banca Múltiple, Julio de 1992 y Marzo de 1994

ROA: Utilidad neta/Activo total promedio

ROE: Utilidad neta/capital contable promedio

#### 3.2.1 Factores institucionales que originan el margen financiero

En esta sección se considera que los factores institucionales que dan origen al margen financiero son: la estructura oligopolica de la banca comercial y el funcionamiento del mercado primario de títulos gubernamentales. Para abordar dichos factores primero se explica el efecto que en el margen financiero ejerce la estructura oligopolica de la banca comercial y posteriormente el efecto del funcionamiento del mercado primario de títulos gubernamentales.

El margen financiero será explicado desde una perspectiva horizontalista, que sugiere que los cambios en el margen y presumiblemente las variaciones en la tasa de interés de préstamo, no son resultados de incrementos en la demanda de crédito o en la actividad productiva, estando por ende desligado el margen financiero del ciclo económico. Desde esta visión por tanto el margen financiero depende, entre otros elementos, del grado de concentración de la estructura bancaria.

La estructura del sistema bancario mexicano se ha caracterizado por ser oligopolica, agudizándose el proceso de oligopolización a partir del surgimiento de la banca múltiple<sup>142</sup>, lo cual se vio reflejado en una disminución del número de bancos de 139 existentes en 1975, se pasa a 77 bancos en 1977. Antes de la nacionalización bancaria se presenta un proceso de fusiones entre los bancos múltiples quedando solo 48 instituciones bancarias<sup>143</sup>.

Dicho proceso no se revirtió con la nacionalización de la banca, ya que se siguió fomentando la fusión de instituciones bancarias, provocando con ello una disminución del número de bancos, que permitió fortalecer la concentración del sistema bancario que se venía forjando desde la década de los setenta (véase cuadro VII del anexo estadístico). Prueba de ello es el hecho de que “entre 1984 y 1985, en el sector bancario estatizado se realizaron fusiones de instituciones bancarias según el criterio de que las economías de escala en la prestación de servicios bancarios permitirían una mayor eficiencia” (Hernández, 1998). De esta manera el número de bancos disminuye de 48 en 1982 a 19 en 1991, no obstante con la reprivatización bancaria aumenta el número de instituciones bancarias, debido a que se autoriza entre 1992 y 1994 la creación de nuevos bancos, existiendo para 1994 23 bancos (véase cuadro 5).

**Cuadro 5**  
México Definiciones cuantitativas de la banca comercial, 1982-1994

Concepto	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Bancos	48	31	28	26	21	19	19	19	19	19		14	23
Sucursales	4,463	4,486	4,489	4,465	4,435	4,476	4,488	4,511	4,477	4,484	4,447	4,739	4,338
Personal	151,430	189,567	162,355	153,881	154,666	160,075	159,066	160,667	166,206	165,600	166,263	160,952	126,852
Total de cuentas <sup>v</sup>	<b>31,962,053</b>	<b>34,243,355</b>	<b>34,630,481</b>	<b>35,340,354</b>	<b>35,999,194</b>	<b>36,531,006</b>	<b>31,391,725</b>	<b>27,333,666</b>	<b>23,279,763</b>	<b>21,587,968</b>	<b>13,177,062</b>	<b>13,105,674</b>	<b>11,480,110</b>
Cuentas de cheques	2,037,562	2,208,949	2,468,739	2,292,535	2,253,465	2,482,027	2,614,672	2,592,740	2,909,271	3,507,665	3,765,347	4,453,793	4,317,662
Cuentas de ahorro	25,122,209	25,749,851	25,873,313	26,381,144	25,097,152	23,990,666	22,990,388	20,009,840	17,083,488	15,538,266	6,929,211	5,991,190	4,766,263
Cuentas de inversión a plazo	4,802,282	6,284,555	6,318,429	6,666,675	8,608,577	10,118,323	5,846,665	4,731,076	3,277,004	2,542,107	2,462,494	2,660,691	2,355,955

Fuente: Elaboración propia con base en Comisión Nacional Bancaria y de Inestabilidad de Banca Múltiple, Julio de 1992 y Marzo de 1994.

Durante el periodo de estudio el análisis de la concentración bancaria considerando activos<sup>144</sup>, pasivos, cartera crediticia y captación directa permite visualizar que en cada rubro sólo tres bancos: Bancomer, Banamex y Serfin, tienen una participación mayor al 60 por ciento, mientras que los cuatro bancos que les siguen en importancia: Internacional, Mexicano Somex, Mercantil del Norte y Comermex, sólo mantienen una participación que oscila entre el 9 y 10 por ciento (véase cuadro 6 y grafica 13).

<sup>142</sup> En 1972, cuando aun operaba una banca especializada, existían 241 bancos.

<sup>143</sup> Para 1978 se aprueba la ley bancaria, cuya reglamentación fortalece a los grandes grupos financieros que comienzan a desplazar a los pequeños bancos.

<sup>144</sup> “[...] para 1986 los tres bancos más grandes de cobertura nacional, Banamex, Bancomer y Serfin, concentraban 62.7% del total de activos bancarios (Hernández, 1998).

### Cuadro 6

México: Concentración de la Banca comercial, 1982-1993

Bancos	1982-1993	1982-1993	1982-1993	1982-1993
	Activos	Cartera de créditos	Pasivos	Captación directa
Bancomer	23.00	22.53	22.76	23.81
Banamex	25.61	23.31	25.39	24.99
Serfin	13.17	14.49	13.35	14.59
Internacional-Bital <sup>1/</sup>	5.59	7.17	5.68	3.20
Mexicano Somex <sup>2/</sup>	6.35	6.93	6.44	4.08
Mercantil del Norte	1.40	1.51	1.36	1.70
Comermex-Inverlat <sup>3/</sup>	6.77	7.69	6.88	6.57
Participación de los 3 primeros	61.78	60.34	61.50	63.39
Participación de los últimos 4	15.84	16.36	15.86	15.59

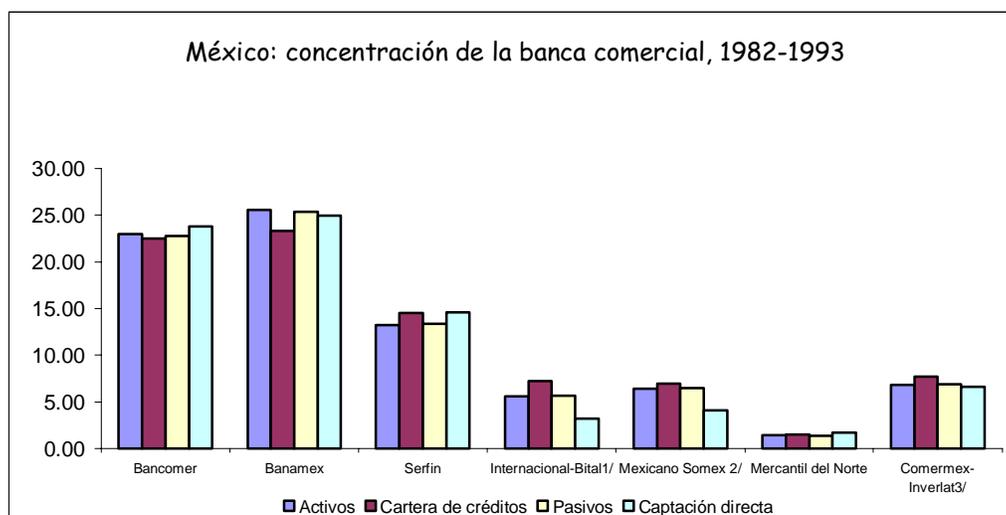
Fuente: elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria, Boletín estadístico de Banca Múltiple, julio 1992 y marzo 1994

1/ El banco internacional fue privatizado el 6 de julio de 1992, denominándolo Bital

2/ El banco mexicano Somex fue privatizado el 11 de marzo de 1992 denominándose Mexicano

3/ El multibanco comermex fue privatizado el 17 de febrero de 1990, denominándolo Inverlat

### Gráfica 13



Otra medida que permite ver el grado de concentración es el número de sucursales, esperando observar que el incremento de la competencia en la colocación y captación de recursos conlleve aun aumento del número de sucursales. No obstante, el número de sucursales no sufre fuertes variaciones e incluso en 1992, año en que se permitió la conformación de nuevas instituciones bancarias, las sucursales disminuyeron (véase cuadro 5).

Con base en lo anterior se puede demostrar que en el periodo de estudio la estructura bancaria mexicana se caracterizó por ser oligopolica, permitiendo a los bancos obtener un margen financiero mayor, debido a que pudieron mantener su tasa pasiva en niveles bajos.

En México el funcionamiento del mercado primario de títulos gubernamentales se caracteriza por presentar un acceso restringido a la subasta de títulos, que refuerza el comportamiento colusivo tanto de la banca comercial como de los intermediarios financieros no bancarios, para obtener ganancias monopólicas derivadas de la compra-venta de títulos bancarios.

La emisión de títulos gubernamentales que pueden ser adquiridos por el público fue autorizada en 1977, iniciándose su colocación mediante licitaciones por subasta a partir de 1982. Con respecto a las instituciones financieras que participan en las licitaciones se destaca que en 1983 sólo podían participar las casas de bolsa, para 1985 se autorizó que los bancos (instituciones de crédito) participaran en la licitación de subastas de títulos, pudiendo por ende a partir de 1985 participar las casas de bolsa, los bancos y personas autorizadas por el Banco de México.

La forma en que funciona el mercado primario de títulos gubernamentales provee de varias ventajas a sus participantes, permitiendo a los bancos obtener ganancias por intermediar los títulos a favor de personas físicas y empresas privadas. También propicia que los intermediarios financieros que no tienen acceso a las subastas de títulos se vean obligados a participar en un grupo financieros<sup>145</sup> que se organice alrededor de un banco comercial, provocando con ello un aumento de los grupos financieros que tienen un banco comercial.

El acceso restringido a la subasta de títulos gubernamentales ha propiciado que la tenencia de bonos gubernamentales genere crecientes utilidades a las instituciones financieras, permitiéndoles captar a los bancos un margen financiero libre de riesgo derivado del diferencial existente entre la tasa de ceses y la tasa pasiva, que desincentiva el otorgamiento de créditos a la actividad productiva y la emisión de bonos bancarios (que podrían profundizar el mercado de valores). También, ha impedido el logro de una estructura de tasas de interés adecuada al crecimiento económico, generándose una falta de arbitraje entre la tasa de bonos gubernamentales y la tasa de depósitos de los bancos que permite la obtención de utilidades monopólicas.

### **3.2.2 Análisis del margen financiero**

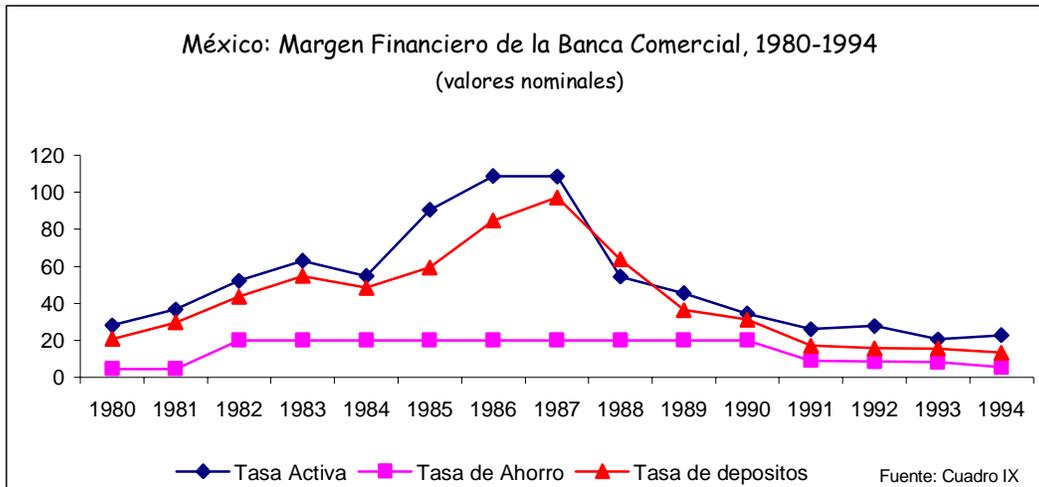
En cuanto al margen financiero cabe señalar que con la liberalización de las tasas de interés sucedida en 1988 se esperaba que las tasas pasivas aumentaran debido a la mayor competencia por recursos entre los bancos, no obstante a partir de 1989 la tasa de depósitos bancarios en términos reales y nominales disminuye, implicando con ello que el sector bancario mexicano tiene una estructura oligopólica (véase gráfica 14 y 15).

---

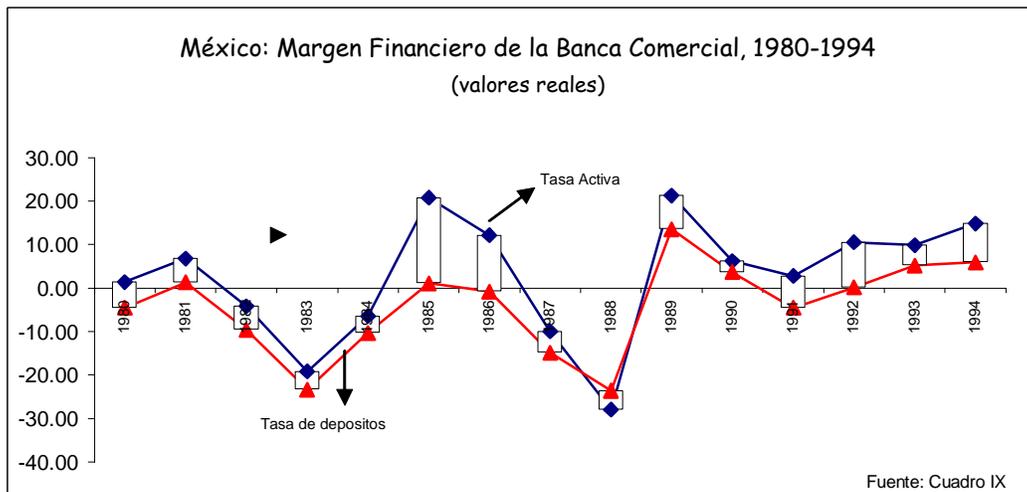
<sup>145</sup> En 1989 se reconoció legalmente la conformación de grupos financieros, mediante la cual se permitió una agrupación de intermediarios financieros no bancarios incluyendo dentro de ellos organizaciones auxiliares de crédito (uniones de crédito, almacenes generales de depósito, empresas de factoraje, etcétera), compañías de seguros y afianzadoras. Para 1990 se permite que la banca comercial forme parte de los grupos financieros y se prohíbe fusionarse con empresas no financieras.

También, el hecho de que la tasa de interés pasiva se ubique por debajo de la tasa de cetes (activo sin riesgo) demuestra que en México no opera una estructura de tasas de interés competitiva<sup>146</sup> (véase gráficas 16 y 17).

**Gráfica 14**



**Gráfica 15**

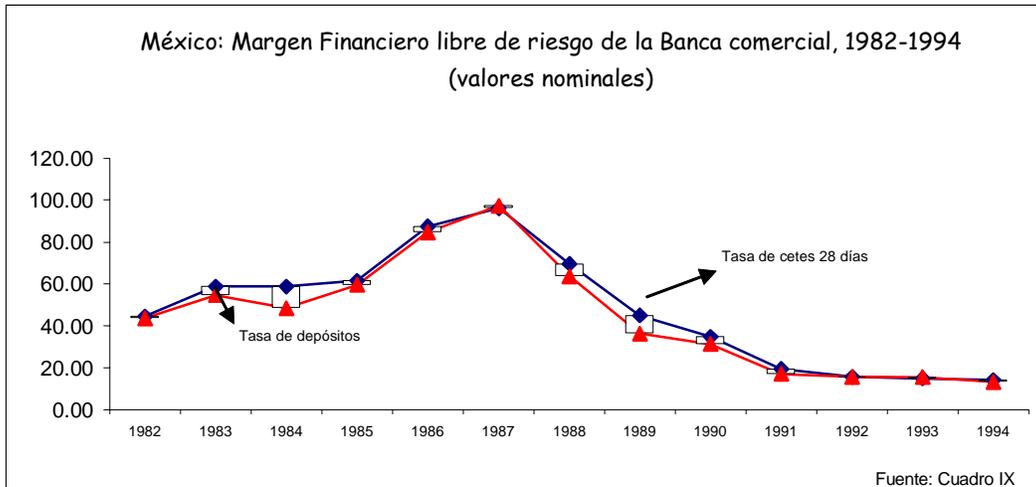


A partir de 1988 tanto el margen financiero obtenido por el otorgamiento de créditos, consistente en el diferencial entre la tasa pasiva (la tasa que paga el banco por los depósitos bancarios) y la tasa activa (la tasa que cobra por los créditos), como el margen financiero libre de riesgo<sup>147</sup> empiezan a ampliarse; debido a que la liberalización de las tasas de interés de depósitos bancarios condujo, dada la estructura oligopolica de los bancos, a una disminución que les permitió obtener un mayor margen financiero derivado de su carácter oligopolico (véanse gráficas 15, 17 y 18 y cuadro X del anexo estadístico).

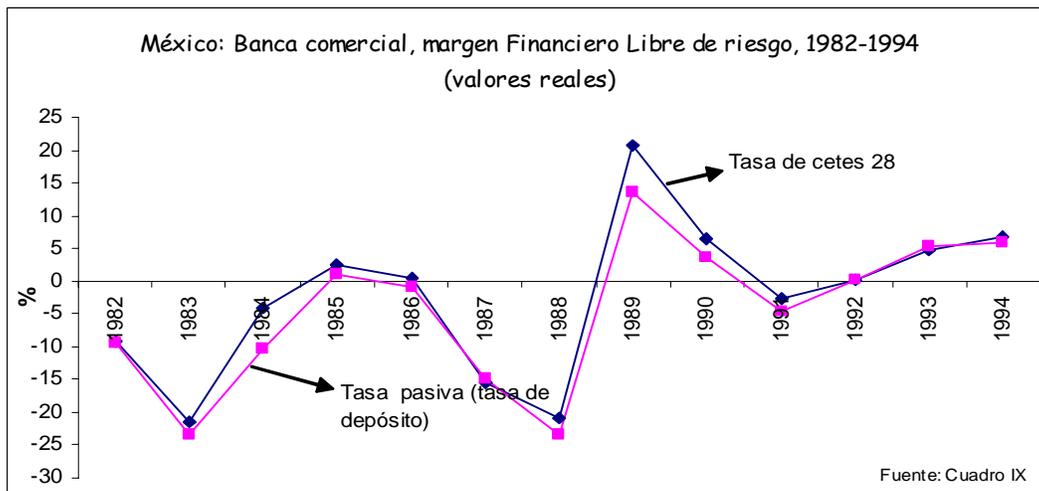
<sup>146</sup> En la estructura de tasas de interés prevalecientes en un mercado financiero competitivo la tasa de depósitos bancarios es mayor a la tasa de títulos gubernamentales sin riesgo.

<sup>147</sup> El margen financiero libre de riesgo se obtiene debido a que los recursos captados por la banca con tasas de interés bajas son canalizados a la compra de bonos con riesgo nulo y rendimientos elevados.

**Gráfica 16**

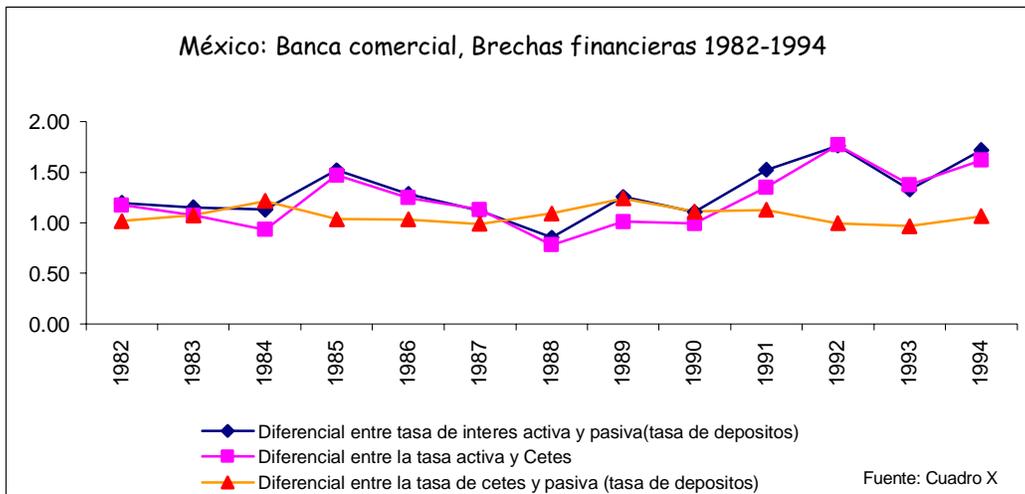


**Gráfica 17**

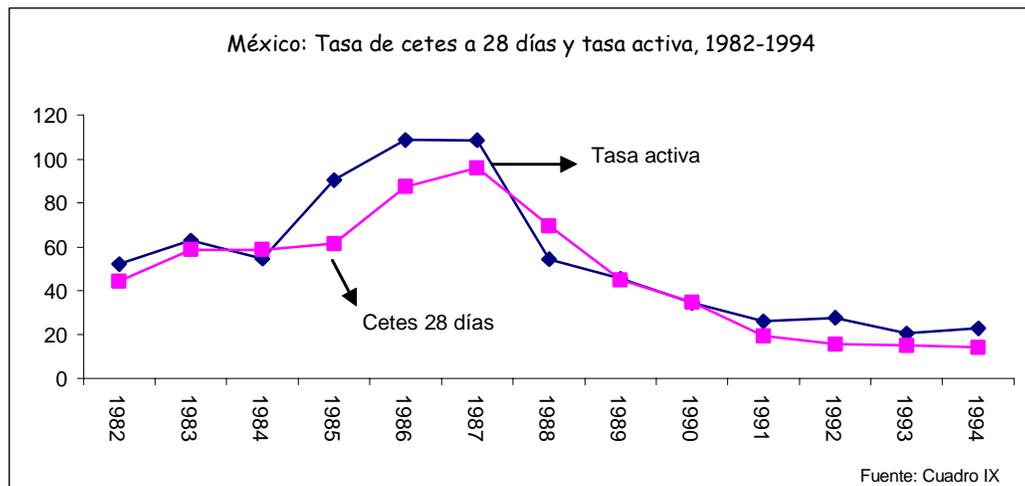


El diferencial de la tasa activa y de la tasa de los cetes ha tendido a atenuarse, haciéndose evidente en 1993, debido a las siguientes razones: a) en 1993 las reformas efectuadas para reducir la volatilidad de la tasa de interés en el mercado interbancario, propician el surgimiento del mercado matutino en donde se venden reservas al valor del día anterior “mercado lechero”, b) a partir de 1988, año en que empiezan a liberalizarse las tasas de interés internas, se observa que la tasa interbancaria deja de estar influida por la oferta de reservas del banco central, comenzando a estar determinada por un margen sobre la tasa de cetes (Mántey,1997 citado por Mántey,1994:130) y c) en 1994 por la autonomía protegida del banco central. Todos estos elementos influyen en la tasa activa, debido a que los bancos establecen su tasa de préstamo (tasa activa) adicionándole una margen a la tasa de interés interbancaria, que esta siendo regida por la tasa de cetes (véase gráfica19 y cuadro X del anexo estadístico).

**Gráfica 18**



**Gráfica 19**



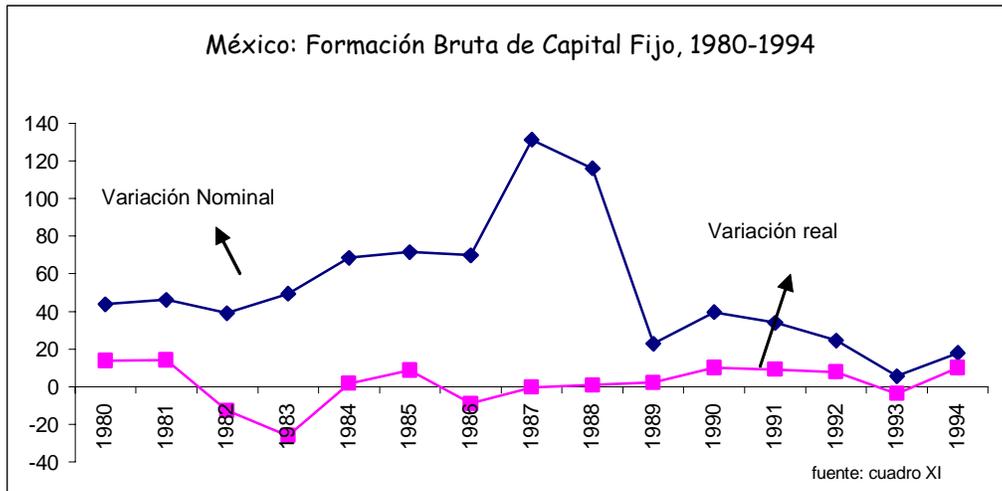
#### 4. Proceso de Financiamiento-fondeo de la inversión

##### 4.1 Comportamiento de la inversión

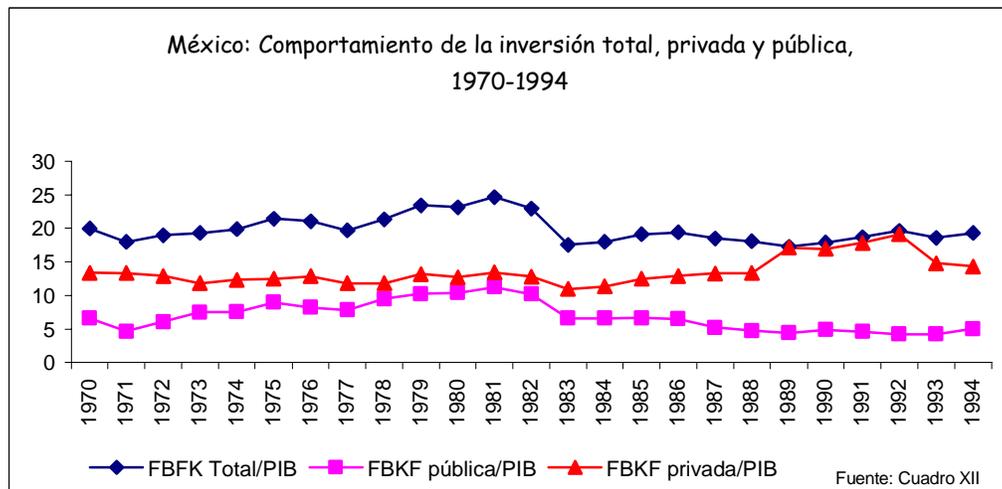
De 1982 a 1987 se observa un reducido crecimiento real de la inversión, presentando valores negativos de 1982 a 1984 y de 1986 a 1987. Dicho comportamiento se explica por que el descenso de la inversión pública, no pudo ser compensado por el aumento del gasto de inversión del sector privado<sup>148</sup>. De 1988 a 1992 se recupera el crecimiento de la inversión teniendo como principal dinamizador a la inversión privada. Dicho comportamiento también se muestra al analizar el coeficiente de inversión (véanse gráficas 20 y 21 y cuadro XII del anexo estadístico).

<sup>148</sup> De 1960 a 1971 el aumento de la inversión pública se acompañó de un aumento de la inversión privada, no obstante de 1972 a 1982 el aumento de la inversión pública se acompañó de una disminución de la inversión privada. El objetivo de la inversión pública fue actuar como una variable anticíclica que garantizara un mínimo de crecimiento económico.

**Gráfica 20**



**Gráfica 21**



En este periodo se hace evidente el ajuste patrimonial, que tuvo como objetivo disminuir la intervención del gobierno en la economía mediante la venta de sus empresas y la reducción de su gasto de inversión. La disminución de la inversión pública propició que la inversión privada se convirtiera en el motor de crecimiento de la economía; dejando de funcionar la inversión pública como una variable anticíclica (véase cuadro 7).

## Cuadro 7

México: Formación Bruta de Capital fijo (FBKF) privada y pública, 1970-1994

Periodo	Participación con respecto a la FBKF total		Coeficiente de Inversión		
	FBKF pública	FBKF privada	FBKF Total/PIB	FBKF pública/PIB	FBKF privada/PIB
1970	32.99	67.01	19.96	6.58	13.37
1971	25.78	74.22	17.97	4.63	13.34
1972	32.07	67.93	18.97	6.08	12.89
1973	38.77	61.23	19.30	7.48	11.82
1974	37.95	62.05	19.88	7.55	12.34
1975	41.90	58.10	21.42	8.97	12.44
1976	38.86	61.14	21.04	8.18	12.86
1977	39.83	60.17	19.65	7.83	11.82
1978	44.57	55.43	21.32	9.50	11.82
1979	43.78	56.22	23.42	10.25	13.17
1980	44.96	55.04	23.11	10.39	12.72
1981	45.63	54.37	24.63	11.24	13.39
1982	44.33	55.67	22.95	10.18	12.78
1983	37.49	62.51	17.55	6.58	10.97
1984	36.81	63.19	17.94	6.60	11.34
1985	34.78	65.22	19.09	6.64	12.45
1986	33.58	66.42	19.40	6.52	12.89
1987	28.24	71.76	18.49	5.22	13.27
1988	26.22	73.78	18.06	4.74	13.33
1989	25.51	99.14	17.25	4.40	17.10
1990	27.41	94.52	17.88	4.90	16.90
1991	24.66	95.43	18.65	4.60	17.80
1992	21.43	97.46	19.60	4.20	19.10
1993	22.63	79.73	18.56	4.20	14.80
1994	25.89	74.11	19.31	5.00	14.31
	<i>Participación promedio</i>		<i>Coeficiente de Inversión promedio</i>		
<b>1970-1982</b>	<b>39.34</b>	<b>60.66</b>	<b>21.05</b>	<b>8.37</b>	<b>12.67</b>
1983-1987	34.18	65.82	18.49	6.31	12.18
1988-1994	24.82	87.74	18.47	4.58	16.19
<b>1982-1994</b>	<b>29.92</b>	<b>76.84</b>	<b>18.83</b>	<b>5.67</b>	<b>14.39</b>

Fuente: elaboración propia con base en datos de NAFINSA, Sistema de cuentas nacionales de México, en

La economía mexicana en cifras, 1984, 1986; INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I, 1970-78, 1982-84, Nota

Los datos de 1989 a 1992, no son iguales al total de la FBKF reportada por el INEGI, ya que los datos se obtuvieron del Anexo estadístico del sexto informe del gobierno, 1994

## 4.2 Fuentes de financiamiento de la inversión

### 4.2.1 Financiamiento interno

En esta sección se consideran como fuentes de financiamiento interno a los fondos retenidos por depreciación (consumo de capital fijo "CKF") y a las utilidades de la empresa (excedente neto de operación "ENO").

El análisis de las fuentes internas de financiamiento permite concluir que pese a las reformas institucionales, durante el periodo de estudio se mantuvo la predominancia del financiamiento interno.

El consumo de capital fijo "CKF" financió, en cada año del periodo de estudio, aproximadamente el 50% de la inversión, en 1987 financió el 70%, equivalente a 13 puntos del PIB (véase gráfica 22 y cuadro 8).

### Cuadro 8

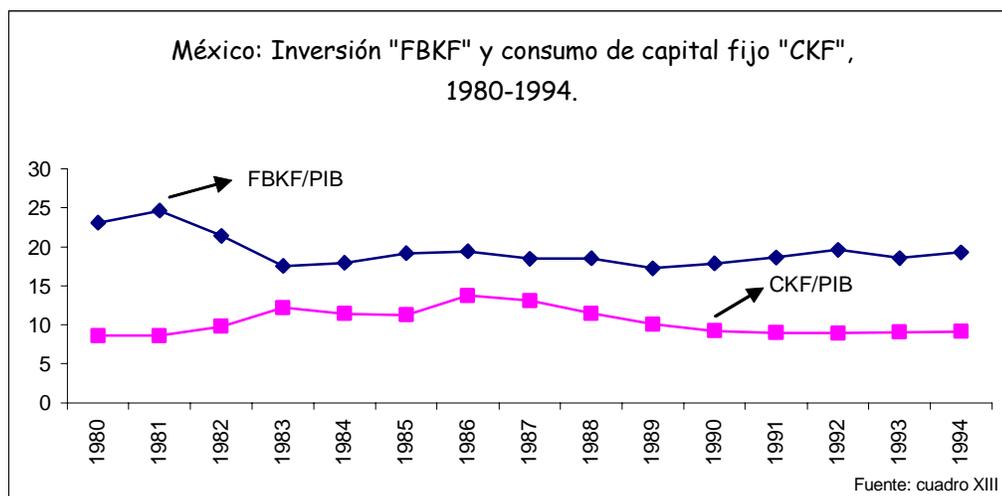
México: Financiamiento interno de la inversión, 1980-1994

Periodo	FBKF/PIB	CKF/PIB	CKF/FBKF	FBKF/PIB - CKF/PIB	ENO/PIB
1980	23.1	8.58	37.13	14.53	
1981	24.6	8.60	34.91	16.03	
1982	21.4	9.76	45.56	11.66	
1983	17.5	12.17	69.36	5.38	
1984	17.9	11.40	63.55	6.54	
1985	19.2	11.25	58.74	7.90	
1986	19.4	13.73	70.76	5.67	
1987	18.5	13.08	70.75	5.41	
1988	18.5	11.46	61.86	7.06	50.27
1989	17.2	10.04	58.22	7.21	51.75
1990	17.9	9.21	51.50	8.67	52.30
1991	18.7	8.95	47.96	9.71	51.10
1992	19.6	8.90	45.43	10.69	49.02
1993	18.6	9.03	48.63	9.54	47.55
1994	19.3	9.10	47.14	10.21	46.90

Fuente: elaboración propia con base en datos del INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I, 1970-78,1982-84,1987-1990,1988-1991,1992-2005

1/ El excedente neto de operación, se obtiene de restarle al excedente bruto de operación el consumo de capital fijo, dicha categoría es el concepto más próximo en la contabilidad nacional a las utilidades

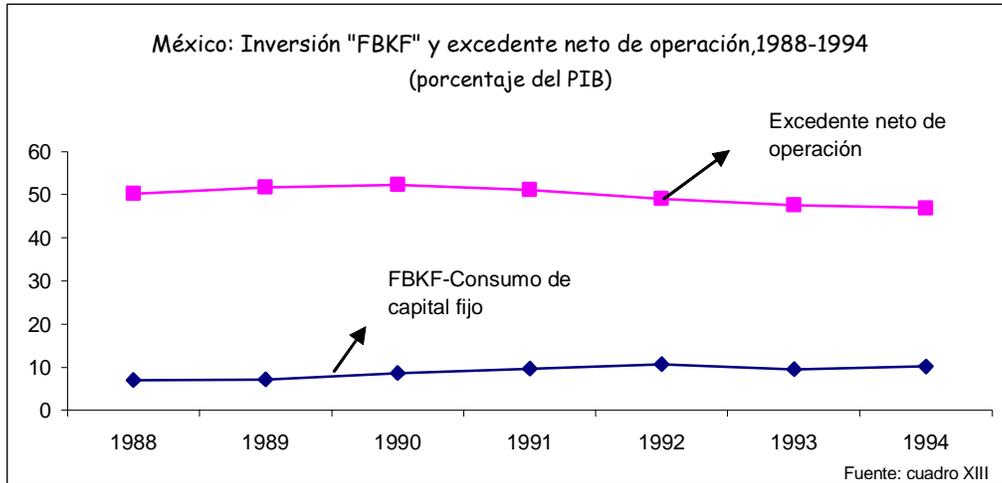
### Gráfica 22



Con respecto a las utilidades de la empresa (excedente neto de operación) cabe señalar que durante el periodo de estudio representan aproximadamente 50 puntos del PIB. De 1982 a 1987 el incremento mostrado en las utilidades, es explicado por un aumento de precios y no de la producción, mientras que de 1988 a 1994 el aumento de las utilidades no fue producto de un incremento de precios, ya que se registra una disminución de la inflación.

El análisis del excedente neto de operación permite concluir que la magnitud del agregado se constituye como una fuente importante de financiamiento de la inversión<sup>149</sup> (véase grafica 23, cuadro 8 y cuadro XIII del anexo estadístico).

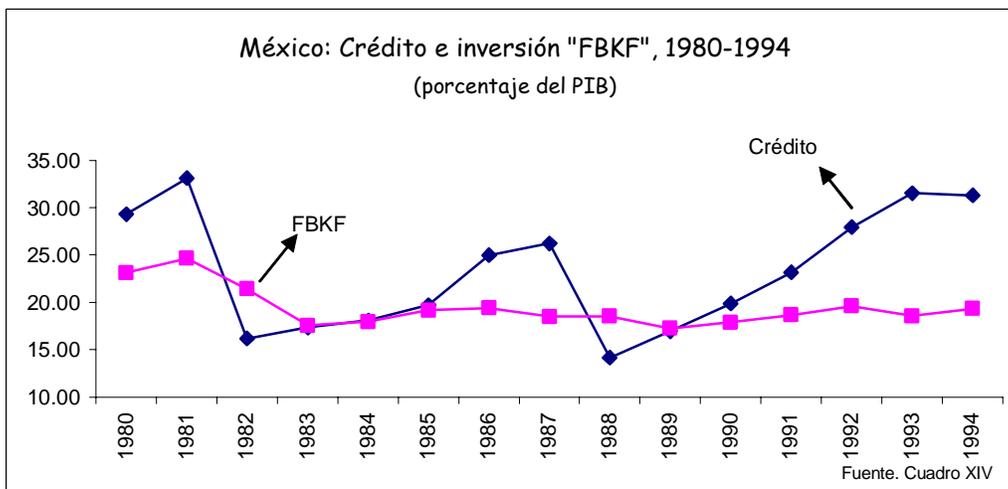
**Gráfica 23**



#### 4.2.2 Financiamiento bancario

De 1982 a 1994 la importancia del financiamiento bancario incrementa, distinguiéndose dos periodos: a) de 1982 a 1987 la mayor parte de los créditos bancarios fueron destinados al gobierno y dada la disminución de la inversión pública, se puede deducir que los recursos que los bancos otorgaron al gobierno fueron destinados al pago de la deuda interna y externa y b) de 1988 a 1994, en 1988 la cartera crediticia presenta una disminución que sólo dura un año, ya que de 1989 a 1994 muestra una recuperación destinándose los créditos principalmente al sector privado (véase gráfica 24).

**Gráfica 24**



<sup>149</sup> "En realidad el coeficiente de estas dos magnitudes [excedente neto de operación e inversión] en los últimos 16 años del periodo estudiado[1980-2000] es de 70 por ciento, de modo tal que es factible pensar que el excedente neto de operación es una importante fuente de autofinanciamiento" (Gómez y Patlán, 2003:314).

De 1989 a 1994 el aumento de la cartera de créditos al sector privado, se acompañó de un incremento de la cartera vencida, evidenciándose de esta manera la falta de un mecanismo funcional de fondeo (véase gráfica 11).

Un análisis más detallado acerca del destino del crédito por actividad principal del prestamista permite observar que de 1988 a 1994, el crédito destinado al sector privado se dirigió a las familias principalmente al consumo, propiciando con ello fuertes fugas al multiplicador debido al elevado componente importador de los bienes de consumo<sup>150</sup>.

#### **4.2.3 Financiamiento Bursátil**

Pese a todas las reformas institucionales que se presentaron de 1982 a 1994, el mercado de valores siguió siendo poco robusto, con poco oferentes y demandantes, siendo el principal oferente el gobierno. Los bonos privados tuvieron una baja participación, pudiendo acceder sólo las grandes empresas al financiamiento otorgado por dicho mercado (véase gráfica 8).

El análisis de la estructura del mercado de valores permite observar que predominaron los instrumentos de corto plazo del mercado de dinero, mientras que los instrumentos de largo plazo del mercado de capitales tuvieron una participación baja. Con respecto a los instrumentos de corto plazo del mercado de dinero cabe mencionar que prevalecieron los certificados de la tesorería del gobierno federal (cetes), que no fueron destinados a la inversión productiva dado el bajo gasto de capital, sino al pago de la deuda interna y externa y al control inflacionario. En cuanto a los instrumentos de corto plazo privados es importante señalar que las empresas que tuvieron acceso a estos instrumentos, no destinaron los recursos a financiar la formación bruta de capital fijo, sino más bien a financiar gasto corriente, inventarios o capital de trabajo (véase cuadro 9 y cuadro XVI del anexo estadístico). La disminución de cetes que se presenta en 1993, se explica porque en ese año los recursos se destinaron principalmente a la compra de instrumentos ligados al tipo de cambio (tesobonos) y bonos de desarrollo.

#### **4.2.4 Financiamiento externo**

El financiamiento externo muestra dos comportamientos: a) de 1982 a 1987 el ahorro externo fue negativo, indicando con ello que durante ese periodo salieron más recursos que los que entraron, a su vez los pocos recursos que entraron fueron utilizado por el gobierno para el pago del servicio de la deuda interna y externa y b) de 1988 a 1994 el ahorro externo fue positivo mostrando constantes incrementos, dicho comportamiento es explicado por las mejores condiciones tanto internas como externas, que permitieron que ingresaran mayores flujos de capital tanto de corto como de largo plazo (véase gráfica 25).

---

<sup>150</sup> “[...] los créditos bancarios se acompañaron por altas fugas al multiplicador del ingreso que impidieron recomponer el fondo “revolvente” de los bancos, por destinarse más de la mitad de los créditos hacia fines de consumo (créditos a personas físicas), que se utilizaron en la adquisición de bienes duraderos con alto contenido importador, manteniendo relativamente constantes los créditos a empresas” (Levy, 2005:522-523). “[...]se elevó la cartera de valores y títulos del sector privado, así como el crédito a este sector... cuyo destino fue el financiamiento de la creciente demanda de créditos comerciales y para el consumo..”(Ortiz Palacios, 2005:47).

### Cuadro 9

México: Estructura porcentual del mercado de capitales, 1984-1994

Periodo	Mercado de valores=100	Mercado de capitales =100		Mercado de valores=100	Mercado de dinero=100
	Total Mercado de capitales	renta variable	renta fija	Total Mercado de dinero	Cetes <sup>1/</sup>
1984	33.00			67.00	39.00%
1985	13.00			87.00	65.00%
1986	5.00			95.00	74.00%
1987	10.00			90.00	80.00%
1990	2.97	80.65%	19.35%	97.03	89.09%
1991	2.76	82.93%	17.07%	97.24	91.04%
1992	1.72	81.59%	18.41%	98.28	92.87%
1993	1.77	78.59%	21.41%	98.23	10.04%
1994	2.63	85.57%	14.43%	97.37	89.30%

Fuente: elaboración propia con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores, Anuario bursatil, varios años (1990-2001)

1/ 1990-1995 Cetes incluye certificados de la tesorería al contado y mismo día

Nota:

Los datos de 1984 a 1987 fueron tomados del cuadro VIII.2 estructura del mercado primario, en Levy,

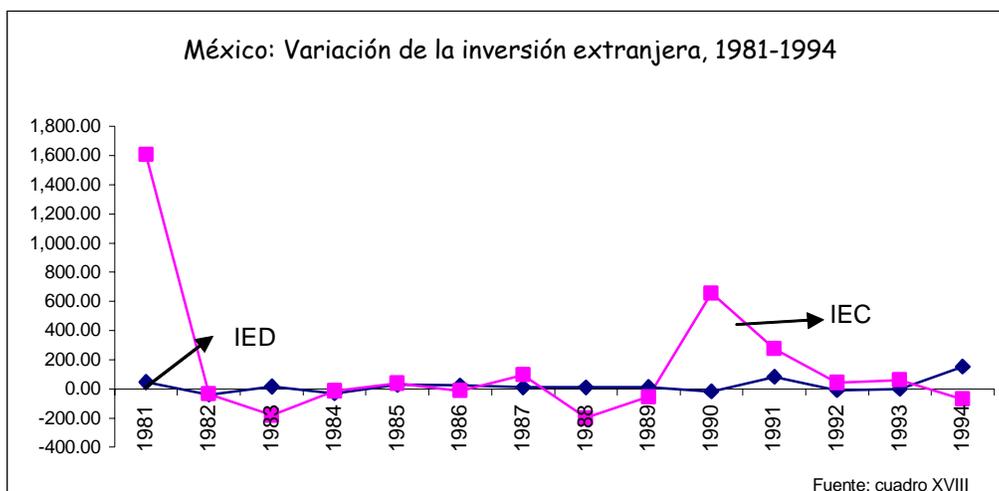
Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión, México 1960-1994, 2001, p.220

### Gráfica 25



El análisis de la estructura de la inversión extranjera permite visualizar que a partir de 1989 prevalece la inversión extranjera de cartera, misma que fue canalizada a la compra de instrumentos de corto plazo del mercado de dinero principalmente de cetes (véase gráfica 26). De esta manera al aumento que el ahorro externo registró a partir de 1988, no implicó un mayor financiamiento a la inversión productiva, ya que se concentró en la compra de valores públicos. Bajo estas condiciones el ahorro externo mantuvo una baja participación como fuente de financiamiento de la inversión productiva.

Gráfica 26



### 4.3 Captación de los recursos

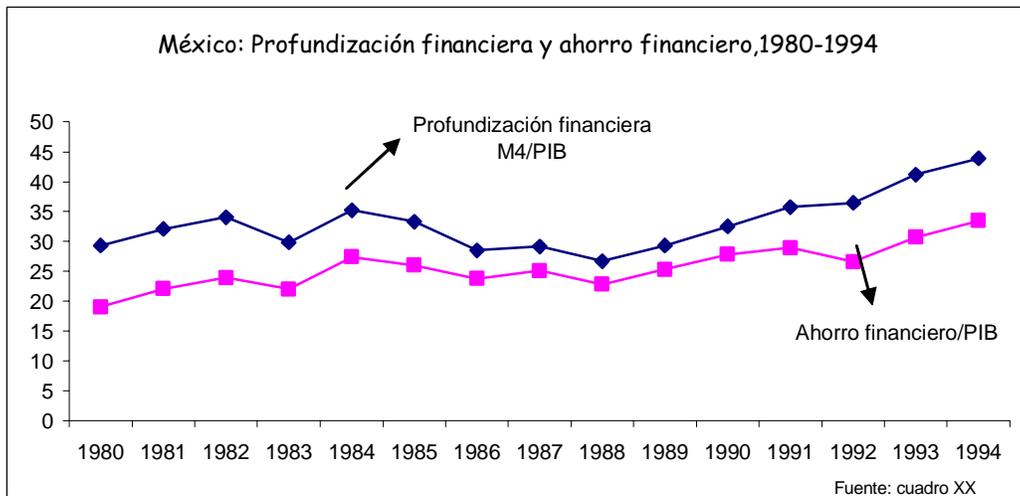
Esta sección es muy importante ya que analiza si el sistema bancario restituyó su fondo revolvente con base en el cual otorga los créditos. También permite determinar si el sector financiero captó el ahorro generado por la producción, destinándolo al otorgamiento de financiamiento de largo plazo hacia las empresas que les permita empatar su deudas con sus utilidades, para asegurar un crecimiento económico estable.

#### 4.3.1 Ahorro financiero y profundización financiera

La desregulación económica iniciada a partir de 1982 permitió incrementar el ahorro financiero y la profundización financiera, indicando con ello que una mayor proporción del ahorro creado por la producción fue canalizada al sector financiero (véase gráfica 27). No obstante, dicha canalización no se convirtió en un mecanismo de fondeo eficiente y funcional al crecimiento económico, debido a que en su estructura predominaron instrumentos de corto plazo<sup>151</sup> que impidieron a las empresas empatar sus deudas con sus utilidades (véanse gráficas 28 y 29).

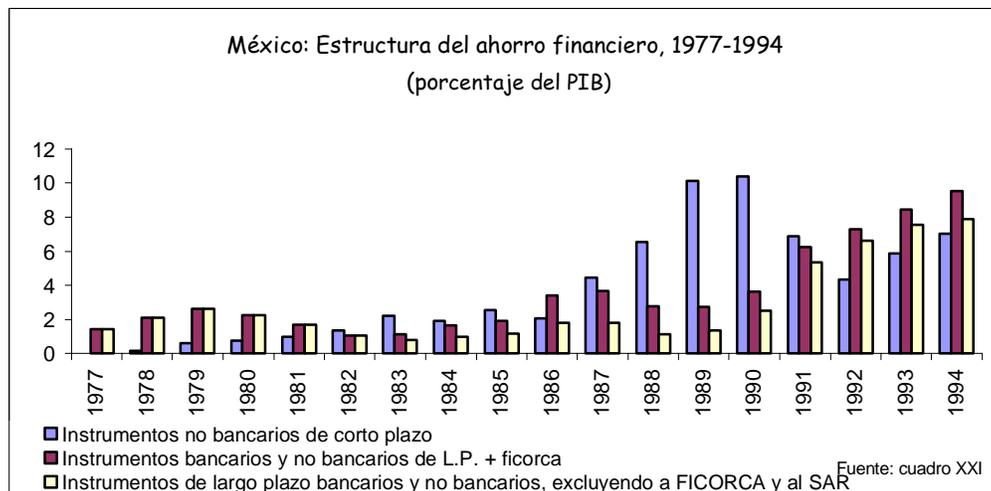
<sup>151</sup> “[...] en la conformación del ahorro financiero por tipo de agregado predominan los instrumentos de corto plazo. En este sentido, es posible afirmar que los instrumentos no bancarios de corto plazo, sean estos públicos o privados, no financian formación bruta de capital fijo; esto significa que del total el ahorro financiero, alrededor de seis puntos del PIB en los últimos años se han destinado a financiar directamente gasto corriente, capital de trabajo o inventarios” (Gómez y Patlán, 2003:315).

**Gráfica 27**



El análisis de la estructura del ahorro financiero permite visualizar que los instrumentos bancarios tanto de corto como de largo plazo han perdido participación, ganando terreno los instrumentos financieros no bancarios de corto plazo (véase gráfica 28 y cuadro XIX y XX del anexo estadístico). De esta manera, se observa que las políticas del nuevo modelo de acumulación tendieron a fortalecer el mercado de valores como estructura de fondeo

**Gráfica 28**



El aumento de la profundización financiera indica que las medidas de liberalización financiera permitieron un mayor desarrollo del sistema financiero, sin embargo al compararlo con otros países realmente la profundización financiera en México es muy baja<sup>152</sup>.

<sup>152</sup> "Si tomamos M4/PIB la profundización financiera avanzó 22 puntos porcentuales en los últimos veinte años. Sin embargo, pese al avance en la profundidad financiera en México, al compararse con los estándares internacionales, es relativamente pequeña (menor al 100% del PIB) mientras que Corea del Sur y Chile

El análisis de las entidades emisoras del mercado de valores permite observar que el gobierno se constituye como el principal oferente, teniendo una participación muy baja el sector privado. A su vez, la baja participación de los valores privados es un indicio de que el mercado de valores no se constituyó como mecanismo de fondeo funcional para las empresas.

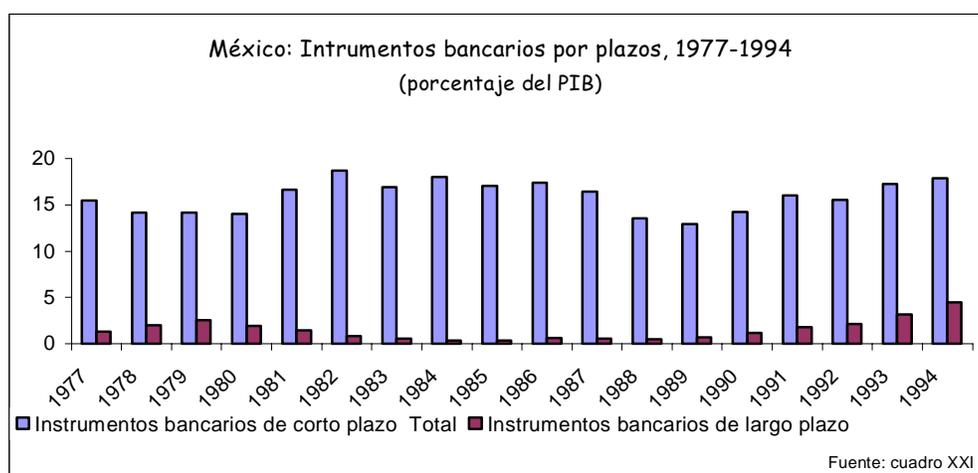
A manera de conclusión se puede mencionar que el aumento del ahorro financiero y de la profundización financiera no implicaron un mecanismo de fondeo eficiente y funcional al crecimiento económico, debido a que en su estructura predominaron instrumentos de corto plazo que impidieron a las empresas empatar sus deudas con sus utilidades, en otras palabras las empresas no obtuvieron recursos de largo plazo que les permitieran cancelar sus deudas de corto plazo y con ello el fondo revolvente de los bancos.

#### 4.3.2 Fondeo de la inversión

En esta etapa el mecanismo de fondeo sufre fuertes modificaciones tendientes a instaurar una estructura de fondeo basada en el mercado de capitales. Los principales cambios con respecto al mecanismo de fondeo del mercado crediticio, prevaleciente de 1960 a 1982, fueron dirigidos a fortalecer el mercado de valores; así como a disminuir la participación de los bancos en la captación de los recursos de largo plazo.

Las formas de fondeo doméstico de la inversión cambiaron remplazándose las políticas estatales y, en general, los mecanismos compensatorios destinados a generar y recolectar el ahorro<sup>153</sup>, por instrumentos de mercado que deberían dinamizar la inversión y crear un fondeo adecuado. Por tal razón al mercado de valores se le asigna la función de fondear la inversión mientras que a la banca la función de financiamiento de la inversión mediante el otorgamiento de créditos a corto plazo. Este comportamiento se refleja en un aumento de los instrumentos no bancarios de corto y largo plazo, así como en una caída de los instrumentos bancarios de largo plazo (véanse gráficas 29 y 30).

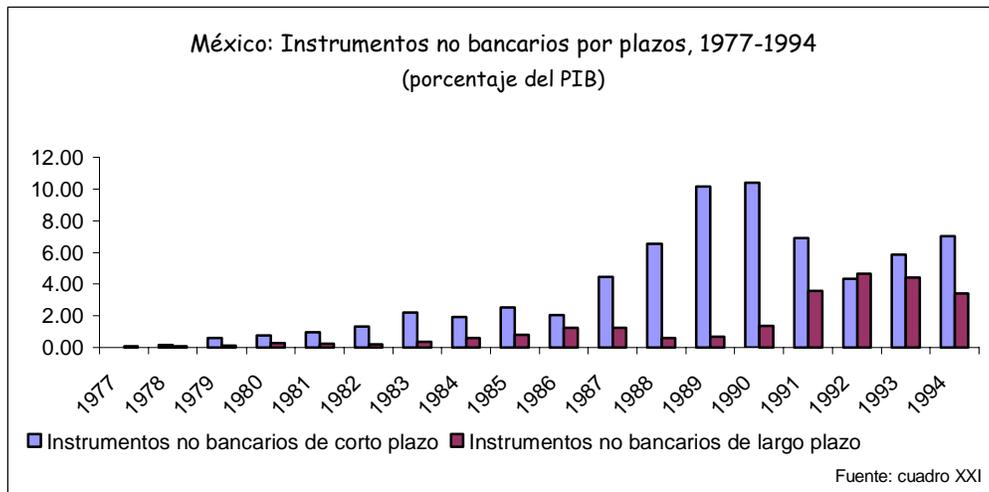
**Gráfica 29**



rebasa 100%; mayor a 200% en España, Francia, Canadá, Reino Unido y, superior a 300% en Suiza y Japón” (Ampudia, 2005:30).

<sup>153</sup> Dicha forma de fondeo permitió crear un mínimo de inversión productiva que garantizaba el crecimiento económico.

**Gráfica 30**



Pese a todas las reformas institucionales tendientes a desarrollar el mercado de valores, este no funcionó como una estructura de fondeo funcional, debido a las siguientes razones: a) su dinamización se sustentó en instrumentos de corto plazo del mercado de dinero, b) siguió existiendo un mercado delgado (poco robusto), al cual tenían acceso sólo un número reducido de empresas y c) predominaron instrumentos gubernamentales de corto plazo, en vez de valores privado de largo plazo.

La existencia de un mercado de valores débil y especulativo aunado con las fuertes fugas al multiplicador derivadas del otorgamiento de créditos al consumo, permiten explicar que el mayor crecimiento de la cartera crediticia, que se presenta a partir de 1989, se acompañe de un aumento de la cartera vencida. Tal situación se constituiría como un factor explicativo de la crisis bancaria de 1995.

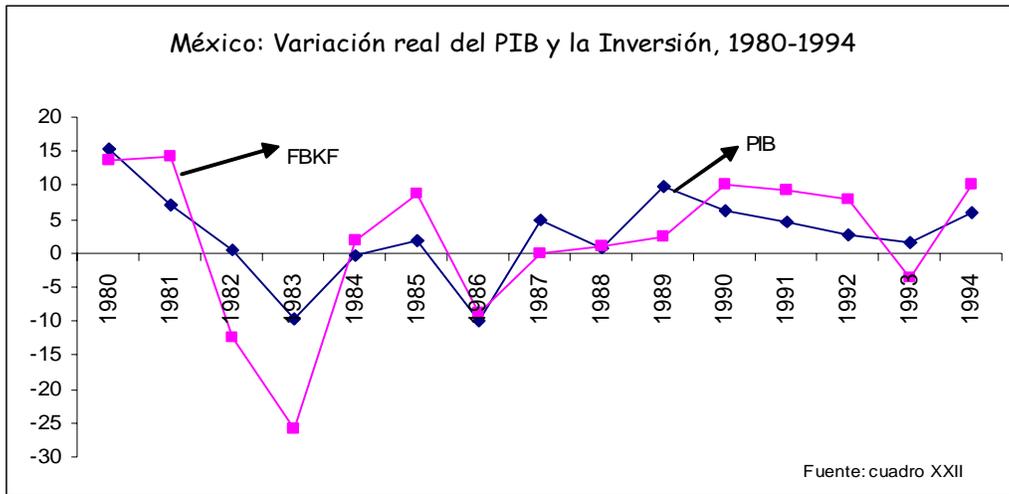
Con base en lo anterior se puede afirmar que en el periodo analizado no existió una estructura de fondeo funcional a la inversión, debido a que se sustentó en un mercado de valores caracterizado por instrumentos de corto plazo y especulativos, que impidieron a las empresas fondearse. De esta manera se puede concluir que la eliminación de los mecanismos compensatorios de la estructura de fondeo basada en el mercado crediticio, no fue compensada por la nueva estructura de fondeo, generando con ello un bajo crecimiento económico con inestabilidad<sup>154</sup>.

##### *5. Efectos de los cambios en el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión sobre el crecimiento económico*

Con respecto al comportamiento del crecimiento económico cabe señalar que de 1982 a 1987 se registró un crecimiento económico negativo, que se recuperó de 1988 a 1994 (véase gráfica 31 y Cuadro XXII del anexo estadístico). No obstante, la recuperación del crecimiento económico se acompañó de un fuerte crecimiento del déficit de la balanza comercial, que en 1994 se convirtió en un factor que propició la devaluación y la crisis financiera (véase gráfica 32).

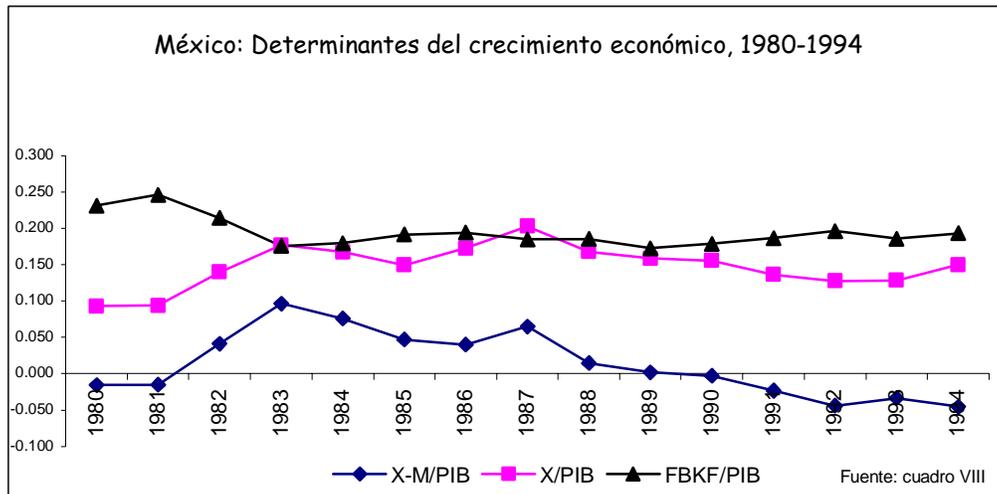
<sup>154</sup> “[...] las reformas financieras tuvieron un efecto contrario al esperado, en vez de crear instrumentos de fondeo a la inversión privada, desestabilizaron al conjunto de la economía” (Levy, 2001:239).

**Gráfica 31**



Durante el periodo de estudio el principal determinante del crecimiento económico fue la inversión, que sufre de modificaciones en su estructura derivadas de las políticas de desregulación económica (véase gráfica 32 y cuadro VIII y XI del anexo estadístico). El análisis de la estructura de la inversión permite observar un descenso de la participación de la inversión pública y un aumento de la participación de la inversión privada, eliminándose con ello un mecanismo compensatorio anticíclico tendiente a generar un mínimo de crecimiento económico. Bajo estas condiciones la inversión privada se situó como el principal dinamizador del crecimiento económico, no obstante registró bajas tasas reales de crecimiento que en diversos años fueron negativas (véase gráfica 21 y cuadro XII del anexo estadístico).

**Gráfica 32**



En cuanto al financiamiento de la inversión otorgado por la banca comercial, cabe señalar que de 1982 a 1987 los créditos fueron dirigidos al gobierno mediante la compra de cetes, no obstante la existencia de un bajo gasto de capital permite afirmar que los recursos no fueron destinados al financiamiento de la inversión productiva sino al pago de la deuda interna y externa, mientras que de 1988 a 1994 se presenta una recuperación de

los créditos otorgados al sector privado, sin embargo dichos créditos fueron canalizados en mayor proporción a las familias principalmente a través de créditos al consumo, provocando con ello una fuerte fuga al multiplicador. De esta manera una parte de los créditos no se convirtió en ahorro financiero que permitiría restaurar el fondo revolvente de los bancos.

También es importante mencionar que la reactivación de los créditos observada a partir de 1989 se acompañó de un aumento de la cartera vencida, reflejando dicho aumento una falta de fondeo adecuado.

El fondeo de la inversión se caracterizó por que no fue funcional al crecimiento económico, debido a que predominaron los instrumentos de corto plazo, estando dinamizado por instrumentos gubernamentales en vez de por valores privados. De esta manera, pese a las reformas institucionales el mercado de valores no se constituyó como un mecanismo de fondeo que permitiera a las empresas empatar sus deudas con sus utilidades a través de la emisión de valores de largo plazo<sup>155</sup>.

A manera de conclusión se puede mencionar que durante el periodo analizado se inician y consolidan los nuevos lineamientos del proceso de financiamiento-fondeo de la inversión, no obstante dicho proceso no fue funcional al crecimiento económico, evidenciándose con ello que los instrumentos de mercado no compensaron la eliminación de las políticas estatales y de los mecanismos compensatorios tendientes a generar y captar ahorro, que habían sido funcionales para la consecución de un crecimiento económico estable.

---

<sup>155</sup> “[...] el mercado bursátil fue dinamizado por el gobierno, con títulos de corto plazo que tuvieron como objetivo financiar el gasto corriente... Además, los títulos fueron adquiridos mayoritariamente por los bancos que obtuvieron altas tasas de interés con títulos de bajo riesgo; y los instrumentos bursátiles privados tuvieron una participación pequeña. O sea, el sector bursátil no fue funcional para el fondeo de la inversión privada ni pública y fue extremadamente especulativo y poco profundo” (Levy, 2001:214).

## **Capítulo IV. Crisis financiera y reformas del sistema financieras: Banca comercial, política monetaria y proceso de financiamiento-fondeo de la inversión en México, 1995-2005.**

En este capítulo se expone la evidencia empírica sobre la instrumentación de la política monetaria y sobre el proceso de financiamiento –fondeo de la inversión, haciendo énfasis en los efectos que las reformas institucionales producen tanto en la política monetaria como en el financiamiento y fondeo de la inversión.

Este periodo inicia con una crisis financiera que propicia la instrumentación de una política de ajuste comercial, la cual genera cambios en la entrada de capitales, priorizándose las exportaciones y la inversión extranjera directa. En adición a lo anterior se inicia una segunda generación de reformas institucionales, tendientes a dinamizar el mercado de valores y a fomentar la entrada de flujos de capital menos volátiles. Bajo estas condiciones el control de los precios es establecido mediante una menor sobrevaluación de la moneda, instrumentándose una política monetaria ligada con el movimiento de los flujos de capital.

Durante este periodo las características que distinguen el crecimiento económico son: que el sector financiero se desliga del sector productivo y que el principal determinante del crecimiento económico son las exportaciones (la demanda externa) perdiendo relevancia la inversión. Asimismo en el periodo de recuperación económica, que inicia en 1996 y termina en el año 2001, se emplearon fuentes alternativas de financiamiento a la inversión (financiamiento de proveedores, créditos de bancos extranjeros, etcétera), debido a la disminución constante del financiamiento bancario a la inversión productiva.

Tratando de abordar los elementos anteriores el presente capítulo se divide en seis apartados: el primero de ellos expone la segunda generación de reformas financieras, seguido de un análisis detallado de la política monetaria que contempla tanto su instrumentación como su impacto en el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión, en el tercer apartado se muestra el comportamiento de la banca comercial contemplado su estructura de recursos y su margen financiero, posteriormente se analiza en forma detallada el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión, seguido de una explicación de los efectos que dicho proceso genera en el crecimiento económico y finalmente se presenta una propuesta tendientes a la construcción de un proceso de financiamiento y fondeo funcional al crecimiento económico.

### *1. Segunda generación de reformas institucionales: extranjerización de la banca y cambios en la política económica*

#### **1.1 Crisis financiera de 1994-1995 y crisis bancaria de 1995**

Durante la reprivatización bancaria no se tuvieron en cuenta criterios de calidad moral y experiencia profesional sino más bien lo que importó fue el precio que se pagó en la subasta. La euforia que propició la liberalización financiera aunada a las expectativas de crecimiento económico desembocaron en una gran expansión crediticia, sin embargo el aumento de la cartera vencida y la creciente dolarización de los balances bancarios hacían muy vulnerable al sistema bancario. Los problemas que se presentaron en la economía mexicana tanto de carácter político como económico; así como los cambios

internacionales (aumento de la tasa de los fondos federales en Estados Unidos) propiciaron en diciembre de 1994 una devaluación que impactó al sistema bancario, debido a que los bancos tenían un fuerte endeudamiento exterior (Correa, 2005, Levy, 2005, Suárez, 2005).

Después de la devaluación de 1994, que desencadena la crisis financiera, el sistema bancario se encontraba en una situación difícil, que se veía reflejada en los siguientes factores:

- ♣ encarecimiento de su endeudamiento externo: los intermediarios financieros internacionales no estaban dispuestos a seguir otorgando créditos a los bancos, que les permitirían refinanciar sus deudas
- ♣ una cartera vencida muy elevada que se vio agravada por la política económica restrictiva que se instrumentó para salir de la crisis, ya que dificultó a los prestatarios el poder pagar su deuda.
- ♣ una disminución de la captación explicada por la contracción de la economía.

Ante la amenaza de una quiebra generalizada de los bancos comerciales, y considerando que la estabilidad del sistema bancario es un objetivo señalado en la ley orgánica del Banco de México<sup>156</sup>, se presenta una intervención gubernamental mediante la implementación de programas de apoyo financiero, que tenían como objetivo la estabilidad del sistema bancario y la protección de los usuarios, buscando capitalizar y sanear las instituciones bancarias. Además para permitir una mayor participación del capital extranjero en la banca; se realizaron modificaciones a la legislación.

Desde una perspectiva poskeynesiana la crisis bancaria tuvo como origen la falta de un fondeo adecuado al crecimiento económico, siendo explicado por los siguientes hechos: en el nuevo modelo de acumulación el sector privado fue el encargado de tomar las decisiones de inversión, la banca comercial de otorgar créditos y el mercado de valores de llevar a cabo un proceso de fondeo. Si bien a partir de 1989 la banca comercial incrementa de forma creciente su cartera de créditos, esta se caracteriza por ser dirigida a las familias principalmente en el rubro de consumo y vivienda, propiciando con ello fuertes fugas al multiplicador, que afectaron el mecanismo de fondeo. En adición a este hecho, pese a todas las reformas institucionales realizadas de 1971 a 1994, el mercado de valores se distinguió, por ser poco robusto y por estar dominado por instrumentos de corto plazo del mercado de dinero, teniendo como principal emisor al gobierno federal, el cual pierde participación en la actividad productiva. De esta manera el mecanismo de fondeo no permitió a las empresas cancelar sus créditos de corto plazo, implicando con ello que los bancos no recuperaron su fondo revolvente. La falta de un mecanismo de fondeo provocó que el incremento de la cartera crediticia de los bancos, se acompañara de un aumento de la cartera vencida, que conllevó a la crisis bancaria de 1995.

## **1.2 Proceso de extranjerización de la banca comercial**

La crisis del sistema bancario propició el despliegue de una nueva estrategia, en la cual los bancos fueron traspasados a los agentes internacionales, iniciándose una rápida

---

<sup>156</sup> “Ante la crisis bancaria mexicana de 1994-1995 el papel de prestamista de última instancia que no sólo cubrió el banco central y el banco de México, sino también la Reserva Federal de Estados Unidos, el FMI, el banco de Pagos Internacionales y los diferentes programas presentados como alternativas” (Girón,2002:62).

penetración y posicionamiento de la banca extranjera<sup>157</sup>. De esta manera la crisis aceleró el proceso de liberalización de los bancos que desembocó en la extranjerización del sistema bancario. Para que ello se lograra se realizaron una serie de reformas al marco jurídico, que permitieron al capital extranjero adquirir la totalidad o parte de los activos de los bancos existentes. Dichas reformas adelantaron los periodos previstos en el tratado de libre comercio con América del Norte (TLC)<sup>158</sup> en lo referente a la apertura de los servicios financieros (véase cuadro 10).

**Cuadro 10**  
Apertura de los servicios financieros en México<sup>1/</sup>

Institución financiera	1994-2000	1994-2000	2000-2004
	Participación individual máxima de mercado	Participación agregada máxima de mercado	Límite a partir del cual se permite una salvaguarda aplicable después de la transición
Banca	1.50%	8 a 15%	25%
Casas de Bolsa	4.00%	10 a 20%	30%
Seguros (Subsidiaria con capital extranjero)	1.50% ninguna	6 a 12% ninguna	ninguna ninguna
Institución financiera de objeto limitado	ninguna	3% de activos de inst. objeto limitado y banca	ninguna
Factoraje y arrendamiento	ninguna	10 a 20%	ninguna
Almacadoras, afianzadoras, casas de cambio y sociedades de inversión	ninguna	10 a 20%	ninguna

Fuente: presentado por Martínez, Guillermo, 1996. "Servicios financieros: apertura y Globalización"

1/ Los bancos extranjeros no podrán adquirir bancos mexicanos si la instituciones resultante representa más del 4% del mercado bancario

2/ Después del 2000 quedaran eliminadas estas limitaciones

A raíz de la crisis se inició un proceso de reagrupación y de recomposición de la banca, funcionando básicamente a través de los siguientes dos mecanismos: una absorción de los bancos mexicanos por intermediarios extranjeros y una asociación de bancos mexicanos con contrapartes externos. Entre los bancos que siguieron el primer

<sup>157</sup> Cabe destacar que la presencia de bancos extranjeros en el sistema bancario se remonta a 1864 siendo el Banco de Londres y México el primer banco comercial extranjero. Posteriormente los bancos extranjeros más importantes fueron Banco Nacional de México (alianza entre capital francés con el 67% y nacional), Banco de Londres y México (capital inglés), Banco Internacional Hipotecario (capital estadounidense), que tenían un nivel de concentración, muy elevado y financiaban actividades económicas en auge como lo eran la minería y el comercio. Con el inicio de la revolución mexicana los bancos extranjeros se retiran, cinco décadas después de terminada la revolución las actividades de banca comercial fueron respaldadas por mexicanos. En 1970 se presenta una fuerte actividad crediticia de la banca estadounidense a través del establecimiento de filiales. Desde la década de los años setenta México mantiene un estrecho vínculo con la banca internacional a través de su deuda externa y en la renegociación de la misma hacia finales de los años ochenta que establece las bases para toda una gran transformación estructural de la economía mexicana, particularmente del sector financiero en la llamada modernización financiera que marca los lineamientos que caracterizan al actual sistema bancario en donde la banca extranjera que opera al interior del país obtiene la supremacía del sistema. Para mayores referencias véase Maya, 2004:217-221.

<sup>158</sup> En 1992 a través del TLC, es considerada la apertura del sector financiero mexicano, permitiendo a instituciones extranjeras brindar servicios financieros y bancarios en el territorio nacional. "Las negociaciones mexicanas se basaron en el principio de gradualismo y selectividad. Así, se buscaron diversos plazos de apertura para los distintos intermediarios. Se trató de que el sector financiero permaneciera cerrado durante los primeros años (1994-1998). Después el sector se liberalizaría gradualmente a lo largo de doce años (1998-2010)" (Martínez, Guillermo, 1996:273).

mecanismo se encuentran: la mancuerna Probursa-Banco Bilbao Vizcaya, la fuerte inyección de recursos por parte del banco canadiense Nova-Scottia a Inverlat y la absorción del banco mexicano por Santander Central Hispano (banco español); mientras que Bancomer, Serfin, Banorte y Bital (se asoció con el Banco central Hispanoamericano) emplearon el segundo mecanismo (Martínez y Velásquez, 2002, Lucero, 1999) [véase cuadro XXIV del anexo estadístico].

Las reformas hechas al marco jurídico durante 1995 y 1997 sólo incluían a los bancos comerciales medianos, el acceso a los tres bancos más grandes por parte del capital extranjero aun quedo denegada. Los principales adquirientes entre 1996 y 1997 fueron dos importantes conglomerados financieros españoles: Bilbao Vizcaya Argentaria y Santander Central Hispano (véase cuadro XXIV y XXV del anexo estadístico).

Para finales de 1998 existan más bancos extranjeros que nacionales siendo los adquirientes más dinámicos dos importantes bancos españoles: Bilbao Vizcaya Argentaria, Santander Central Hispano y Citibank perteneciente a Estados Unidos, no obstante su participación de mercado representaba menos del 20% de las actividades bancarias (véase cuadro 11). En diciembre de 1998 se terminan de remover las limitaciones existentes en relación a la participación del capital extranjero en la banca comercial; permitiéndoles adquirir el 100% de los activos bancarios<sup>159</sup>.

**Cuadro 11**

*Posición mundial de los bancos externos con participación en bancos nacionales, 1999*

Nombre de la Institución	País	Posición mundial	Participación en el capital social	Banco
Hong Kong Shanghai Bank (HSBC)	Inglaterra	3	20%	Serfin
Banco Central Hispanoamericano	España	98	17%	Bital
Bank of Montreal	Canadá	58	20%	Bancomer
Scotia Bank	Canadá	55	20%	Inverlat

**Fuente:** Datos de la CNBV, The Banker y el economista, presentado en Lucero, Alejandro. "Participación y permanencia de los bancos nacionales en el sistema bancario mexicano 1993-1999", 1999.

Las modificaciones al marco jurídico aunados con el cambio tecnológico y las innovaciones financiera<sup>160</sup>, permitieron que en menos de tres años se llevara a cabo una secuencia de adquisiciones en donde los mayores bancos del sistema bancario fueron vendidos a banco extranjeros<sup>161</sup>, así en mayo de 2000 Grupo financiero Serfin fue adquirido por Banco Santander central Hispano (banco español), en agosto de 2000 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria "BBVA" adquiere Bancomer<sup>162</sup>, en septiembre de 2001

<sup>159</sup> "Los legisladores terminaron por remover toda limitación existente con relación a la participación extranjera en el sistema bancario en diciembre de 1998 [...] Con la nueva regulación, a los inversionistas extranjeros les sería permitido el poseer y controlar las acciones con derecho a voto de los bancos comerciales, independientemente del tamaño del banco" (Maya, 2004:232).

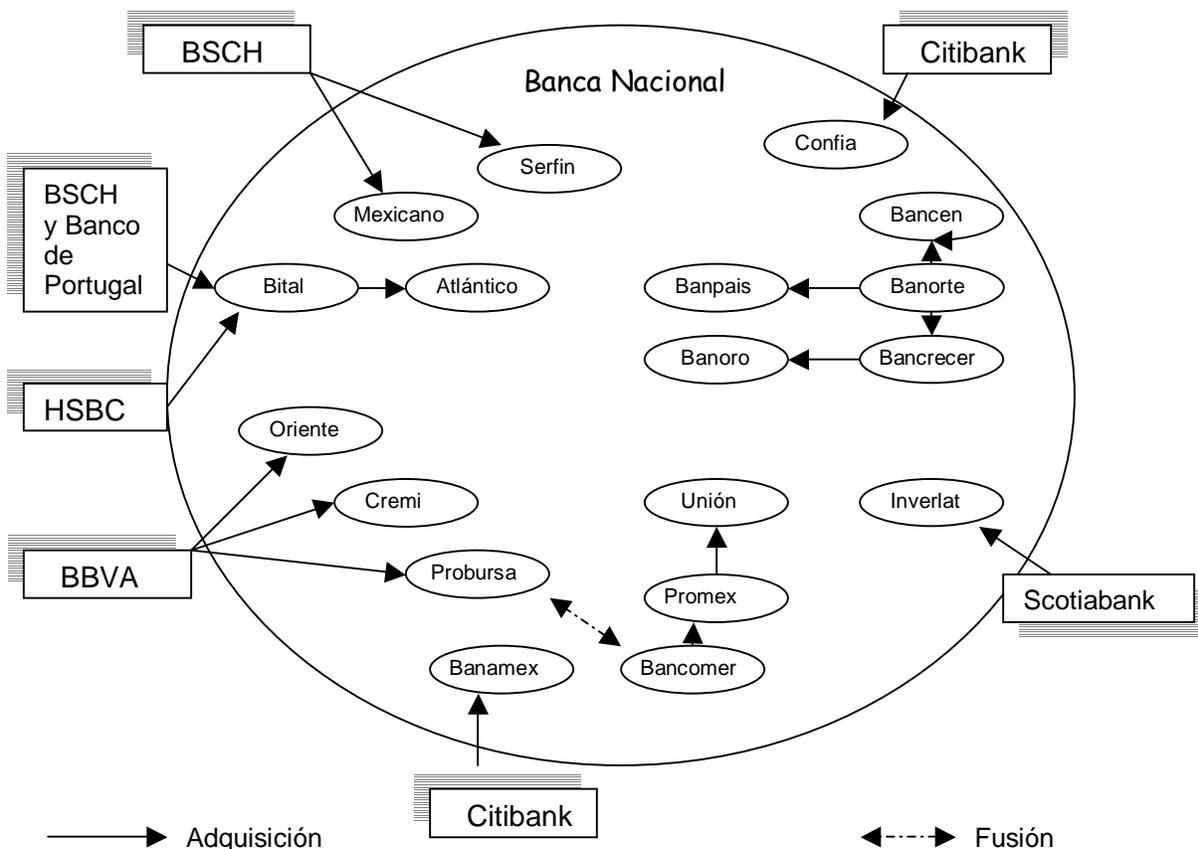
<sup>160</sup> Las cambios al marco jurídico y las innovaciones financieros modificaron tanto la organización bancario como los instrumentos bancarios.

<sup>161</sup> Los bancos extranjeros que participan en el sistema bancario incluyen nueve bancos estadounidenses, dos españoles, seis más europeos, un canadiense y un japonés.

<sup>162</sup> "[...] esta transacción cambió radicalmente el panorama de la participación del mercado bancario, colocando al nuevo grupo BBVA-Bancomer como el mayor banco mexicano con una participación del 24%

Citibank (banco estadounidense) adquiere al grupo financiero Banacci Accival "Banamex". Posteriormente Inverlat fue adquirido por Socotiabank (banco canadiense) y Bital por HSBC (banco Ingles), [véase diagrama 11 y cuadro XXIV del anexo estadístico]. Con estas adquisiciones los bancos extranjeros obtienen, con respecto a los activos y a los pasivos, una participación de mercado que los sitúa entre el 75% y 80% (véase gráfica 33 y cuadro XXVI del anexo estadístico).

**Diagrama 11**  
**México: Proceso de extranjerización de la banca comercial**  
**Banca Extranjera**



BSCH: Banco Santander Central  
 HSBC: Hong Kong Shanghai Bank Corporation  
 BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria

Fuente: Vidal, "Bancos, fortuna y poder: una lectura de la economía en el México del 2000", 2002:32, y actualizaciones propias con base en la CNBV

Con respecto a la participación extranjera en el sistema bancario, cabe destacar que en el año 2004 se registra una participación cercana al 80%, Estados Unidos con el

[...] esta adquisición fue la primera operación extranjera de importancia sin la asistencia financiera de parte del gobierno, es decir de un banco no intervenido" (Maya, 2004:234).

29.4% (Citigroup), España 35.6% (Bilbao Vizcaya y Santander), Reino Unido 9.3% (HSBC)<sup>163</sup> Y Canadá 5.0% (Bank of Nova Scotia).

**Gráfica 33**



Si bien es cierto que el proceso de extranjerización de la banca no se ha presentado sólo en México<sup>164</sup>, cabe señalar que la extranjerización de los bancos mexicanos ha sido la más dramática al grado que el 80% de los activos bancarios están en manos de bancos extranjeros, hecho que convierte a México en la economía con mayor participación extranjera en sus activos bancarios<sup>165</sup> (véase cuadro 12 y 13).

**Cuadro 12**

*Participación de la Banca Extranjera en los activos de la Banca Latinoamericana, 1990-2001*  
(en porcentajes)

	1990	1994	1999	2000	2001
Argentina	10	18	49	49	61
Brasil	6	8	17	23	49
Chile	19	16	54	54	62
Colombia	8	6	18	26	34
México	-	1	19	24	90
Perú	4	7	33	40	61
Venezuela	1	1	42	42	59

Fuente: CEPAL, La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2002, en Vidal Gregorio, "Banca Mercado de capital y determinación externa del crédito".

<sup>163</sup> El 26 de noviembre de 2002, el grupo británico Hong Kong Shanghai Banking Holdings (HSBC) anunció que concretó la adquisición del grupo financiero Bital, el quinto banco de México; la operación se pactó en 1 140 millones de dólares.

<sup>164</sup> Para Gregorio Vidal en los países en desarrollo se observa una intermediación internacional del proceso de financiamiento de la inversión, presentándose una adquisición por bancos y empresas financieras extranjeras de las más diversas instituciones financieras nacionales. Por tanto las estrategias de crecimiento de los intermediarios financieros (incluyendo a bancos) obedecen a razones de rentabilidad exógenas a las economías en desarrollo, (2003).

<sup>165</sup> Para mayor referencia véase Vidal, 2003:1-5 y Maya, 2004:237-238.

### Cuadro 13

#### Presencia de la banca extranjera en América Latina

	Control extranjero a diciembre de 1994 (%)	Control extranjero a diciembre de 1999 (%)	Control extranjero a diciembre de 2000 (%)
Brasil	8.4	17.7	24.0
México	1.0	18.8	80.0
Argentina	17.9	48.6	54.7
Colombia	6.2	17.8	24.1
Chile	16.3	53.6	47.0
Venezuela	0.3	43.9	49.7
Perú	6.7	33.4	67.9
Uruguay	nd	nd	39.2
Panamá	nd	nd	54.7
Jamaica	nd	nd	59.0

**Fuente:** Elaborado con datos de Southwest Economy, Federal Reserve Banks of Dallas, enero/febrero 2002 y FMI, International Capital Markets, septiembre de 2000, citado en Maya, Claudia, "Banca Extranjera en México", 2004:238

### 1.3 Reformas institucionales del mercado de valores

Durante este período, el gobierno continuó siendo la principal entidad emisora y dinamizadora del mercado de valores, no obstante comienza a preocupar la baja diversificaciones de las entidades emisoras empezando por ello a realizarse una serie de cambios tendientes a conseguir una mayor robustez del mercado de valores. Entre las medidas que buscaron a desconcentrar la emisión de bonos se encuentran:

- ❖ La compra de cartera vencida de los bancos en quiebra fue realizada por el FOBAPROA (una entidad descentralizada del gobierno federal) a través de valores no negociables, que posteriormente fueron trasladados al IPAB, con el objetivo de administrar la cartera vencida de los bancos, convirtiéndose los valores en negociables<sup>166</sup>.
- ❖ La aparición en 1998 de los bonos de regulación monetaria (BREMS) emitidos por el Banco de México, que tienen como finalidad el control de la liquidez. Dichos bonos se caracterizan por que la deuda que genera su colocación no es deuda pública.
- ❖ La emisión de instrumentos financieros por parte de los gobiernos estatales y municipales.

La privatización del sistema de pensiones, realizada en 1996, propició la creación de las Afores (administradoras de fondos para el retiro) y Siefores (sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro), con el objeto de que se convirtieran en fuentes de financiamiento de largo plazo que coadyuvaran al fortalecimiento de los instrumentos financieros de largo plazo del mercado de valores. No obstante, las Siefores se caracterizan por tener una cartera de valores concentrada en bonos gubernamentales., en vez de valores privados que permitieran financiar la inversión.

Los valores emitidos por las empresas y los bonos bancarios, al igual que en el periodo anterior, siguieron manteniendo una participación reducida (véase gráfica 38).

<sup>166</sup> "Estos títulos aunque afectaron la deuda pública no se contabilizan como bonos a cargo del gobierno federal" (Levy, 2005a:13).

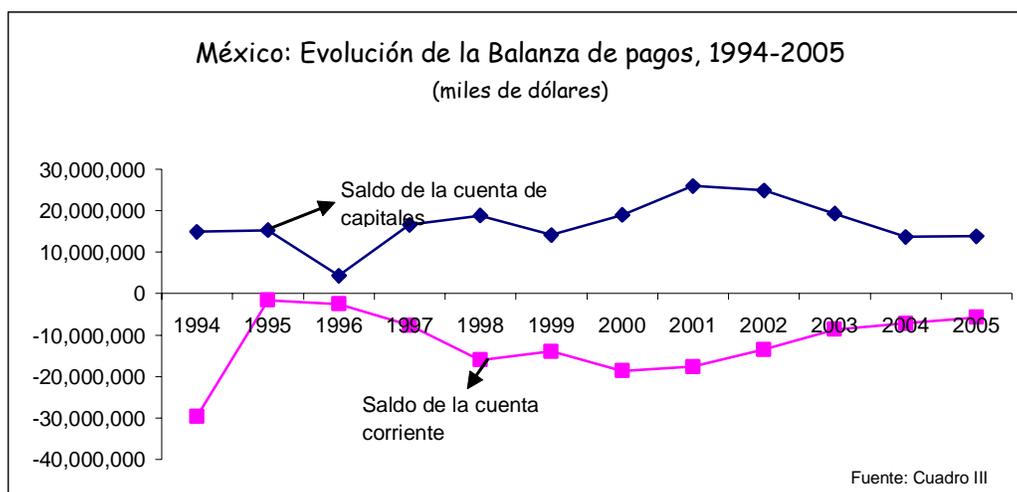
Pese a los cambios tendientes a lograr una diversificación de las entidades emisoras, el gobierno federal siguió manteniendo una participación mayor al 50%.

#### 1.4 Liberalización comercial y ajuste patrimonial del gobierno

La segunda generación de reformas del nuevo modelo de acumulación, se caracterizó por dar un mayor impulso a las exportaciones como motor de crecimiento económico, presentándose un cambio en la entrada de capitales que priorizó la inversión extranjera directa y la entrada de divisas por concepto de exportaciones.

En este periodo las importaciones y las exportaciones se independizaron de los movimientos del tipo de cambio y las importaciones dependieron de las exportaciones. Bajo estas condiciones la promoción de las exportaciones se vio acompañada de un aumento mayor de las importaciones<sup>167</sup>. Estas condiciones permitieron mantener un déficit comercial moderado, debido a que la apreciación de la moneda no provocó un incremento de las importaciones, como el presentado en el periodo anterior, ya que estas dependieron fundamentalmente de las exportaciones, volviéndose relativamente inelásticas a las variaciones del tipo de cambio. De esta manera el aumento de las exportaciones registrado de 1996 a 2000, se acompañó de un incremento del déficit en la balanza comercial, que se redujo a partir del año 2001 debido a la disminución de las exportaciones producto de la recesión económica derivada de la caída de la demanda externa (véase gráfica 34 y cuadro III del anexo estadístico).

Gráfica 34



En cuanto a las exportaciones, cabe mencionar que se buscó su fomento mediante la firma de diversos tratados de libre comercio, así como de acuerdos comerciales. Esta medida propició un incremento de los países tanto desarrollados como en desarrollo, en

<sup>167</sup> "Un segundo elemento importante es la independencia de las variación de las exportaciones y las importaciones con respecto al movimiento del tipo de cambio, [...] La particularidad de la promoción exportadora mediante tratados comerciales es que las exportaciones son acompañadas de aumentos mayores en las importaciones. Bajo estas nuevas condiciones las importaciones depende fundamentalmente de las exportaciones, volviéndose relativamente inelásticas a las variaciones de los precios" (Levy, 2005e:84-85).

los que podría colocar sus exportaciones. Pese al mayor número de tratados de libre comercio, el 80% de las exportaciones mexicanas se canaliza a Estados Unidos.

En materia de inversión extranjera, el principal cambio fue la modificación de su ley para permitir contemplar como inversión extranjera directa la compra de activos nacionales ya existentes, como lo fue la venta de los bancos nacionales a inversionistas extranjeros. De esta manera en el periodo posterior a la crisis la entrada de capitales se dirigió principalmente a la compra de activos ya existentes.

En este periodo el ajuste patrimonial siguió siendo una prioridad, presentándose una reducción del gasto de capital y con ello de la inversión pública. La continuidad de dicha medida se sustentó en considerar como la principal fuente inflacionaria al déficit presupuestal. Si bien el ajuste patrimonial buscó reducir el déficit fiscal, el gobierno con fines de estabilización de precios colocó crecientes volúmenes de deuda interna a tasas de interés atractivas, que originaron un déficit gubernamental con fines de estabilización. Por lo tanto, pese a que se continuó con el ajuste patrimonial, no se logró disminuir el déficit presupuestal, debido a que la colocación de deuda gubernamental implicó un mayor gasto en el pago de interés.

## *2. Política monetaria*

En este apartado se analiza la instrumentación de la política monetaria bajo el entorno de los cambios institucionales que ha suscitado la desregulación económica. Asimismo, se presentan las diferencias existentes en el mecanismo de transmisión de la política monetaria considerando la visión ortodoxa y Poskeynesiana y finalmente se abordan los efectos de la política monetaria en el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión.

### **2.1 El impacto de las reformas financieras en la instrumentación de la política monetaria**

#### **2.1.1 Programa de ajuste comercial, 1995-2005**

Durante este periodo la política económica se caracterizó por la instrumentación de un programa de ajuste comercial que, al igual que el programa de ajuste fiscal (1988-1994), considera como objetivo de la política monetaria el logro de la estabilidad de los precios, siendo importante para ello el control del tipo de cambio.

En el control de la inflación se reconoce la importancia del tipo de cambio, siendo las apreciaciones de la moneda menos pronunciadas. En este periodo se corrige el precio del tipo de cambio buscando tanto obtener una menor apreciación como evitar la presencia de fuertes desequilibrios externos; las medidas utilizadas fueron: en diciembre de 1994 se elimina el régimen de bandas cambiarias y se permite que el Banco de México emplee medidas de corrección marginales, como la subasta y compra de divisas a la banca comercial y que intervenga discrecionalmente (Levy, 2006:394).

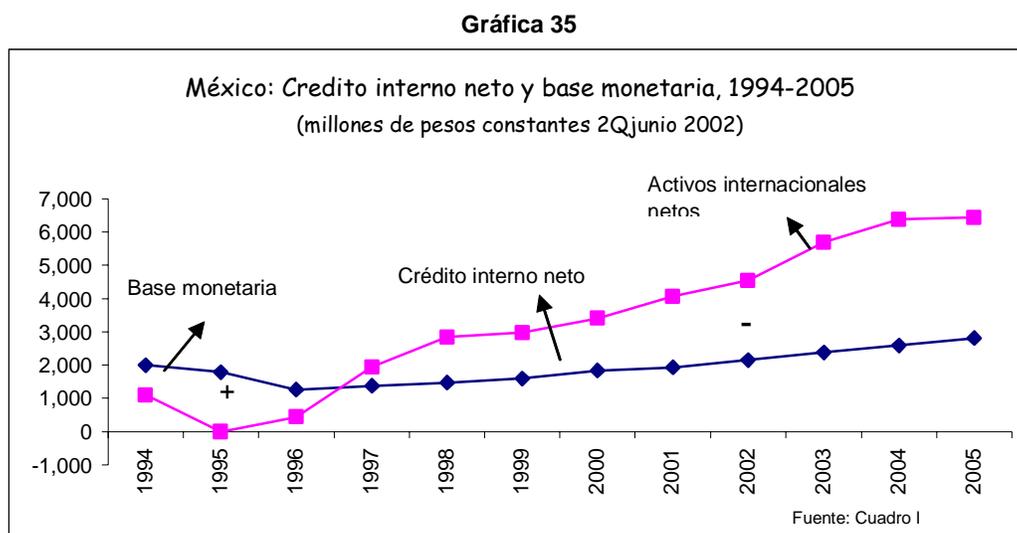
Asimismo, se presenta un cambio en la entrada de capitales, priorizando la inversión extranjera directa y las exportaciones. La entrada de inversión extranjera directa se alentó mediante modificaciones en la ley de la inversión extranjera y por reformas estructurales que permitieron tanto la venta de activos nacionales a agentes externos como contabilizar

dichas ventas como inversión extranjera directa<sup>168</sup>; mientras que las exportaciones se fomentaron a través de una mayor apertura comercial, que se refleja en un mayor número de acuerdos comerciales.

### 2.1.2 Política monetaria, 1995-2005

Durante la segunda etapa del periodo de desregulación económica (1995-2005), se instrumenta una política monetaria restrictiva destinada a controlar los movimientos de liquidez. La política monetaria puede observarse mediante el análisis del crédito interno neto y de la base monetaria con respecto al PIB.

En el periodo de estudio se presenta un crédito interno neto negativo, indicando con ello la instrumentación de una política monetaria restrictiva. A diferencia del periodo anterior el crédito interno neto se caracterizó por un menor crecimiento de la base monetaria y por un crecimiento considerable de las reservas internacionales (véase gráfica 35).



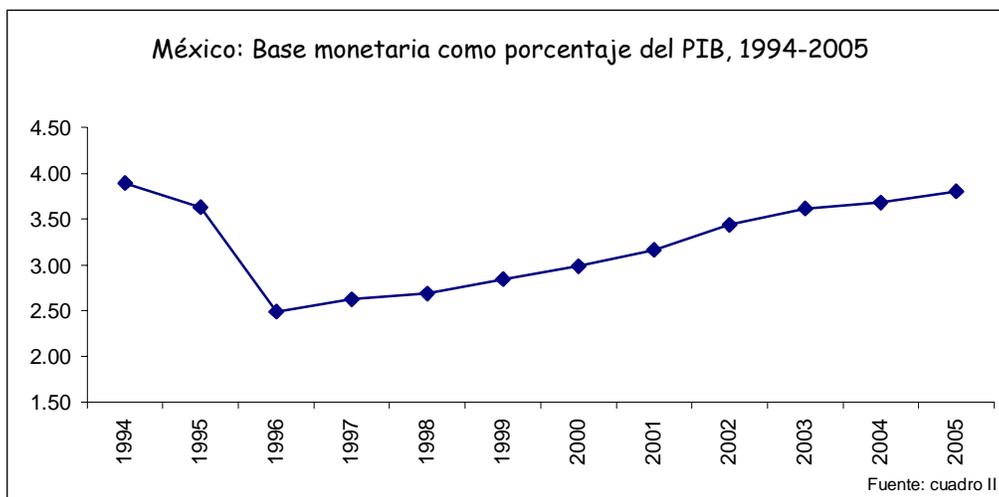
El análisis de la base monetaria con respecto al PIB permite observar que de 1994 a 1996, se presenta una disminución considerable de la base monetaria, que después tiende a recuperarse alcanzando a partir del año 2002 los niveles que se tenían en la primera mitad de la década de los noventa (años en los que se registra el mayor descenso de la base monetaria con respecto al PIB). Dicho comportamiento indica la existencia de una política monetaria restrictiva (véase gráfica 36 y cuadro II del anexo estadístico).

Ante el reconocimiento de que el sistema financiero se ve fuertemente afectado por los movimientos de capital, las operaciones de mercado abierto -la emisión de bonos gubernamentales- se encaminan a controlar los movimientos de liquidez. Bajo estas condiciones se prioriza la instrumentación de una política monetaria tendiente a modificar la liquidez ante cambios en la entrada de capitales externos; de esta manera al detectarse

<sup>168</sup> Las principales críticas de la de inversión extranjera directa que surge con el ajuste comercial, mencionan que no se destinó a la creación de nuevas inversiones productivas, sino a la compra de activos ya existentes, y que la repatriación de utilidades puede generar presiones en la cuenta de capitales.

caídas en la entrada de capitales se instrumenta una política monetaria restrictiva de corto plazo que busca reducir la liquidez y si existe una entrada de capitales, que no propicie presiones en la balanza de pagos, se deja que incremente la liquidez<sup>169</sup>.

**Gráfica 36**



En este periodo las principales modificaciones respecto al establecimiento del objetivo de inflación fueron las siguientes (véase gráfica 37):

- ❖ De 1994-2000: se establece un objetivo de inflación anual que se determina en conjunto con el gobierno federal, se ponen límites a la expansión del crédito interno neto y se determinan objetivos de acumulación de reservas internacionales, así como una proyección sobre el crecimiento de la base monetaria.
- ❖ En el año 2002, se adopta un esquema de objetivos de inflación<sup>170</sup>, cuya función fue lograr la coordinación de expectativas. Se anuncia el objetivo de llevar la inflación a 3% para finales de 2003 y de mantenerla permanentemente alrededor de ese nivel con un intervalo de variabilidad de más / menos un punto porcentual.

A partir de 1996 se establece que el banco central debe satisfacer totalmente la demanda de reservas de la banca comercial, asumiendo por ende una posición acomodaticia<sup>171</sup>. Para ello emplea como principales instrumentos las operaciones de mercado abierto y un encaje promedio cero, mediante la modalidad de saldos acumulados. Para dar una explicación acerca de dichos instrumentos primero se presentara la visión oficial del Banco de México, dejando para la sección tres del presente

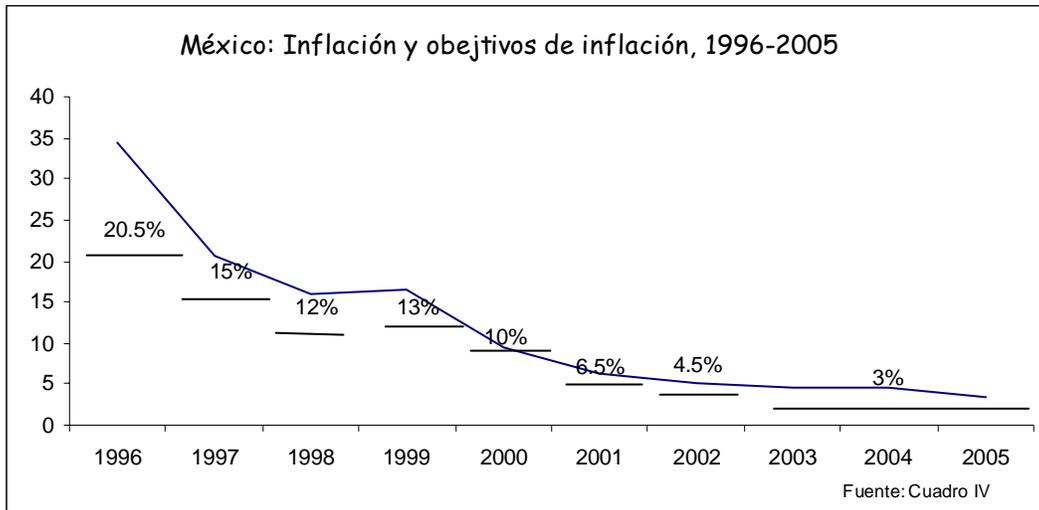
<sup>169</sup> Para un análisis más detallado véase Levy, 2005d:62-63

<sup>170</sup> "A partir de 1998, el esquema de política monetaria inició una transición gradual hacia un esquema de objetivos explícitos de inflación. En consecuencia se desenfatizó la evolución de la base monetaria, en tanto que las metas de inflación de corto y mediano plazo adquirieron mayor relevancia. A la vez, las acciones discrecionales de política monetaria se orientaron principalmente a la consecución de los objetivos de inflación de corto y mediano plazo" (Martínez, et al, 2001:52).

<sup>171</sup> [...] desde 1996, el Banco de México ha reconocido la endogeneidad de la oferta de dinero, y ha aceptado mantener una posición acomodaticia en el mercado monetario, a fin de estabilizar las tasas de interés..(Mántey, 2004a:111).

apartado la explicación del régimen de saldos acumulados desde una visión Poskeynesiana.

Gráfica 37



Ante circunstancias inesperadas, el Banco de México ajusta la política monetaria, mediante operaciones sobre la liquidez, que se realizan a través del régimen de saldos acumulados, el cual tiene como objetivo enviar señales de política monetaria sin determinar niveles específicos de la tasa de interés, ya que estos los determina el mercado tomando como referencia las señales de política monetaria. De esta manera, el Banco de México no determina un nivel de tasa de interés, sino más bien instrumenta la política monetaria mediante la modalidad de promediar saldos diarios<sup>172</sup>, permitiéndole enviar señales respecto a la postura de la política sin determinar un nivel específico de tasas de interés.

El establecimiento de una modalidad de saldos promedio cero, implica que la autoridad monetaria exige a las instituciones de crédito que al final del periodo de cómputo, el saldo promedio de sus cuentas en el banco central sea de cero, no ejerciendo efectos sobre las tasas de interés. Si al terminar el día el banco presenta un sobregiro (saldo negativo) deberá pagar 2 veces la tasa ponderada de fondeo bancario (cetes)<sup>173</sup>, si mantiene saldos positivos no se remuneran. El establecimiento de un saldo acumulado negativo (menor a cero), implica que la autoridad va a suministrar una parte de la demanda de reservas a la tasa de mercado y otra parte (el corto) a una tasa mayor a la del mercado, ejerciendo con ello un efecto alcista sobre las tasas de interés (véase cuadro 14 y diagrama 12).

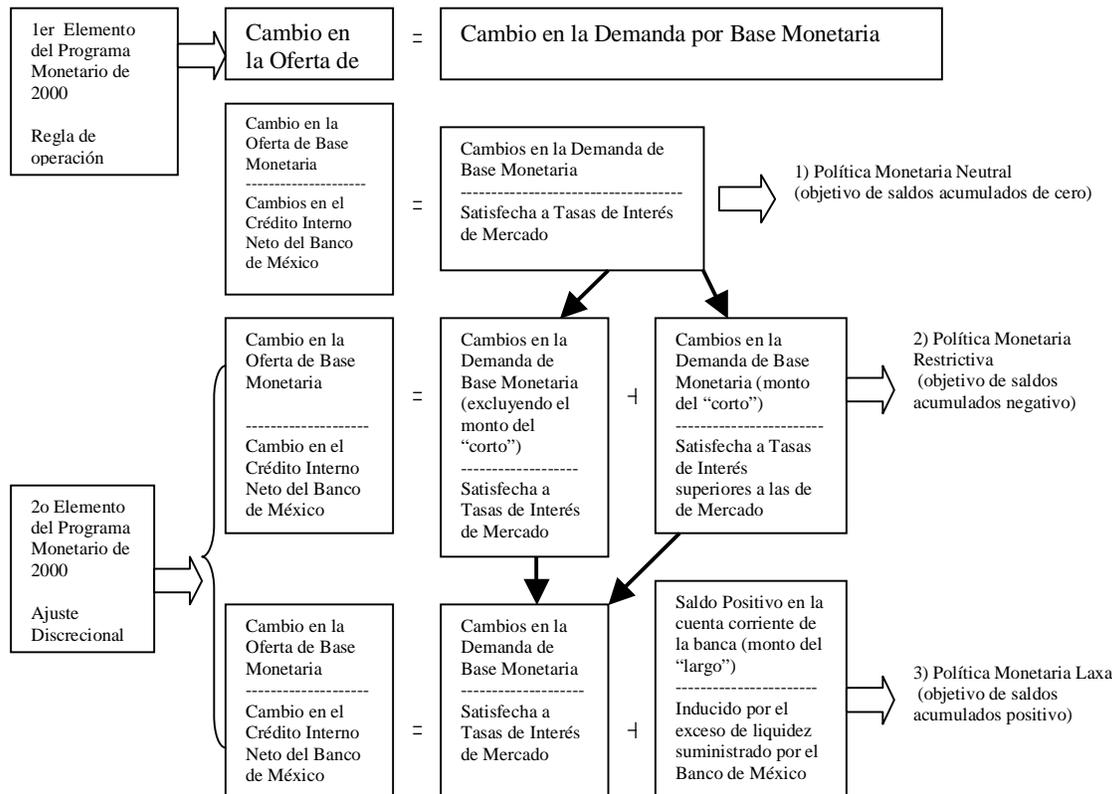
<sup>172</sup> La modalidad de saldos diarios fue establecida el 10 de abril del 2003 con el objetivo de reducir la volatilidad de las tasas de interés.

<sup>173</sup> El costo para el banco que se sobregira, es de 2 veces la tasa de interés, por que seguramente el banco comercial preste el dinero, y recibirá un interés, de esta forma se desincentiva a que los bancos se sobregiren.

**Cuadro 14**  
**México: Régimen de saldos acumulados**

	Objetivo saldo diario	Política monetaria	Efectos en la tasa de interés
Modalidad de saldos diarios	Cero	Neutral	Se mantiene igual
	Menor a cero	Restrictiva	Aumenta
	Mayor a cero	Laxa	Disminuye

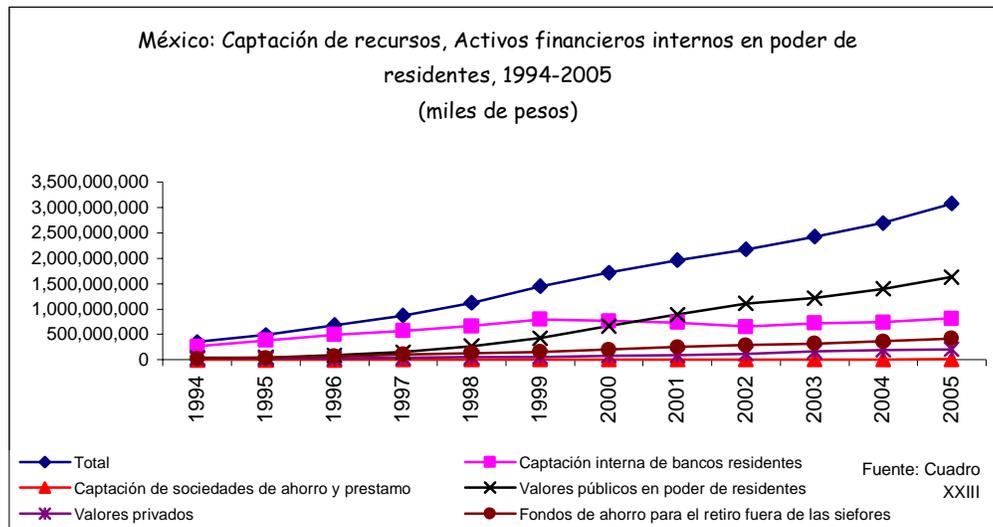
**Diagrama 12**  
**México: Instrumentación de la política monetaria**



Fuente: Díaz y Greenham, Política monetaria y tasa de interés: experiencia reciente para el caso de México, 2000: 10

Con respecto a las operaciones de mercado abierto, cabe señalar que el análisis del destino de la emisión de bonos gubernamentales permite observar que ante la crisis bancaria y financiera de 1995 el banco central retuvo a mayor parte de los bonos gubernamentales, presentándose para 1996 un reacomodo en donde toman relevancia los intermediarios financieros no bancario (incluidas las siefores). De esta manera la mayor parte de los bonos gubernamentales quedaron en agentes nacionales (véase gráfica 38).

**Gráfica 38**



## 2.2 Mecanismo de transmisión de la política monetaria

Pese a que el banco central reconoce que la oferta monetaria es endógena sigue presentado ambigüedades en su explicación de las presiones inflacionarias, utilizando indistintamente marcos teóricos que tienen como base supuestos distintos. De esta manera sus explicaciones del proceso inflacionario, tanto en sus informes como en sus publicaciones, señalan que se debe tanto a presiones cambiarias (presiones de costos, poskeynesiano), como a incrementos del gasto público (presión de la demanda, Ortodoxo).

En cuanto a los efectos del tipo de cambio en la inflación, cabe mencionar que también se ha reconocido que existe un elevado efecto traspaso “pass-through” del tipo de cambio a la inflación. El reconocimiento de este efecto traspaso propició que el banco central eligiera como instrumento de política monetaria el régimen de saldos acumulados (un instrumento que maneja las condiciones de mercado a través de restricciones cuantitativas), ya que la volatilidad proveniente del exterior se refleja en movimientos tanto del tipo de cambio como de la tasa de interés.

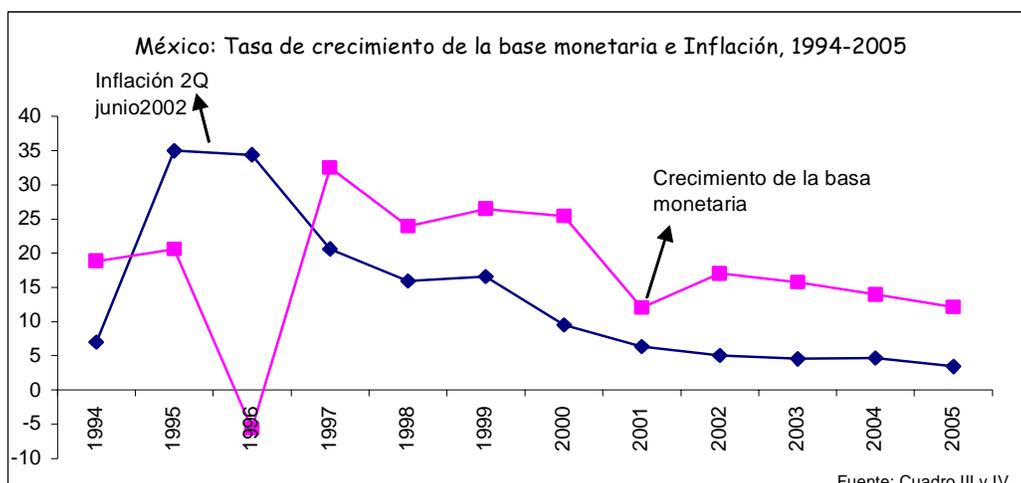
Desde una visión ortodoxa el mecanismo de transmisión<sup>174</sup> de la política monetaria instrumentada de 1995 a 2005 operaría de la siguiente manera (véase gráfica 39):

El Banco de México al instrumentar una política monetaria restrictiva, propicia que los bancos mantengan una posición de reservas no deseada, frente a esta situación los bancos disminuyen su oferta de depósitos a la vista (que requieren un número mayor de reservas), afectando con ello al gasto agregado. Para que los bancos no disminuyan su volumen de crédito necesitan aumentar la tasa de interés de los pasivos no monetarios.

<sup>174</sup> El mecanismo de transmisión monetarista tradicional considera que el banco central es capaz de controlar la oferta monetaria, ya que puede decidir la oferta de base monetaria que junto con un multiplicador, que depende de las preferencias del público y de factores institucionales, establecen la cantidad de oferta monetaria; que a su vez determina el nivel de ingreso nominal y precios. El banco central por tanto no puede afectar la tasa de interés real, ya que se establece como consecuencia del gasto, estando en función de la demanda y oferta de fondos prestables, (Mántey, 2004a:115).

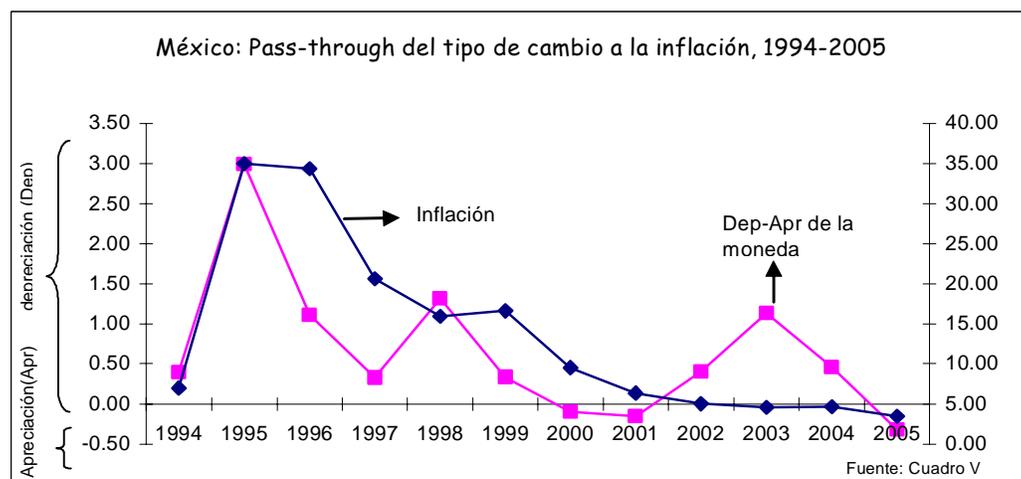
De esta manera, la reducción de la base monetaria, propicia una contracción del medio circulante y del ingreso nominal, que a su vez modifica el gasto y por ende las tasas de interés, dejando inalterado el volumen de crédito y disminuyendo la inflación (la contracción del gasto conlleva a una disminución de la inflación por las menores presiones de la demanda)<sup>175</sup>. No obstante, de 1995 a 2005 se muestran grandes divergencias entre inflación y base monetaria (cuando aumenta la base monetaria baja la inflación), indicando con ello que el mecanismo de transmisión ortodoxo no permite explicar el proceso inflacionario.

**Gráfica 39**



La explicación poskeynesiana del nivel de precios se basa en las presiones de costos, por tanto consideran que el mecanismo de transmisión de la política monetaria más importante es el tipo de cambio. Desde una visión Poskeynesiana el mecanismo de transmisión de la política monetaria instrumentada en México de 1995 a 2005 actuaría de la siguiente manera (véase gráfica 40):

**Gráfica 40**



<sup>175</sup> [...] si se asume la posición monetarista con tipo de cambio flexible, una política monetaria más restrictiva habría llevado a una contracción mayor de la demanda interna y a menores expectativas de inflación. Según este enfoque, los precios habrían tendido a bajar por la menor presión de la demanda" (Mántey, 1999:31).

El banco central al instrumentar una política monetaria tendiente al control de la estabilidad de precios determina su tasa de interés en niveles que conduzcan a una sobrevaluación de la moneda, disminuyendo con ello las presiones de costos y por ende la inflación.

Con base en lo anterior se observa que en México la inflación esta fuertemente relacionada con las variaciones del tipo de cambio, implicando con ello que el mecanismo de transmisión poskeynesiano se constituye como una explicación más acorde del proceso inflacionario<sup>176</sup>.

### **2.3 Efectos de la política monetaria sobre el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión**

En este periodo la instrumentación de la política monetaria se caracterizó por el establecimiento de una estructura inadecuada de tasas de interés, en la cual la tasa de cetes se sitúa en un nivel mayor al de la tasa de depósitos bancarios. En el establecimiento de dicha estructura de tasas de interés influyó la autonomía protegida del banco central, la estructura oligopolica de los bancos y el funcionamiento del mercado primario de títulos gubernamentales.

Por medio de la autonomía protegida, el banco central decide primero el monto de reservas internacionales requerido para mantener la estabilidad del tipo de cambio a través del establecimiento del monto de deuda pública (colocación de activos sin riesgo); que resulta consistente con su objetivo de estabilidad de precios. De esta manera primero se determina la tasa de interés del activo sin riesgo que a su vez rige el comportamiento de las demás tasas de interés.

La estructura oligopolica permite a los bancos mantener tasas de depósitos bajas, mientras que el funcionamiento del mercado primario de títulos gubernamentales, al mantener un acceso limitado en el proceso de subastas propicia que las instituciones financieras obtengan utilidades monopolíticas. Dichas utilidades se generan por el diferencial existente entre la tasa de cetes y la tasa de depósitos bancarios, mismo que se deriva de una falta de arbitraje entre la tasa de bonos gubernamentales libres de riesgo y la tasa de depósitos bancarios. De esta manera se induce una estructura inadecuada de tasas de interés que impide igualar las tasas de interés de instrumentos financieros con condiciones similares<sup>177</sup>.

---

<sup>176</sup> “La historia economía reciente de México ofrece al menos tres evidencias que indican que el mecanismo de transmisión por medio del tipo de cambio es el que predomina. La primera fue observables durante el periodo de desarrollo estabilizador, donde la inmovilidad del tipo de cambio contribuyo a que por más de una década se logra un alto crecimiento con estabilidad de precios. Años después, tras la crisis de la deuda de 1982, la experiencia inflacionaria con programas ortodoxos de estabilización basados en la depreciación cambiaria, y la posterior estabilización monetaria mediante la aplicación de programas heterodoxos de congelamiento del tipo de cambio, de nuevo pusieron en evidente que el mecanismo de transmisión [...] por medio del tipo de cambio era el dominante. Finalmente, el efecto inflacionario de la crisis cambiaria de 1995, y la posterior estabilización de los precios, al tiempo que la afluencia de capital externo han inducido una apreciación del peso, han reiterado la importancia de la variable [...]” (Mántey, 2002:11). También se puede observar este planteamiento en Mántey, 1999: 30-32.

<sup>177</sup> Para un análisis más detallado, véase Levy, 2005a:14-17.

El diferencial entre la tasa de cetes y la tasa pasiva crea un margen financiero libre de riesgo que desestimula el otorgamiento de créditos a la actividad productiva, generando un comportamiento rentista de los bancos.

Bajo esta estructura de tasas de interés, la tasa de cetes se convierte en la tasa líder y en la tasa de equilibrio de mercado rigiendo el comportamiento del resto de las tasas de interés<sup>178</sup>. La aproximación de la tasa de fondeo y de la tasa interbancaria con la líder se logra mediante el objetivo de saldos acumulados. De esta manera el régimen de saldos acumulados no se relaciona con la determinación del nivel de la tasa de interés sino más bien con las modificaciones tendientes a igualar la tasa de fondeo a la tasa de equilibrio de mercado (tasa de cetes)<sup>179</sup>. Bajo esta visión se puede entender por que el régimen de saldo acumulados negativo “corto” no se relaciona sistemáticamente con el nivel de la tasa de interés<sup>180</sup>.

### *3. Comportamiento de la banca comercial*

#### **3.1 Estructura de los recursos bancarios**

De 1994 a 2005, los recursos totales de la banca comercial con respecto al PIB muestran una disminución, dentro de sus componentes la cartera de créditos presenta una constante reducción de representar 33% del PIB en 1995, disminuye a 11% en 2004 (véase gráfica 41). La disminución que se observa en la cartera de valores es menos fuerte que la presentada en la cartera crediticia, pasando de 10% del PIB en 1995 al 5% en 2004 (véase cuadro 15). Con respecto a la cartera de valores cabe mencionar que de 1995 a 1999 los valores no negociables del FOBAPROA representaron casi la totalidad de las tenencias de valores, incrementándose a partir del año 2000 la tenencias de BREMS y de Cetes.

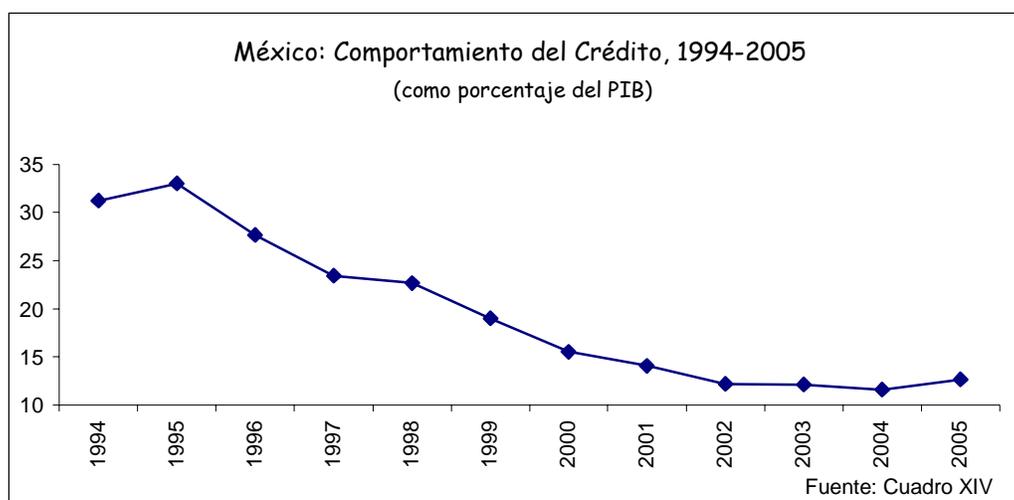
---

<sup>178</sup> “El hecho de que en México la tasa primaria de rendimiento de los Cetes se determine mediante subasta, en un mercado mayorista al que sólo tienen acceso los intermediarios financieros, hace suponer que aquella constituye al mismo tiempo la tasa de equilibrio del mercado y la tasa líder; es decir, a la cual los inversionistas preferirán mantener sus ahorros en el país y con la cual el banco central sostiene el tipo de cambio que le permite cumplir su objetivo inflacionario. Las pruebas de causalidad [pruebas de causalidad de Granger] apoyan esta hipótesis; en ellas puede apreciarse que son las tasas de rendimiento de los cetes las que determinan las tasas de fondeo e interbancarias, y no al revés, como sucedería en un mercado financiero que operara en competencia perfecta” (Mántey, 2002:7).

<sup>179</sup> “[...]si se acepta que la tasa líder en México es la que se determina en la subasta primaria de Cetes, la ausencia de una relación sistemática entre el “corto” y la tasa de mercado evidencia el comportamiento pragmático del banco central, que utiliza el objetivo de saldos acumulados para aproximar las tasas de fondeo e interbancarias a la tasa líder del mercado” (Mántey, 2002:7).

<sup>180</sup> Para el Banco de México, el que los niveles de la tasa de interés no se relacionan con el corto se debe a que el banco central mantiene una posición deudora (debido a la monetización de las entradas de capital) necesitando establecer depósitos obligatorios de la banca comercial en el banco central, (son retribuidos a una tasa de interés elevada, y su plazo es de un año y medio) ya que le permiten asumir una posición acreedora y que los bancos inicien con un posición deudora. De esta manera es restablecida la eficacia del corto.

**Gráfica 41**



Uno de los factores que ha propiciado la disminución de la cartera crediticia es el hecho de que ante un entorno caracterizado por un crecimiento económico inestable e incierto y por la ausencia de mecanismos de fondeo, los bancos establecen criterios de solvencia más estrictos, propiciando con ello una reducción de la demanda solvente y por ende del otorgamiento de crédito.

**Cuadro 15**

México: Composición de los recursos de la banca comercial, 1994-2004

Periodo	Recursos totales	Disponibilidades	Cartera de crédito			Cartera de valores
			Total	Vigente	Vencida	
1994	51.22	1.21	31.31	28.68	2.62	10.80
1995 <sup>1/</sup>	51.53	1.96	33.07	30.54	2.53	10.19
1996	46.55	1.60	27.69	25.81	1.88	9.71
1997 <sup>2/</sup>	33.01	2.92	23.49	20.82	2.66	4.67
1998 <sup>2/</sup>	31.65	3.52	22.68	20.10	2.59	3.40
1999	27.83	3.67	19.03	16.84	2.19	3.32
2000	29.30	3.47	15.55	14.59	0.96	3.48
2001	28.26	3.79	14.08	15.08	0.89	3.30
2002	28.28	3.80	12.20	14.44	0.75	3.99
2003	27.00	3.74	12.12	13.57	0.66	4.80
2004	26.36	3.75	11.60	12.52	0.41	5.14

**Fuente:** elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria, Boletín estadístico de Banca Múltiple, Julio de 1992 y Marzo de 1994, Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Boletín estadístico de Banca Múltiple, Marzo de 1996, diciembre de 1996, marzo de 1999, Marzo 2001, 2002, 2003 y 2004.

1/ Consolidado con fideicomisos UDIS

2/ No incluye cifras de: Banco Inverlat, Bancrecer, Unión, Cremi, Confia, Oriente, Obrero, Interestatal, Sureste, Capital, Industrial, Promotor del Norte y Anahuac

Durante este periodo también se presenta una baja participación de las disponibilidades tanto en los recursos bancarios como en el PIB, explicándose dicho comportamiento por las modificaciones al sistema de pagos, que propician un estímulo en la utilización de tarjetas de débito y crédito y que el pago de salarios se realice mediante tarjetas de débito (véase cuadro 15).

El análisis de las obligaciones totales de la banca comercial permite observar que a partir del año 2000, se presenta un considerable aumento de la participación de los instrumentos financieros sintéticos<sup>181</sup> con respecto tanto a las obligaciones totales como al PIB, llegando en 2005 a representar 62 y 67 por ciento respectivamente. Dicho comportamiento implica que los bancos se están moviendo hacia la securitización de sus deudas o titularización de deudas, recibiendo por ello tanto ganancias por intermediación como comisiones (véase cuadro 16).

Con base en lo anterior se puede concluir que en el periodo de estudio los recursos bancarios sufren modificaciones tendientes a adecuar el funcionamiento de la banca comercial al entorno internacional. De esta manera la banca extranjerizada muestra una diversificación de recursos parecida a la de los países desarrollados, presentado una caída de la cartera crediticia y un aumento considerable de los instrumentos financieros sintéticos.

**Cuadro 16**

México: Obligaciones totales de la banca comercial, 1997-2005

Periodo	Participación respecto a las obligaciones totales				porcentaje del PIB				
	Captación total bruta	Depositos de préstamos bancos y reportos	Obligaciones por redescuento	Instrumentos financieros sintéticos	Obligaciones totales	Captación total bruta	Depositos de préstamos bancos y reportos	Obligaciones por redescuento	Instrumentos financieros sintéticos
1997	46.34	28.65	2.77	10.37	58.26	27.00	16.69	1.62	6.04
1998	41.92	29.92	2.22	14.00	62.53	26.21	18.71	1.39	8.75
1999	43.75	30.08	1.80	13.03	59.09	25.85	17.77	1.06	7.70
2000	36.99	29.51	1.24	19.86	60.04	22.21	17.72	0.75	11.92
2001	30.95	30.53	0.99	27.12	67.22	20.81	20.52	0.67	18.23
2002	25.07	30.93	0.81	34.24	74.09	18.57	22.91	0.60	25.37
2003	20.91	23.31	0.68	46.73	84.85	17.74	19.77	0.57	39.65
2004	18.74	18.61	0.63	54.52	92.34	17.31	17.18	0.58	50.35
2005	15.98	13.50	0.56	62.47	107.97	17.25	14.57	0.60	67.44

Fuente: elaboración propia con base en datos del Banco de México, Agregados monetarios y financieros, recursos y obligaciones de la banca comercial

### 3.2 Fuentes de utilidad bancarias

Al igual que en el capítulo anterior es importante mencionar que la utilidad de los bancos no sólo descansa en la emisión de títulos, que no se genera a iniciativa de los bancos (dependen de la existencia de una demanda solvente), sino también de la compra de títulos que si se hace a iniciativa de los bancos para incrementar su utilidad, obteniendo de esta manera una utilidad derivada de su carácter oligopolico.

De 1994 a 1996 el margen de utilidad registró una disminución considerable virviéndose dicha tendencia a partir de 1997 (véase cuadro 17). De igual forma los indicadores de utilidad ROA (utilidad neta/activo total promedio) y ROE (utilidad neta/capital contable promedio) presentan una fuerte disminución de 1994 a 1996, mostrando un crecimiento a partir de 1997 (véase cuadro 18). Bajo estas circunstancias se puede indicar que pese a la reducción de la cartera crediticia con respecto al PIB, los valores no negociables del FOBAPROA, los valores negociables del IPAB y los cetes actuaron como amortiguadores de las utilidades de los bancos<sup>182</sup>.

<sup>181</sup> Dentro de los instrumentos financieros sintéticos se incluyen los futuros, reportos, coberturas, opciones y Swaps.

<sup>182</sup> "La banca mexicana obtiene sus utilidades, sin otorgar crédito al sector privado (como en los momentos tan criticados del alto encaje legal del sistema "reprimido") por medio de una muy alta proporción de inversiones

### Cuadro 17

México: Banca múltiple, Margen Financiero y Utilidad Neta, 1994-2004  
(millones de pesos y porcentajes)

Concepto	1994	1995	1996	1997 <sup>1/</sup>	1998 <sup>1/</sup>	2001	2002	2003	2004
Ingresos por intereses	104,324.90	311,437.80	244,660.10	204,826.28	278,993.60	78,000.80	48,245.20	55,339.20	46,772.00
Gastos por intereses	72,930.90	266,828.40	209,146.90	165,081.93	220,757.40	58,625.40	31,512.70	35,935.60	25,013.20
Resultado por posición monetaria neto							438.50	-463.00	-1,300.60
<b>Margen Financiero</b>	<b>31,394.00</b>	<b>44,609.40</b>	<b>35,513.20</b>	<b>41,946.26</b>	<b>66,062.00</b>	<b>19,375.40</b>	<b>17,171.00</b>	<b>18,940.60</b>	<b>20,458.20</b>
Como % de los ingresos	30.09	14.32	14.52	20.48	23.68	24.84	35.59	34.23	43.74
<b>Utilidad neta</b>	<b>3,426.80</b>	<b>3,092.00</b>	<b>-7,498.20</b>	<b>681.51</b>	<b>6,607.56</b>	<b>4,945.00</b>	<b>7,267.39</b>	<b>7,549.70</b>	<b>7,837.87</b>
Margen de Utilidad (utilidad neta / ingreso)	3.28	0.99	-3.06	0.33	2.37	6.34	15.06	13.64	16.76

Fuente: elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria, Boletín estadístico de Banca Múltiple, Marzo de 1994, Comisión Nacional Bancaria y de Valores,

Boletín estadístico de Banca Múltiple, Marzo de 1996, diciembre de 1996, diciembre de 1998, marzo 2000-2004

1/ En estos años se incluye el rubro resultado por posición monetaria, que en ambos casos es una cantidad positiva, por tanto no coincide el margen financiero con la resta de ingreso financiero menos costo financiero

### Cuadro 18

México: Banca comercial, Utilidades, 1995-2004

Concepto	1995	1996	1997	1998	1999	2001	2002	2003	2004
ROA	0.36	-0.96	0.47	0.56	0.84	1.35	1.82	1.77	1.65
ROE	8.55	-21.43	5	7	10.21	14.4	18.49	15.8	14.28

Fuente: elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Boletín estadístico de Banca Múltiple,

Marzo de 1996, diciembre de 1996, diciembre de 1998, marzo 2000-2004

ROA: Utilidad neta/Activo total promedio

ROE: Utilidad neta/capital contable promedio

Los bancos comerciales, al ser empresas con fines lucrativos han compensado la caída de sus utilidades derivadas de su función tradicional, consistente en el otorgamiento de créditos, mediante el aumento de sus utilidades oligopólicas derivadas de la compra-venta de títulos gubernamentales, así como por el incremento, en su estructura de pasivos, de los instrumentos financieros sintéticos que les brindan ganancias por intermediación.

Otro elemento que permitió amortiguar la caída de las utilidades fue la racionalización consistente en el despido de personal (véase cuadro 20).

#### 3.2.1 Factores institucionales que originan el margen financiero

Durante este periodo se presenta una aceleración del proceso de extranjerización bancaria, que implicó un cambio de los propietarios de los bancos, pasando la mayoría de los bancos a manos de inversionistas extranjeros. No obstante, dicho proceso no modificó la estructura oligopolica de la banca comercial.

El análisis de la concentración bancaria contemplando activos, pasivos, cartera crediticia y captación directa, permite observar que sólo tres bancos: Bancomer, Banamex

---

en papel gubernamental, con el cobro de altas comisiones por los servicios prestados y por su crédito al consumo (fundamentalmente tarjetas de crédito) "(Suárez, 2005:484). "[...] los servicios bancarios se convirtieron en una fuente alternativa de ingresos bancarios, resaltando el pagaré gubernamental destinado a respaldar los pasivos vendidos al Fobaproa-IPAB (valores no negociables), que se convirtió en una fuente importante de utilidades bancarias;.." (Levy, 2005:526).

y Serfin<sup>183</sup> (todos ellos pertenecientes a capital extranjero), mantienen una participación mayor al 50 por ciento, mientras que los cuatro bancos que le siguen en importancia muestran una participación (contemplando los mismos rubros) mayor al 25 por ciento. De esta manera sólo seis instituciones bancarias (cinco pertenecientes al capital extranjero y una al capital nacional) mantienen una participación superior al 80%<sup>184</sup> (vease cuadro 19 y gráfica 42).

De este análisis se desprende que la estructura oligopólica de los bancos no se atenuó con el proceso de extranjerización, ya que tanto por el lado de los activos como de los pasivos existe una participación de mercado muy concentrada, al grado que sólo seis instituciones bancarias (BBVA Bancomer, Banamex, Serfin, Santander Mexicano, HSBC, Mercantil del Norte y Scotiabank Inverlat) alcanzan una participación superior al 80%.

**Cuadro 19**

México: Concentración de la Banca comercial, 1994-2004

Bancos	1994-2004	2001-2004	1994-2004	1994-2004
	Activos	Cartera de créditos	Pasivos	Captación directa
Bancomer <sup>1/</sup>	21.95	26.14	22.01	24.71
Banamex	21.98	20.28	21.42	21.79
Serfin <sup>2/</sup>	11.31	7.23	11.60	10.46
Bitai-HSBC	8.42	9.17	8.72	9.26
Santander Mexicano <sup>3/</sup>	6.41	6.50	6.60	6.43
Mercantil del Norte	5.75	13.13	5.99	7.54
Scotiabank Inverlat	4.55	5.34	4.74	4.87
Participación de los 3 primeros	55.24	53.65	55.02	56.95
Participación de los últimos 4	25.13	34.14	26.05	28.09

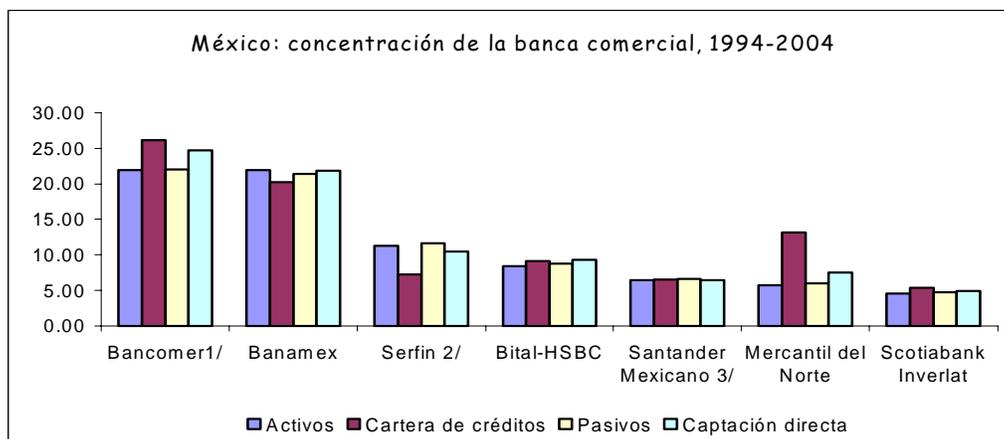
Fuente: elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria, Boletín estadístico de banca múltiple, marzo 1994 y Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Boletín estadístico banca múltiple marzo de 1996, diciembre 1996, marzo 1999, Marzo 2001, 2002, 2003 y 2004.

1/ A partir de 2001 BBVA Bancomer

2/ En mayo de 2000 fue vendido por el IPAB a Santander Mexicano, Filial del español, Banco santander Central hispano, BSCH

3/ El banco Mexicano fue adquirido por el banco santander central Hispano

**Gráfica 42**



<sup>183</sup> Banco Santander Mexicano y banca Serfin se presentan desde el trimestre enero-marzo 2003 como una sola institución bancaria: Santander Serfin. Si se considera la venta de Serfin al banco Santander, la participación sería mayor al 60%.

<sup>184</sup> Se consideran seis bancos comerciales debido a que Serfin fue adquirido por Santander, denominándose la institución bancaria como Santer Serfin.

Otro indicador que permite medir el grado de concentración bancaria, es el número de sucursales; en el primer año de extranjerización (1996) aumenta el número de sucursales, no obstante a medida que se fue consolidando el proceso de extranjerización, su número se mantuvo casi constante. Por tanto la extranjerización no implicó el establecimiento de nuevas sucursales que permitieran incrementar la competencia en la captación y colocación de recursos, implicando con ello que un elemento importante de sus utilidades fueron los servicios financieros (véase cuadro 20).

El funcionamiento del mercado primario de títulos gubernamentales no se modificó, pudiendo participar en la subasta de cetes, las casas de bolsa, las sociedades de inversión, las instituciones crediticias y las personas autorizadas por el Banco de México.

**Cuadro 20**

México: Definiciones cuantitativas de la banca comercial, 1995-2004

Concepto	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bancos	37	41			50					29
Sucursales	4,806	6,264	6,129	6,563	6,829	6,917	7,032	7,166	7,789	7,705
Personal	120,459	130,606	124,631	119,250	119,838	114,781	107,396	106,229	105,370	114,988
Total de cuentas <sup>1/</sup>	<b>12,151,076</b>	<b>14,774,958</b>	<b>21,558,663</b>	<b>24,894,593</b>	<b>25,270,172</b>	<b>25,371,597</b>	<b>23,699,000</b>	<b>23,481,587</b>	<b>31,666,466</b>	<b>32,675,366</b>
Clas de cheques	4,423,453	7,513,335	12,728,506	14,804,918	15,322,073	14,641,456	18,259,826	19,101,529	27,639,727	29,090,270
Clas de ahorro	3,806,352	2,928,706	3,446,158	3,390,827	3,404,526	3,785,705				
Clas de inversión a plazo	3,921,271	4,332,917	5,383,999	6,698,848	6,543,573	6,944,436	5,439,174	4,380,058	4,026,739	3,585,096

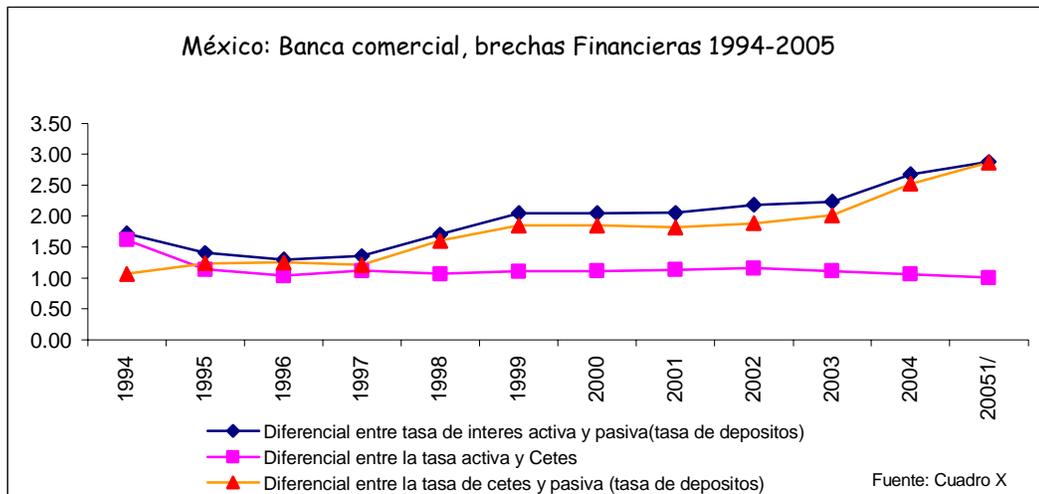
Fuente: Elaboración propia con base en Comisión Nacional Bancaria, Boletín estadístico de Banca Múltiple, Marzo de 1994, Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Boletín estadístico de Banca Múltiple, Marzo de 1996, diciembre de 1996, diciembre de 1998, marzo 2000-2004

Bajo estas circunstancias, el oligopsonio existente en el mercado mayorista de subasta de títulos gubernamentales, junto con la estructura oligopolica de la banca comercial, propiciaron el establecimiento de una estructura de tasas de interés no competitiva, mediante la cual los intermediarios financieros obtuvieron ganancias monopólicas derivadas de la compra-venta de valores gubernamentales. Con respecto a los bancos comerciales, cabe señalar que la estructura de tasas de interés no competitiva, les permitió obtener un margen financiero libre de riesgo, debido a que la tasa de interés de los valores gubernamentales libres de riesgo (cetes) es mayor que la tasa de depósitos bancarios.

### 3.2.2 Análisis del margen financiero

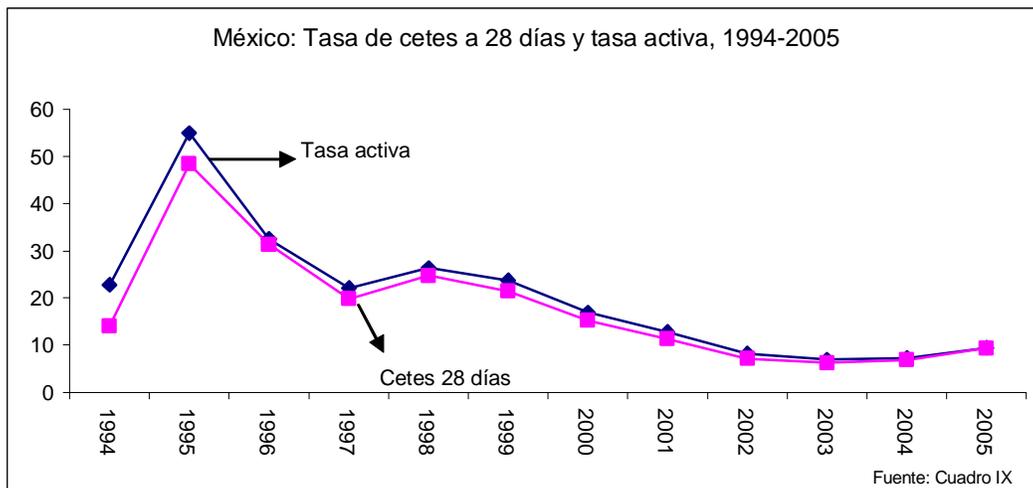
Durante el periodo de análisis se presenta un aumento del margen financiero de los bancos, tanto del derivado del otorgamiento de créditos como del obtenido mediante la compra-venta de títulos gubernamentales (margen financiero libre de riesgo) (véase gráfica 43).

**Gráfica 43**



El diferencial entre la tasa de cetes y la tasa activa muestra una reducción, siendo principalmente explicada, al igual que en el periodo anterior, por la existencia de una estructura de tasas de interés no competitiva, que propicia que la tasa de interés de los valores gubernamentales libres de riesgo (cetes) riga el comportamiento de las distintas tasas de interés. A su vez, al estar vinculada la tasa de cetes con las condiciones del mercado financiero internacional, propicia que el trabajo que realiza el banco central para ajustar la tasa de fondeo y la tasa interbancaria a la tasa de cetes, permita que dichas tasas se encuentren vinculadas con el mercado financiero internacional. De esta manera la movilidad de capital provoca que las tasas de préstamo no puedan situarse en niveles superiores a los existentes en el mercado financiero internacional (véase gráfica 44).

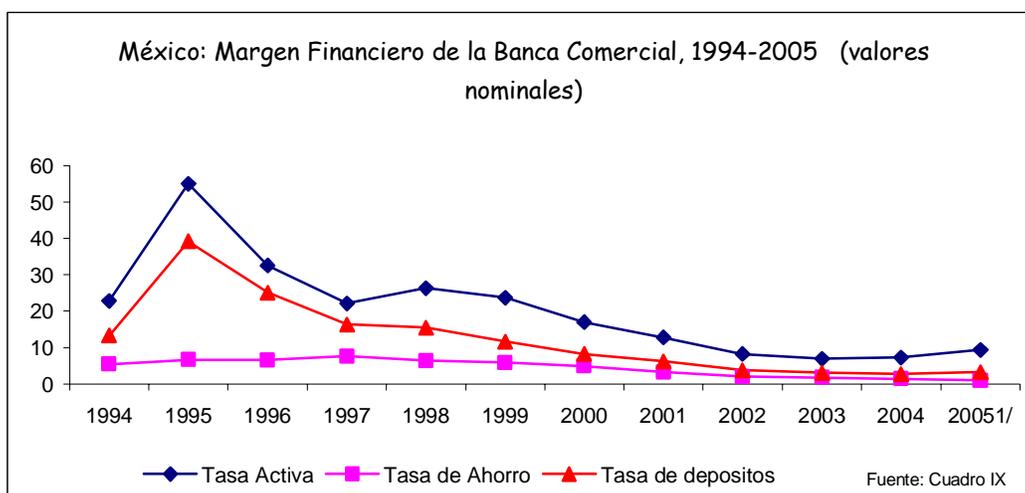
**Gráfica 44**



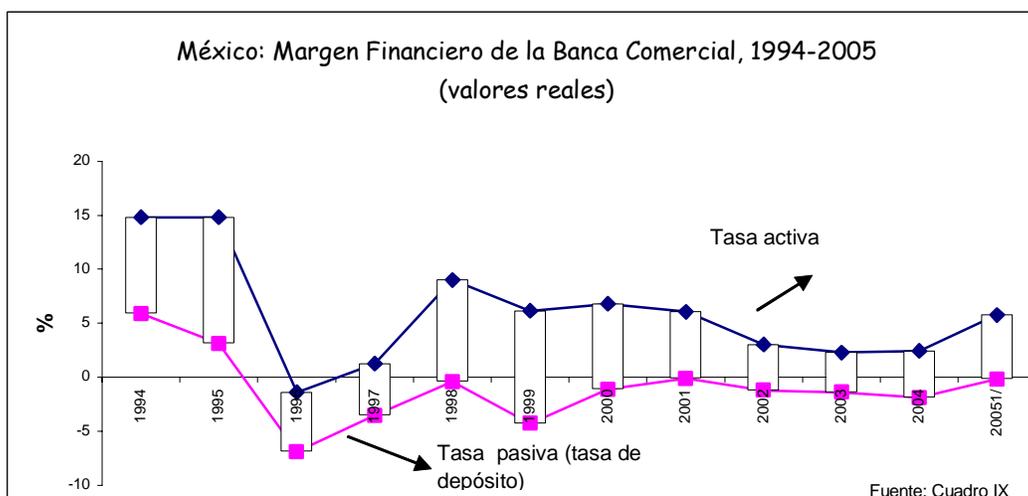
El comportamiento descendente que desde 1995 muestra la tasa de interés pasiva, tanto en términos nominales como reales (véase gráfica 45 y 46), se explica por el surgimiento de dos factores: el primero se relaciona con en el fortalecimiento de la estructura oligopolico de los bancos y el segundo con las limitaciones en el aumento de la tasa activa debidas a la creciente integración con el mercado financiero internacional. Los

factores que han permitido el fortalecimiento de la estructura oligopólica son básicamente los siguientes: la disminución de la disponibilidad de efectivo como producto de las innovaciones financieras (aumenta el uso de las tarjetas de débito y crédito) y la existencia de depositantes cautivos, que se deriva del pago de nómina vía tarjeta de débito, del mantenimiento de un saldo mínimo en las cuentas de cheques y de ahorro, y de la utilización de dichas cuentas como puente para la realización de inversión a plazo con garantía en valores<sup>185</sup>.

**Gráfica 45**



**Gráfica 46**

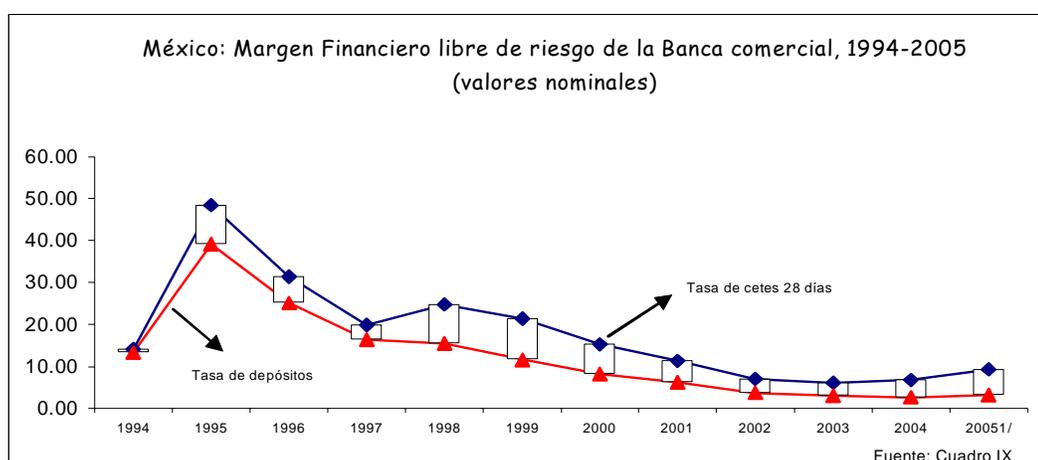


<sup>185</sup> Un dato que permite corroborar la existencia de depositantes cautivos, es el hecho de que actualmente (2005) para poder abrir una cuenta de inversión a plazo con garantía en valores, es necesario tener una cuenta de ahorro o de cheques manejada mediante tarjeta de débito, cuya operación incluye: el mantenimiento de un saldo mínimo (que oscila dependiendo del banco entre mil y dos mil pesos), el cobro de comisiones por mantener un saldo inferior al mínimo y anualidades por el manejo de cuenta.

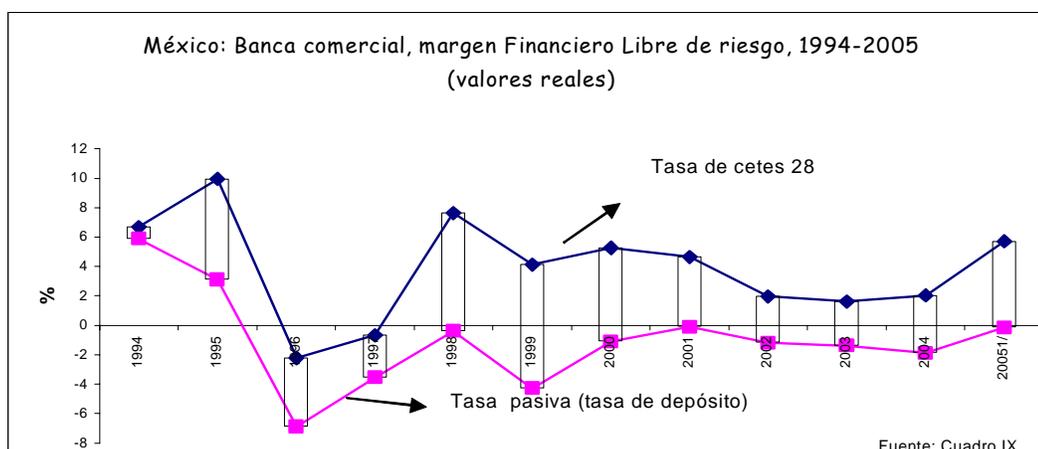
Durante el periodo de estudio el margen financiero libre de riesgo, tanto en termino nominales como reales, muestra un incremento constante<sup>186</sup>, registrando los diferenciales más elevados en 1995, 1999 y 2005. El incremento del margen financiero libre de riesgo, que se presenta en el periodo posterior a la crisis de 1994, actuó en detrimento del otorgamiento de créditos (véanse gráficas 47 y 48 y cuadro X del anexo estadístico).

Con base en lo anterior se puede señalar que en el periodo posterior a la crisis financiera se refuerza el carácter oligopolico de los bancos, permitiéndoles fijar sus tasas pasivas en niveles más bajos que los prevalecientes de 1982 a 1994, así mismo se observa que el margen financiero se encuentra limitado por la tasa activa pudiendo ampliarse solamente a través de reducciones de la tasa pasiva. Por ello en este periodo la ampliación del margen financiero se distingue por sustentarse en menores tasas de interés pasivas<sup>187</sup>.

**Gráfica 47**



**Gráfica 48**



<sup>186</sup> “[...] a partir de 1995 la brecha financiera entre la tasa de bonos gubernamentales y la de depósitos se amplió considerablemente con respecto al periodo precrisis, y en cambio se redujo la brecha entre la tasa activa y la de los bonos gubernamentales. Esto indica que los bancos obtienen altos rendimientos sin incurrir en riesgos” (Levy, 2005:526).

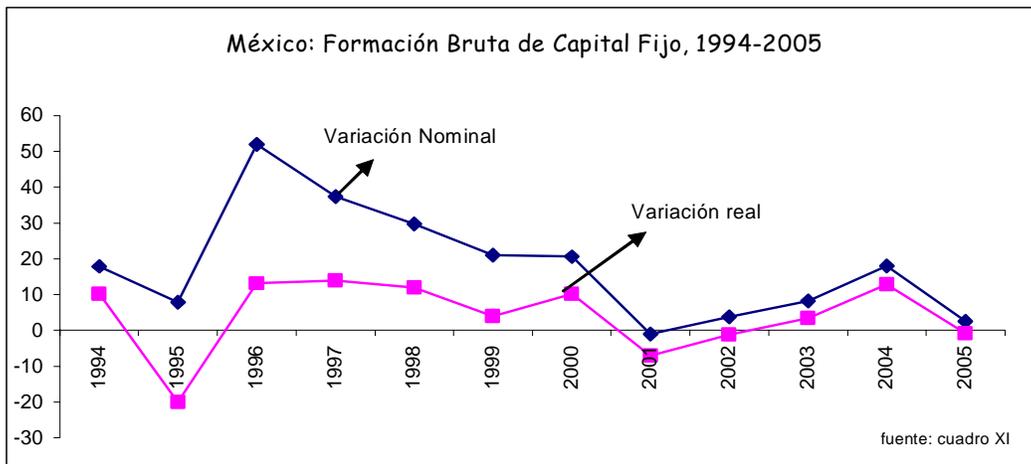
<sup>187</sup> “ Se debe resaltar que las bajas tasas de depósitos de los bancos comerciales (antes nacionales y ahora casi todos extranjeros) son producto del carácter oligopolico del sector bancario..”(Levy, 2005:526).

#### 4. Proceso de financiamiento-fondeo de la inversión

##### 4.1 Comportamiento de la inversión

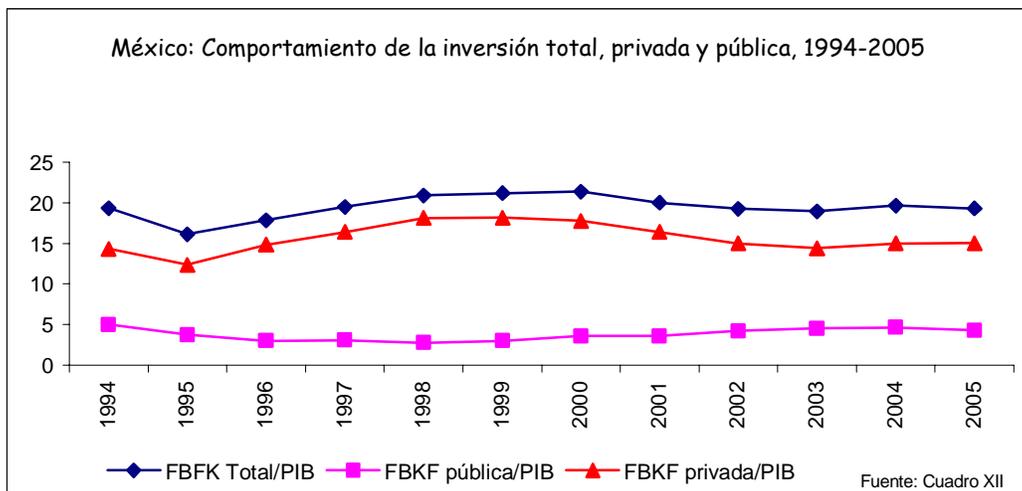
El comportamiento de la inversión se distingue por la existencia de tres periodos: de 1994 a 1995 la inversión registra tasas de crecimiento reales negativas, de 1996 a 2000, se presenta una recuperación de la tasa crecimiento de la inversión y de 2001 a 2005 se observa que el periodo inicia y termina con una caída en la tasa de crecimiento de la inversión, registrándose un crecimiento ascendente de 2002 a 2004 (véase gráfica 49).

Gráfica 49



El análisis tanto del coeficiente de inversión, como de la variación real de la inversión, muestra que la inversión presenta fuertes oscilaciones, iniciando el periodo con una fuerte caída, que se recupera un año después, mostrando nuevamente una disminución en el año 2001, seguida de una recuperación que sólo dura tres años. La primera disminución es explicada por la crisis financiera de 1994, mientras que la segunda por la recesión económica derivada del menor crecimiento de la economía estadounidense (véase gráfica 50 y cuadro 21).

Gráfica 50



En cuanto a los componentes de la inversión, cabe mencionar que en este periodo la participación de la inversión privada con respecto a la inversión total fue mayor que la de la inversión pública, implicando con ello que nuevamente el principal dinamizador de la inversión fue el sector privado (véase cuadro 21).

**Cuadro 21**

México: Formación Bruta de Capital fijo (FBKF) privada y pública, 1994-2005

Periodo	Participación con respecto a la FBKF total		Coeficiente de Inversión		
	FBKF pública	FBKF privada	FBFK Total/PIB	FBKF pública/PIB	FBKF privada/PIB
1994	25.89	74.11	19.31	5.00	14.31
1995	23.22	76.78	16.12	3.74	12.38
1996	16.79	83.21	17.83	2.99	14.84
1997	15.86	84.14	19.49	3.09	16.40
1998	13.38	86.62	20.89	2.79	18.10
1999	14.17	85.83	21.17	3.00	18.17
2000	16.79	83.21	21.36	3.59	17.77
2001	18.04	81.96	19.99	3.61	16.39
2002	22.04	77.96	19.24	4.24	15.00
2003	23.98	76.02	18.92	4.54	14.39
2004	23.64	76.36	19.63	4.64	14.99
2005	22.24	77.76	19.30	4.29	15.01
	<i>Participación promedio</i>		<i>Coeficiente de Inversión promedio</i>		
1995-1999	20.00	80.00	16.98	3.37	13.61
<b>1994-2005</b>	<b>19.67</b>	<b>80.33</b>	<b>19.44</b>	<b>3.79</b>	<b>15.64</b>

Fuente: elaboración propia con base en datos del INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo 1992-2005

## 4.2 Fuentes de financiamiento de la inversión

Durante el periodo de estudio nuevamente el financiamiento interno se constituyó como la principal fuente de financiamiento de la inversión. En adición a las fuentes de financiamiento prevaletentes en el periodo anterior, se agregan como fuentes importantes de financiamiento, el financiamiento de proveedores (crédito mercantil) y los créditos de bancos extranjeros<sup>188</sup>.

### 4.2.1 Financiamiento interno

El financiamiento interno siguió desempeñando un papel importante en el financiamiento de la inversión. El consumo de capital fijo "CKF" financió un elevado porcentaje elevado de la inversión, siendo aproximadamente de 40% en cada uno de los años (véase cuadro 22 y gráfica 51).

El análisis del excedente neto de operación "ENO" permite visualizar que dicho excedente mantuvo una correlación elevada con el coeficiente de inversión, indicando con

<sup>188</sup> "[...] el crecimiento económico en el último lustro ha tenido que ser financiado con otras fuentes de recursos, principalmente créditos de proveedores, utilidades retenidas, y financiamiento externo" (Mantéy, 2004a:135). "[...] el financiamiento de la inversión fue diferenciado. Las grandes empresas obtuvieron recursos en el mercado internacional y las empresas conectadas al sector exportador gozaron de créditos intraempresariales [...] y de bancos de desarrollo mexicanos; en cambio las empresas pequeñas destinadas a la producción interna quedaron totalmente desprovistas de financiamiento" (Levy 2005:528).

ello también que las utilidades se constituyeron como una destacada fuente interna de financiamiento de la inversión (véase cuadro 22 y gráfica 52).

**Cuadro 22**

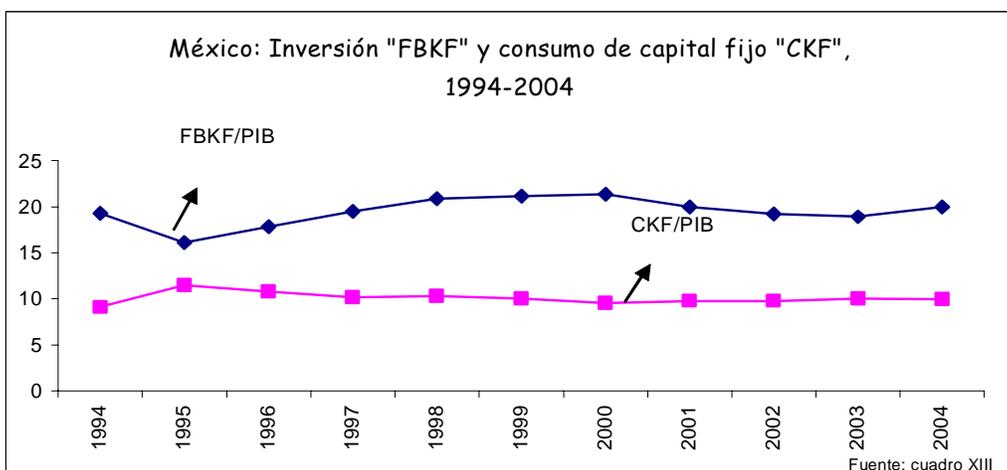
México: Financiamiento interno de la inversión, 1994-2004

Periodo	FBKF/PIB	CKF/PIB	CKF/FBKF	FBKF/PIB - CKF/PIB	ENO/PIB
1994	19.3	9.10	47.14	10.21	46.90
1995	16.1	11.46	71.06	4.67	48.32
1996	17.8	10.79	60.54	7.04	50.79
1997	19.5	10.18	52.22	9.31	50.21
1998	20.9	10.32	49.41	10.57	50.10
1999	21.2	10.04	47.43	11.13	49.78
2000	21.4	9.56	44.76	11.80	49.34
2001	20.0	9.78	48.93	10.21	47.82
2002	19.2	9.80	50.93	9.44	48.61
2003	18.9	10.04	53.07	8.88	48.30
2004	20.0	9.97	49.89	10.01	49.42

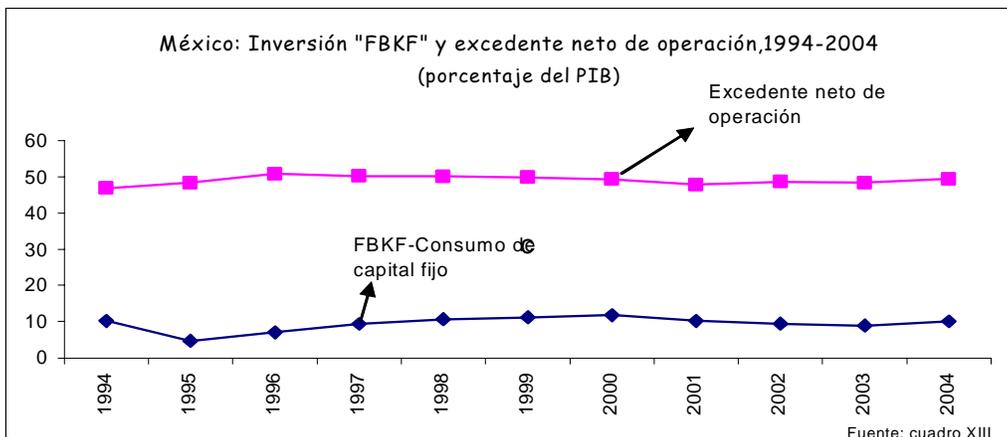
**Fuente:** elaboración propia con base en datos del INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I, 1992-2005

1/ El excedente neto de operación, se obtiene de restarle al excedente bruto de operación el consumo de capital fijo, dicha categoría es el concepto más próximo en la contabilidad nacional a las u

**Gráfica 51**



**Gráfica 52**



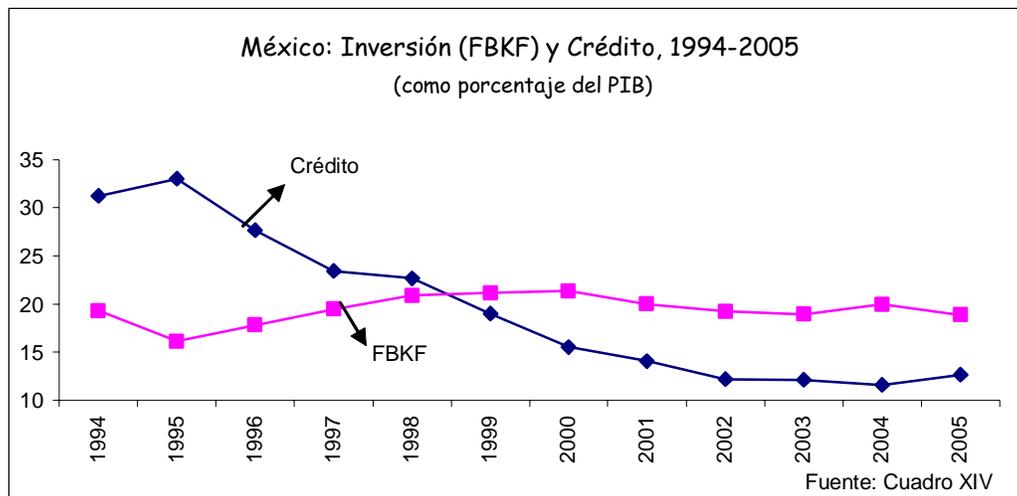
#### 4.2.2 Financiamiento bancario

Después de la crisis bancaria, disminuye constante la participación de la cartera de créditos tanto en los recursos totales como en el PIB (véase gráfica 53).

Una característica distintiva del periodo de análisis, es que la cartera crediticia muestra una disminución incluso en el periodo de recuperación del coeficiente de inversión<sup>189</sup>, indicando con ello que en esta nueva etapa la inversión se financió con fuentes alternativas, principalmente créditos de proveedores, créditos de bancos externos, etcétera. Bajo estas condiciones se puede señalar que la recuperación del crecimiento económico observada de 1996 a 2000 y de 2002 a 2004 se caracterizó por no tener créditos del sector financiero nacional, implicando con ello que el sector financiero se desligó del sector productivo (véase gráfica 53).

El análisis del financiamiento que la banca comercial otorga por al sector no bancario, permite visualizar que el financiamiento al sector privado disminuye, mientras que el financiamiento a estados y municipios y al sector público presenta una participación creciente (véase cuadro 23).

Gráfica 53



Con respecto al financiamiento otorgado al sector privado, cabe mencionar que el análisis del otorgamiento de créditos por actividad principal del prestatario, permite observar que los créditos otorgados al sector productivo se dirigieron en mayor proporción a las familias, principalmente en el rubro de consumo y vivienda (véase cuadro 24).

En cuanto a la canalización del crédito bancario hacia las empresas resulta importante destacar que el principalmente destino del crédito fue el capital de trabajo (véase cuadro 26).

<sup>189</sup> Para mayores referencias véase Girón, 2005:56, Manrique, 2002:94, Correa, 2005:498, Suárez, 2005:484 y López Gonzáles, 2002:80.

### Cuadro 23

México: Financiamiento otorgado por la banca comercial al sector no bancario, 1994-2005

Periodo	como porcentaje del PIB			Participación con respecto al financiamiento total			
	Total	Al sector privado	A estados y municipios	Al sector público	Al sector privado	A estados y municipios	Al sector público
1994	44.69	42.79	1.08	0.82	96	2	2
1995	38.76	36.44	1.05	1.26	94	3	3
1996	33.53	31.85	1.10	0.58	95	3	2
1997	29.72	27.87	1.03	0.71	94	3	2
1998	27.72	25.43	0.90	1.06	92	3	4
1999	25.49	22.62	0.87	1.05	89	3	4
2000	22.99	18.31	0.81	1.02	80	4	4
2001	21.52	16.28	0.80	1.07	76	4	5
2002	19.55	14.38	0.75	1.07	74	4	5
2003	18.74	13.08	0.78	1.21	70	4	6
2004	17.49	11.62	0.82	1.92	66	5	11
2005	16.53	11.68	0.87	2.25	71	5	14

Fuente: elaboración propia con base en datos del Banco de México, Agregados monetarios y financieros

Nota: En 1994 los datos corresponden a diciembre, 1995-2004 los datos reportados corresponden a un promedio de ene-dic de cada año y para 2005 los datos resgitrado corresponden al promedio enero-octubre.

### Cuadro 24

México: Financiamiento bancario y principales fuentes alternativas de endeudamiento del sector privado, 1994-2005 (metodología 1993)

Periodo	Participación					
	Credito al consumo		Credito a la vivienda		Finan. a empr. y per fis. con act.	
	Bancario	No bancario	Bancario	No bancario	Bancario	Empr. No bancario
1994 <sup>1/</sup>	94.53	5.47	72.86	27.14	54.90	45.10
1995 <sup>1/</sup>	91.20	8.80	73.77	26.23	51.64	48.36
1996 <sup>1/</sup>	86.96	13.04	70.81	29.19	52.70	47.30
1997	79.28	20.72	71.06	28.94	52.13	47.87
1998	71.93	28.07	66.68	33.32	45.65	54.35
1999	64.51	35.49	59.06	40.94	41.19	58.81
2000	63.18	36.82	49.34	50.66	33.69	66.31
2001	63.53	36.47	38.31	61.69	31.47	68.53
2002	65.25	34.75	31.71	68.29	28.92	71.08
2003	68.78	31.22	25.53	74.47	28.00	72.00
2004	73.82	26.18	21.81	78.19	25.33	74.67
2005	76.20	23.80	21.53	78.47	24.87	75.13

Fuente: elaboración propia con base en datos del Banco de México, Agregados monetarios y financieros

1/ Los datos corresponden al tercer trimestre

#### 4.2.3 Financiamiento bursátil

El mercado bursátil, pese a la segunda generación de reformas institucionales, siguió caracterizándose por ser poco robusto y por presentar una alta volatilidad, siendo principalmente dinamizado por títulos gubernamentales. Las entidades emisoras más importantes fueron: el Banco de México a través de los BREMS, el IPAB mediante los valores negociables y el gobierno a través de los cetes, no obstante dichos recursos no se canalizaron a la actividad productiva, sino más bien a reducir la liquidez del sistema, a socializar las pérdidas bancarias y captar divisas externas para mantener un tipo de cambio estable, respectivamente.

El análisis de la estructura del mercado de valores permite observar la predominancia de los instrumentos financieros de corto plazo del mercado de dinero, así como la baja participación de los instrumentos de largo plazo del mercado de capitales (véase cuadro 25 y cuadro XVI del anexo estadístico). En los instrumentos de corto plazo del mercado de dinero prevalecieron los certificados de la tesorería del gobierno federal

(cetes), mismos que a partir de 1998, registraron una disminución explicada por el surgimiento de los BREMS, no obstante dichos instrumentos no fueron destinados a la actividad productiva sino al logro de la estabilidad de precios y a la regulación de la liquidez del sistema. Con respecto a los instrumentos de corto plazo privados, es importante señalar que las empresas que tuvieron acceso a estos instrumentos, no destinaron los recursos a financiar la formación bruta de capital fijo sino más bien a financiar gasto corriente, inventarios o capital de trabajo.

**Cuadro 25**

México: Estructura porcentual del mercado de capitales, 1994-2001

Periodo	Mercado de valores=100	Mercado de capitales =100		Mercado de valores=100	Mercado de dinero=100	
	Total Mercado de capitales	renta variable	renta fija	Total Mercado de dinero	Cetes <sup>1/</sup>	Brems
1994	2.63	85.57%	14.43%	97.37	89.30%	
1995	5.67	82.00%	18.00%	94.33	29.22%	
1996	3.41	94.00%	6.00%	96.59	13.46%	
1997	2.53	98.31%	1.69%	97.47	33.19%	
1998	2.49	97.47%	2.53%	97.51	32.22%	
1999	21.89	99.10%	0.90%	78.11	51.65%	
2000	20.07	98.99%	1.01%	79.93	46.77%	1.82%
2001	18.24	98.93%	1.07%	81.76	44.62%	7.95%

Fuente: elaboración propia con base en datos de la Bolsa Mexicana de Valores, Anuario bursatil, varios años (1990-2001)

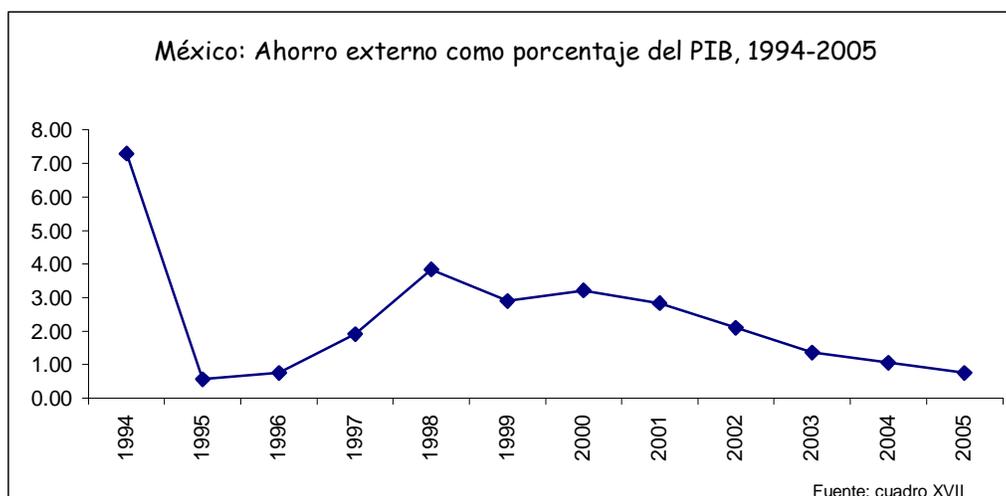
1/ 1990-1995 Cetes incluye certificados de la tesorería al contado y mismo día

Nota: El incremento que se observa de 1999 a 2001 en la participación del mercado de capitales se debe a que se presenta un cambio en el formato de publicación de las estadísticas, dejando de aparecer instrumentos del mercado de dinero

#### 4.2.4 Financiamiento externo

Durante el periodo de análisis el ahorro externo como porcentaje del PIB mostró dos comportamientos: a) de 1995 a 1998 se registra un incremento, que no alcanza los niveles de ahorro externo prevalecientes en 1994 y b) de 1999 a 2005 se presenta una disminución constante (véase gráfica 54).

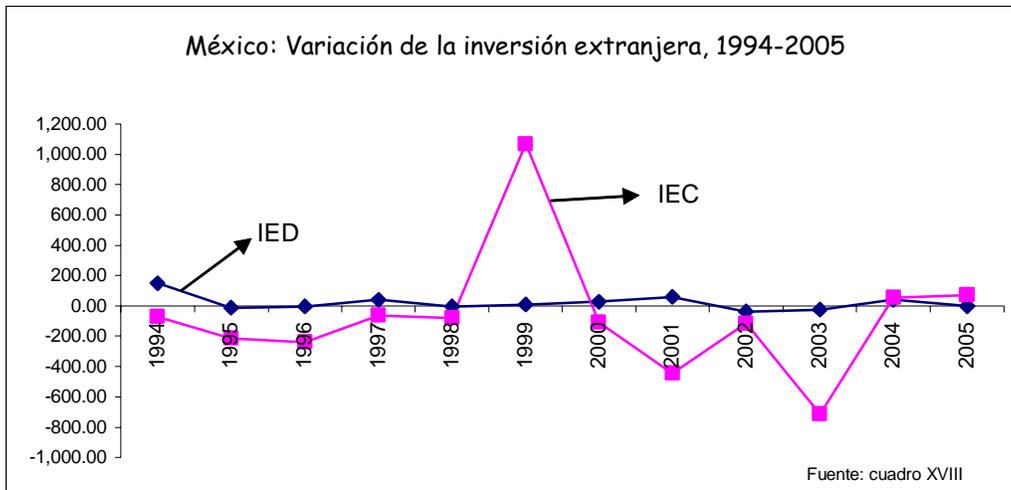
**Gráfica 54**



La composición de la entrada de capitales sufrió modificaciones que se reflejaron tanto en una disminución de la inversión extranjera de cartera como en niveles bajos de inversión extranjera directa. La inversión extranjera de cartera registró el siguiente

comportamiento: un crecimiento negativo de 1994 a 1998, un crecimiento positivo de 1998 a 2000, que se revierte a partir del año 2001 (véase gráfica 55). De esta manera se puede observar que en este periodo cambiaron los patrones de la entrada de capital priorizando la entrada de inversión extranjera directa.

**Gráfica 55**



Se esperaba que la dinamización de la inversión extranjera directa generara un financiamiento hacia la actividad productiva menos volátil, permitiendo incrementar la productividad de las empresas, así como su acceso a la tecnología. No obstante, la inversión extranjera directa se dirigió principalmente a la compra de activos nacionales ya existentes (como fue la compra de los bancos), no siendo canalizada por ende hacia el financiamiento de nuevos proyectos de inversión. En tanto que la inversión extranjera de cartera principalmente se canalizó a la compra de títulos gubernamentales libres de riesgo (cetes), implicando con ello que se dirigió hacia instrumentos financieros de corto plazo, en vez de a instrumentos financieros de largo plazo que permitieran financiar proyectos de inversión.

#### 4.2.5 Financiamiento con proveedores

Ante la caída de los créditos otorgados por la banca comercial y la presencia de un mercado de valores que sólo permite que las grandes empresas accedan al financiamiento; el crédito con proveedores (crédito mercantil) se ha constituido como la principal fuente alternativa de financiamiento. De 1998 a 2005 el crédito de proveedores financió más del 50% de la inversión (véase cuadro 26)<sup>190</sup>.

El financiamiento con proveedores se caracteriza por ser un canal de financiamiento informal no financiero, que depende de los flujos de efectivo. Los principales problemas que su utilización puede originar son: a) generar un problema de flujo de efectivo a lo largo de la cadena de valor, que limite fuertemente el incremento de la inversión

<sup>190</sup> "Las mayores cadenas de tiendas de autoservicio como Walt-Mart, Comercial Mexicana y Soriana prácticamente no recurren al crédito bancario de corto plazo y son sus proveedores los que deben esperar hasta casi dos meses para que liquiden los adeudos. Pero el hecho es también importante en firmas como Sanborns, Grupo Carso, Vitro, Desv., Televisa, Femsa, Cintra, Cemex, Grupo México y Alfa entre otras" (Vidal, 2002:36).

productiva y b) utilizar como medidas tendientes a aumentar el flujo de efectivo la reducción salarial y el deterioro de la calidad y de las condiciones laborales<sup>191</sup>.

Otro elemento que se observa en las encuestas de evaluación coyuntural del mercado crediticio, es la disminución de las empresas que utilizan crédito bancario (véase cuadro 26).

**Cuadro 26**

México: Resultados de las encuestas de evaluación coyuntural del mercado crediticio, 1998-2005  
(porcentajes)<sup>1/</sup>

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Participación 2005 promedio 1998- 2005	
<b>Fuentes de financiamiento</b>	<b>100</b>	<b>100</b>							
Proveedores	37.80	49.70	48.00	55.30	56.40	56.30	57.40	58.30	52.40
Bancos comerciales	28.00	21.00	24.30	22.00	19.70	18.80	18.00	17.80	21.20
Bancos extranjeros	14.40	6.70	7.80	5.50	3.80	3.70	3.60	2.80	6.04
Otras empresas del grupo corporativo	12.70	14.10	13.00	10.80	12.20	13.60	13.60	13.30	12.91
Bancos de desarrollo	2.60	4.00	1.70	1.50	3.20	2.70	2.30	2.20	2.53
Oficina matriz	2.20	2.60	3.80	3.40	3.30	3.40	3.30	4.10	3.26
Otros pasivos	2.30	1.90	1.40	1.50	1.40	1.50	1.80	1.50	1.66
	<b>100</b>	<b>100</b>							
<b>Empresas que utilizaron crédito bancario</b>	<b>34.10</b>	<b>33.30</b>	<b>34.00</b>	<b>31.80</b>	<b>27.50</b>	<b>26.90</b>	<b>27.50</b>	<b>24.40</b>	<b>29.94</b>
<b>Empresas que no utilizaron crédito bancario</b>	<b>65.9</b>	<b>66.7</b>	<b>66</b>	<b>68.2</b>	<b>72.5</b>	<b>73.1</b>	<b>72.5</b>	<b>75.6</b>	<b>70.06</b>
<b>Destino del crédito bancario</b>	<b>100</b>	<b>100</b>							
Capital de trabajo	53.2	61.6	60.3	59.6	68.7	61.9	63.1	63.1	61.44
Reestructuración de pasivos	17	9.4	16.7	11.7	11.8	13.4	13.6	14.5	13.51
Operaciones de comercio exterior	14	5.4	6.3	10.8	7.2	7.9	8.3	6.1	8.25
Inversión	11.1	18.7	15.9	14.3	9.7	12.4	11.2	12.8	13.26
<b>Motivo por el que no utilizaron crédito bancario</b>	<b>100</b>	<b>100</b>							
Altas tasas de interés	27	34.6	33.3	36	26.6	22.8	20.9	29.8	28.88
Problemas de demanda por sus productos	14.7	3.7	3.8	5.2	4.7	5.6	6.6	6	6.29
Negativa de la banca	13.6	19.9	19.3	14.6	19.9	16.4	12.2	9.3	15.65
Incertidumbre sobre la situación económica	12.1	14.7	15.3	16.9	19.2	25.2	18.8	14.8	17.13
Rechazo de solicitudes	5.7	3.1	5.7	3.8	8.4	9.2	9.6	9	6.81
Cartera vencida	5.5	5.8	5.9	5.6	4.5	2.8	4.2	3.6	4.74
Problemas para competir en el mercado	5.2	4.5	4.8	4.7	4.7	3.8	6.1	4.4	4.78

Fuente: elaboración propia con base en datos del Banco de México, Información financiera, resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, 1998-2005  
resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, 1998-2005

Nota: Los datos corresponden al total de empresas, cuya muestra presenta una cobertura de por lo menos 500 empresas

<sup>1/</sup> Los datos reportados son del primer trimestre

### 4.3 Captación de los recursos

El análisis de la captación del ahorro proveniente de la inversión permite detectar si existieron condiciones para mantener un crecimiento económico estable; pudiendo las empresas empatar sus deudas con sus utilidades. Así como saber, si los bancos recuperaron su fondo revolvente que les permite seguir otorgando créditos.

<sup>191</sup> El flujo de efectivo “[...] puede incrementarse reduciendo tanto el crédito a los clientes, los inventarios, la inversión en capital fijo; o mediante la reducción de los costos de producción...”

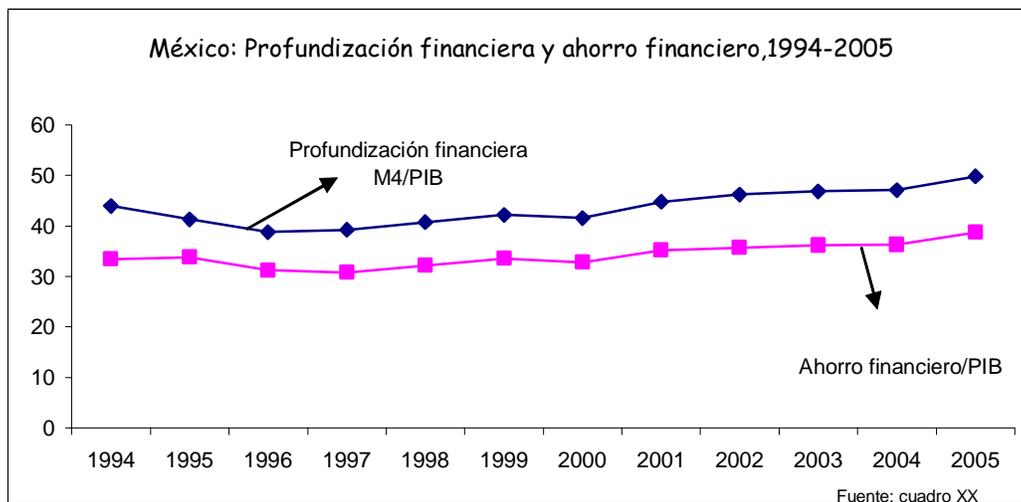
En una economía abierta y mercado interno deprimido, las empresas tienen mayor poder de negociación con los trabajadores (empleados o por emplear) que con los proveedores de materia prima e, incluso, el consumidor....Así, la negociación de las condiciones laborales representa una alternativa adecuada para reducir los costos de producción...” (Ampudia, 2005:37-38).

### 4.3.1 Ahorro financiero y profundización financiera

El ahorro financiero como porcentaje del PIB y la profundización financiera, mostraron un crecimiento a lo largo del período de estudio, indicando con ello que una mayor cantidad de los recursos de la sociedad fueron canalizados al sector financiero. El ahorro financiero como porcentaje del PIB no disminuyó con la crisis financiera de 1994, ni con la recesión económica de 2001, sin embargo la profundización financiera si se vio afectado por la crisis de 1994, reflejándose en un decremento de 2% en 1995 (véase gráfica 56).

Pese a la mayor profundización financiera, que llega a ser casi del 50% en 2005, este indicador en comparación con otros países, tanto desarrollados como en desarrollo, continua siendo bajo.

Gráfica 56



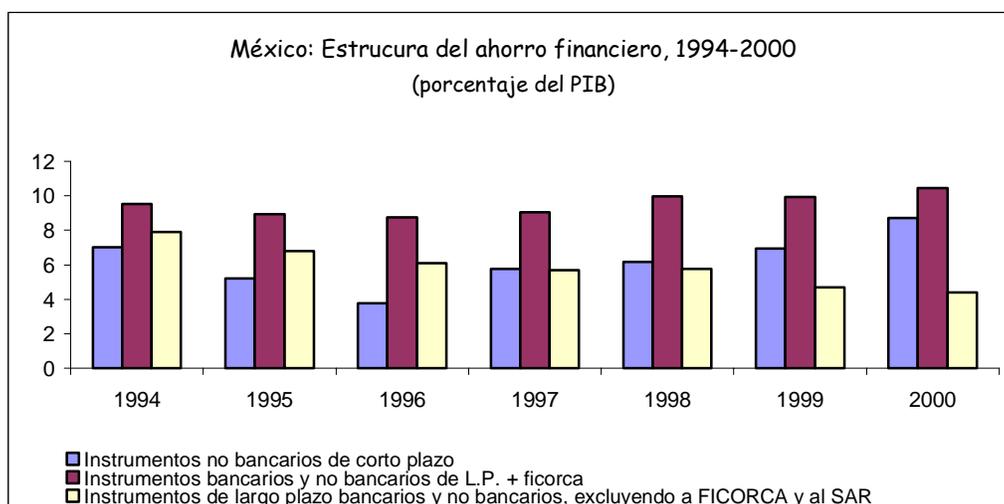
El análisis de la estructura por plazos del ahorro financiero permite visualizar un predominio de los instrumentos de corto plazo y un aumento de la participación de los instrumentos financieros de largo plazo. No obstante, al excluir ficorca y los fondos del ahorro para retiro<sup>192</sup>, se observa que a partir de 1995 disminuyeron los instrumentos de largo plazo (véase gráfica 57). Por tanto, los fondos del ahorro para el retiro fueron los responsables del incremento observado en los instrumentos de largo plazo, implicando con ello que la imposición del ahorro forzoso desempeñó un papel importante en la conformación del nuevo sistema financiero, especialmente en el periodo posterior a la crisis de 1995 (Levy, 2006:406).

Con base en lo anterior se puede concluir que el ahorro financiero siguió caracterizándose por estar concentrado en instrumentos de corto plazo, que impidieron un proceso de fondeo adecuado. Si bien existió una participación creciente de los instrumentos de largo plazo, ello no implicó que el ahorro financiero se canalizara al otorgamiento de financiamiento a la inversión productiva de largo plazo, ya que el ahorro financiero de largo plazo fue estimulado por los fondos de ahorro para el retiro, que

<sup>192</sup> Dichos recursos se excluyen por ser un ahorro forzoso.

mantuvieron dentro de su cartera de inversión una participación elevada de bonos gubernamentales y una participación muy reducida de valores privados.

**Gráfica 57**



#### 4.3.2 Fondeo de la inversión

Durante el periodo de estudio se continua con un proceso de fondeo basado en el mercado de valores, mismo que se reflejó en un aumento de los instrumentos no bancarios de corto y largo plazo, así como en una caída de los instrumentos bancarios de largo plazo (véanse gráficas 58 y 59). No obstante, el mercado de valores se caracterizó por ser delgado (con un número reducido de entidades emisoras y de entidades demandantes), altamente especulativo, y por presentar un predominio de instrumentos de corto plazo del mercado de dinero. En cuanto a las entidades emisoras, el gobierno siguió manteniendo una participación considerable, mientras que las empresas mantuvieron una participación reducida (véase gráfica 38). Estos elementos permiten indicar que las empresas no utilizaron al mercado de valores como fuente de financiamiento de inversión, ya que emitieron un monto reducido de bonos, en tanto que la emisión de valores gubernamentales no fue canalizada a la inversión productiva sino al logro de la estabilidad de precios<sup>193</sup>.

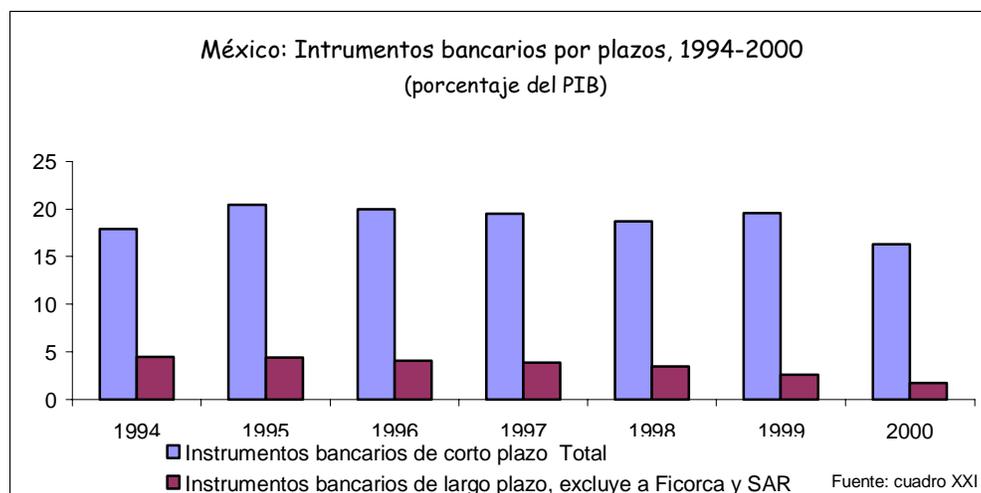
Si bien una mayor parte de los recursos se destinaron al sector financiero, reflejándose mediante un aumento del coeficiente de ahorro financiero y de la profundidad financiera, ello no implicó que el ahorro financiero se destinara al otorgamiento de financiamiento de largo plazo a las empresas, debido a que su estructura por plazos se encuentra dominada por instrumentos financieros de corto plazo y la dinamización de los

<sup>193</sup> “[...] pese al desarrollo de nuevos instrumentos financieros y el crecimiento del mercado secundario, que da soporte a las emisiones primarias, las empresas nacionales no pueden considerar a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) como una alternativa de financiamiento, con todo y el fuerte crecimiento de la tenencia de valores por parte de los inversionistas institucionales [...]es insuficiente el aumento del índice de precios y cotizaciones de la BMV (78% en el período 2001-2004), si es reducido el número de empresas que se pueden beneficiar de ello y, adicionalmente, la bursatilización de la bolsa descansa en un pequeño conjunto de acciones de empresas de gran tamaño, aún cuando ello ha contribuido a aumentar el ahorro a largo plazo de los inversionistas institucionales ....” (Ampudia, 2005:31).

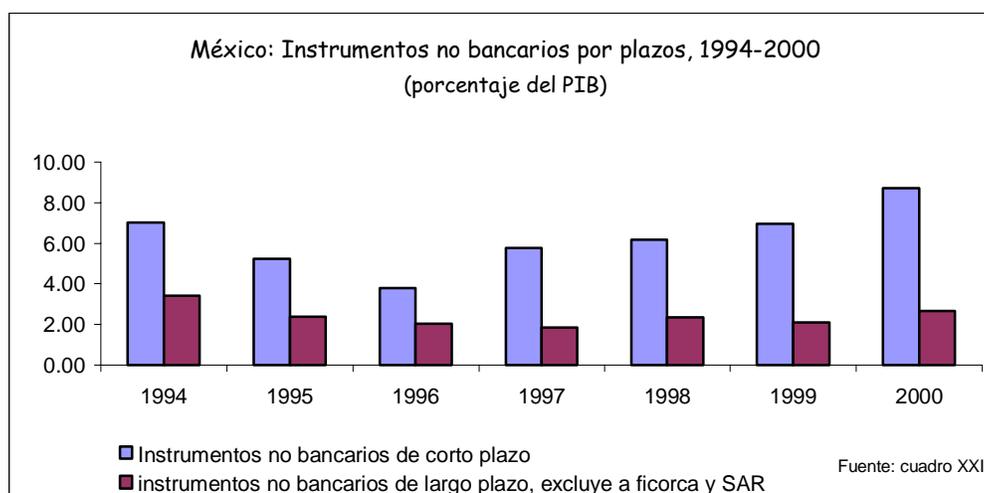
instrumentos de largo plazo se sustentó en los fondos de ahorro para el retiro que se canalizaron a la compra de valores gubernamentales<sup>194</sup>.

Aunado a lo anterior cabe mencionar que siguieron existiendo fugas al multiplicador que impidieron captar una parte del ahorro creado por la producción, presentándose básicamente dichas fugas por que la banca comercial concentró su cartera crediticia en el otorgamiento de créditos al consumo, que se dirigieron a bienes suntuarios y a la compra de productos con un alto contenido importador.

**Gráfica 58**



**Gráfica 59**



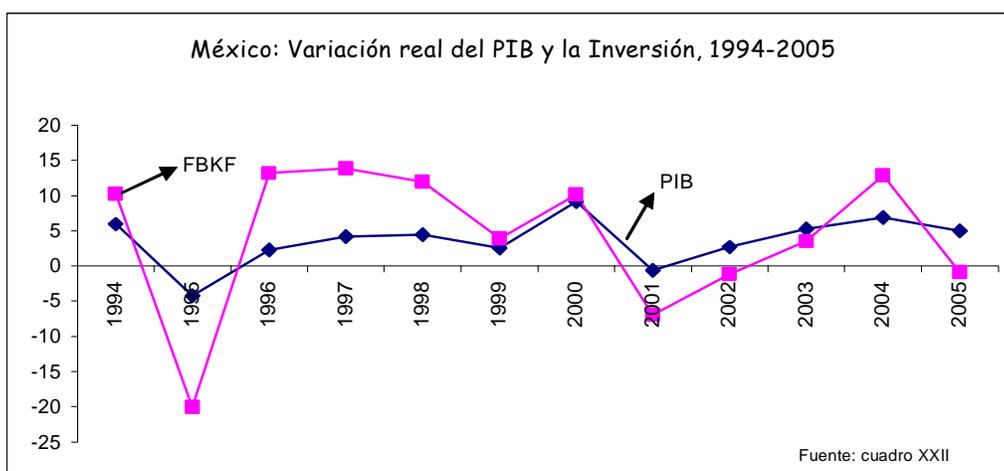
Con base en lo anterior se puede concluir que el fondeo de la inversión en el periodo de análisis no fue funcional al crecimiento económico, ya que los recursos captados por el sistema financiero no fueron utilizados en el otorgamiento de financiamiento de largo plazo a las empresas, que les permitieran cancelar sus deudas con sus utilidades y con ello restituir el fondo revolvente de los bancos.

<sup>194</sup> “[...] En agosto de 2002, las carteras de las Siefores llegaron a más de 296 000 millones de pesos, de los cuales el 83.5% corresponden a instrumentos gubernamentales” (Correa, 2005:504).

5. *Efectos de los cambios en el proceso de financiamiento-fondeo de la inversión sobre el crecimiento económico*

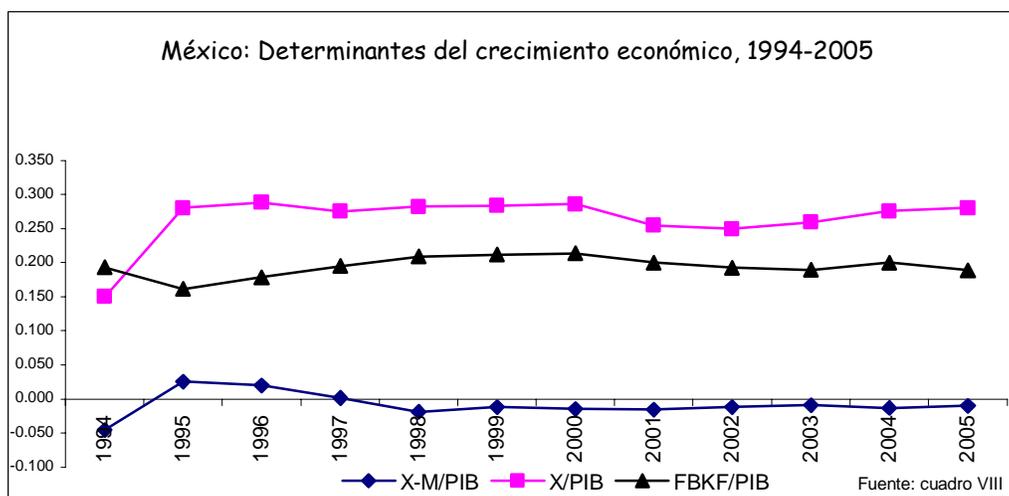
Durante el periodo de estudio el crecimiento económico real mostró el siguiente comportamiento: un crecimiento negativo en 1994 como producto de la crisis financiera, una recuperación de 1996 a 2000, que se detiene en 2001 por la recesión económica causada por la caída de la demanda externa (caída del crecimiento económico de Estados Unidos) y una recuperación del crecimiento en el año 2002 (véase gráfica 60). A su vez, el crecimiento económico se acompañó de un déficit moderado de la balanza comercial (véase grafica 61).

**Gráfica 60**



Los determinantes del crecimiento económico sufrieron modificaciones que conllevaron a situar a las exportaciones como el principal dinamizador, cayendo la importancia de la inversión como factor determinante del crecimiento del producto (véase gráfica 61)<sup>195</sup>.

**Gráfica 61**



<sup>195</sup> Para un análisis más detallado véase Levy, 2004:212 y Levy, 2005:527.

El crecimiento económico se caracterizó por: a) estar dinamizado por la demanda externa en vez de por la demanda interna, b) presentar un déficit comercial moderado y c) no tener créditos del sector financiero nacional. El control del déficit comercial es explicado por el hecho de que las importaciones se desligaron del comportamiento del tipo de cambio dependiendo fundamentalmente de las exportaciones.

Las características del nuevo patrón de crecimiento económico permitieron que la recesión económica ocurrida en el año 2001 no provocara, como en la crisis de 1994, presiones sobre el tipo de cambio, permitiendo mantener controlada la inflación y las tasas de interés, registrándose a partir de 2002 disminuciones tanto de la inflación como de las tasas de interés. A su vez dicha recesión propició una disminución de las exportaciones y con ello de las importaciones, y una caída del ingreso, que permitieron mantener controlado el déficit de cuenta corriente.

*6. Propuestas acerca de la instrumentación de una política económica que permita un mecanismo de financiamiento-fondeo de la inversión funcional al crecimiento económico.*

En este apartado se presenta una alternativa para la construcción de un mecanismo de financiamiento y fondeo de la inversión funcional al crecimiento económico. Los planteamientos se sustentan en una visión poskeynesiana horizontalista.

Se considera que el otorgamiento de créditos no implica ninguna inestabilidad ni riesgo, siendo la falta de fondeo debida a las fallas de las instituciones financieras, lo único que puede generar una inestabilidad en el sistema económico. Así también, se postula que los bancos tienen un papel activo en el otorgamiento de créditos, estableciendo criterios de solvencia que deberán cubrir los prestatarios. Se reconoce que a muchos pequeños prestatarios se les restringe el crédito, debido a que “[...] los nuevos negocios y las casas pobres en particular no poseen el ingreso, activos y el criterio de antecedentes crediticios que los bancos requieren para hacer rentable y financieramente sólido los préstamos (las tres “c” de los bancos crédito, colateral y carácter)” (Rochon, 1999:171). Además se considera que los bancos determinan su tasa de interés de préstamos con base en la tasa de interés establecida por el banco central, adicionándole un margen que se relaciona con las características de la estructura del mercado financiero.

Cabe mencionar que la elaboración de la presente propuesta, toma en cuenta que la modificación del entorno internacional en que esta inmerso la economía mexicana, no se puede cambiar por políticas económicas tomadas internamente. Por ello se plantean medidas que bajo un entorno internacional de globalización financiera pueden conducir a un mecanismo de financiamiento y fondeo de la inversión funcional al crecimiento económico.

Con el objetivo de conocer las debilidades y las fortalezas de los procesos de financiamiento–fondeo de la inversión llevados a cabo en México, la propuesta inicia con el estudio de los procesos de financiamiento y fondeo que sean aplicado en México; uno basado en una estructura de mercado crediticio y el otro en una estructura de mercado de capitales,

De 1960 a 1982, el mecanismo de financiamiento-fondeo de la inversión se sustentó en una estructura de mercado crediticio, en donde los bancos fueron los encargados de otorgar los créditos y de captar el ahorro derivado de la producción. El gobierno desempeñó un papel importante en el mecanismo de financiamiento y fondeo, a través de la instrumentación tanto de políticas tendientes a incrementar el ahorro (mediante el gasto público en inversión, políticas de encajonamiento de créditos y creación de bancos de desarrollo) como de políticas destinadas a su captación (encaje legal). De esta manera la inversión pública asumió un papel anticíclico que garantizaba un mínimo de crecimiento económico.

En la operación de dicho mecanismo se distinguieron dos etapas: una que conduce a un crecimiento económico estable (1960 a 1972) y otra que genera un crecimiento económico elevado pero inestable (véase diagrama 13).

En la primera etapa el entorno internacional y las condiciones internas influyeron en el desempeño funcional del proceso de fondeo y financiamiento de la inversión. El entorno internacional se caracterizó por la presencia de un tipo de cambio fijo, de tasas de interés estables y bajas y de créditos a largo plazo, no existiendo por tanto alternativas que redituaran mayores beneficios que los otorgados por la inversión productiva. Las condiciones internas se caracterizaron por la existencia de políticas estatales destinadas a crear ahorro y a recolectarlo. El mecanismo de financiamiento fondeo actuó de la siguiente manera: los bancos y la banca de desarrollo (banca nacional), otorgaron crédito a la inversión productiva, a su vez la captación del ahorro creado por la producción fue realizada por la banca privada, recibiendo altos rendimientos a través del encaje legal. Dichos recursos se canalizaron al otorgamiento de financiamiento de largo plazo, que permitió cancelar las deudas de corto plazo de las empresas con sus utilidades, recuperándose con ello el fondo revolvente de los bancos. Dichas circunstancias permitieron la existencia de un crecimiento económico estable.

No obstante, de 1972 a 1981 el mecanismo de financiamiento y fondeo que había sido funcional en la década pasada, genera un crecimiento económico inestable, debido a que se produjeron cambios en el entorno internacional y en las condiciones internas que actuaron en detrimento del proceso de financiamiento y fondeo de la inversión. Los principales cambios que se presentaron en las condiciones internacionales fueron: una ruptura del orden monetario internacional (del sistema Bretton Woods), flujos de capital por encima de las necesidades productivas que desatan especulación, tasas de interés variables en las que influye el riesgo cambiario y créditos de corto plazo.

Los cambios de las condiciones internas se reflejaron en una disminución de la inversión privada, que se compensó por un aumento de la inversión pública y en el otorgamiento de créditos y subsidios a la actividad productiva sin tener una política industrial que fomentara el desarrollo de sectores estratégicos. Aunado a lo anterior se presentaron fugas al multiplicador del ingreso, así como una estructura de captación de recursos de corto plazo. Estos elementos actuaron en detrimento del fondeo de la inversión, impidiendo captar el ahorro creado por la producción, que permitieron recuperar el fondo revolvente de los bancos. De esta manera la crisis de la deuda no fue generada por una falta de ahorro, sino por la falta de un mecanismo de fondeo adecuado.

**Diagrama 13**

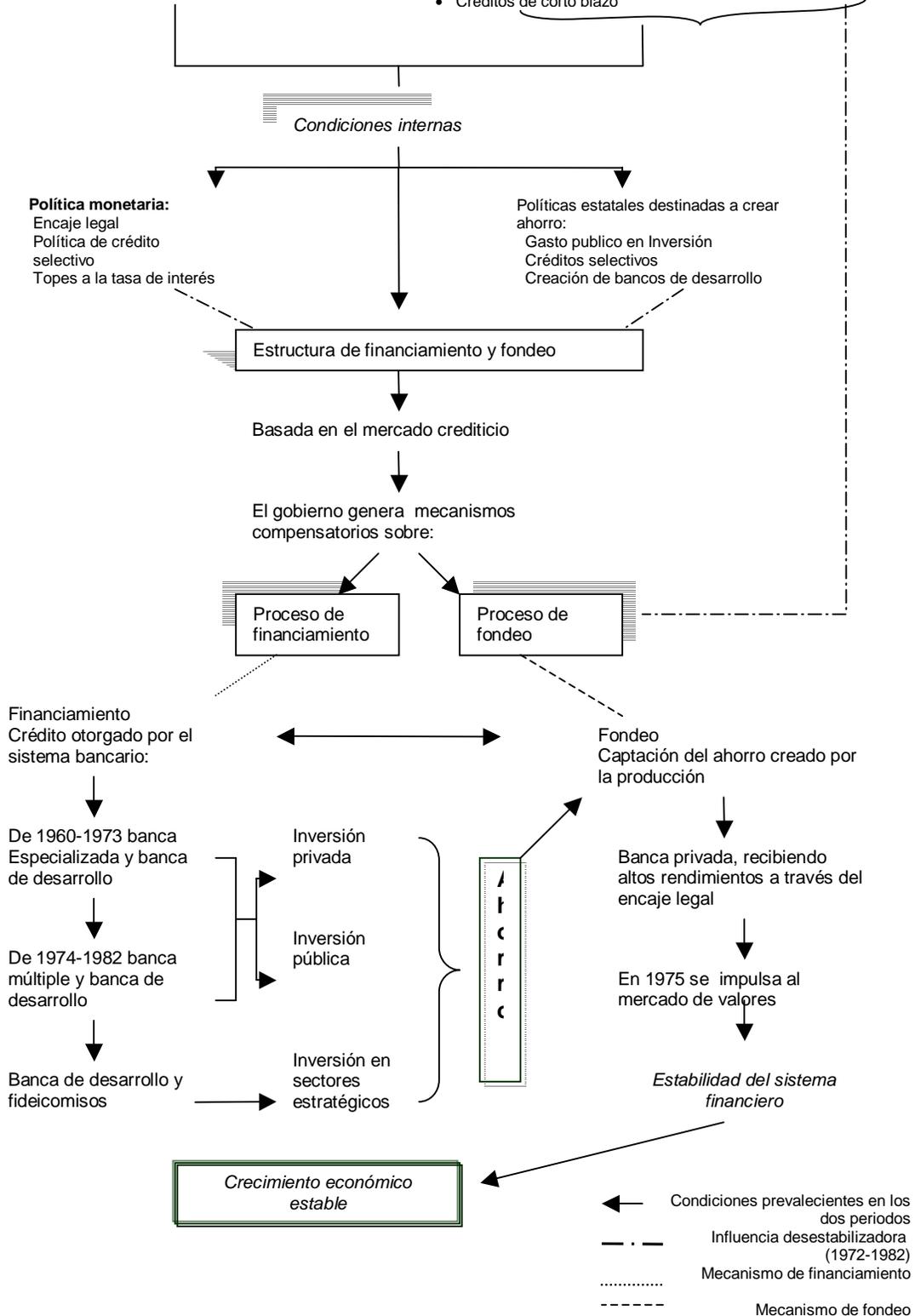
**México: Mecanismo de financiamiento- fondeo de la inversión (1960-1982)**

**Entorno internacional (1960-1971):**

- Existencia de un orden monetario mundial (Sistema Bretton Woods)
- Tipo de cambio fijo que evita el riesgo cambiario,
- Créditos de largo plazo,
- Tasa de interés bajas y estables

**Entorno internacional (1972-1982):**

- Rompimiento del orden monetario mundial (rompimiento del Sistema Bretton Woods)
- Tipo de cambio flexible
- Flujos de capital por encima de las necesidades productivas, desatando especulación
- Tasa de interés variables influyendo el riesgo cambiario
- Créditos de corto plazo



A raíz de la crisis de la deuda de los ochenta se implementaron programas de ajuste que eliminaron los mecanismos compensatorios característicos del proceso de financiamiento y fondeo basado en el mercado de créditos, debido a que se consideró que habían conducido a un bajo nivel de ahorro. De esta manera se inicia la transición hacia un mecanismo de financiamiento y fondeo basado en el mercado de capitales, que se caracteriza por considerar que la inversión debe ser dinamizada por el sector privado (reduciendo la inversión pública "ajuste patrimonial"), los bancos deben otorgar créditos a la actividad productiva y el mercado de capitales debe canalizar los ahorros hacia un financiamiento de largo plazo, que permita empatar las deudas con las utilidades (véase diagrama 14).

No obstante, debido a los siguientes factores, dicha estructura no fue funcional al crecimiento económico: el mercado de valores se caracterizó por estar dominada por valores gubernamentales en vez de por valores privados, así como por tener una estructura poco robusta y corto placista, que impidió a las empresas obtener financiamiento de largo plazo que les permitiera pagar sus deudas de corto plazo y con ello recuperar el fondo revolvente de los bancos y se presentó una fuga al multiplicador del ingreso generada por que los créditos otorgados por los bancos se dirigieron principalmente al consumo que presenta un alto contenido importador.

La existencia de un mecanismo de fondeo inadecuado, se hizo evidente en el periodo de recuperación económica iniciado en 1989, ya que el aumento de la cartera crediticia se vio acompañado de un incremento de la cartera vencida, que para 1995 conlleva a una crisis bancaria.

La falta de un mecanismo de fondeo junto con el surgimiento de ganancias oligopólicas derivadas del establecimiento de una estructura inadecuada de tasas de interés (explicada por la autonomía protegida del banco central, por el acceso restringido al mercado primario de títulos gubernamentales, y por la estructura oligopolica de los bancos) provocó que los bancos disminuyeran en forma continua los créditos otorgados a la inversión productiva.

Bajo estas circunstancias es evidente que en México no existe un adecuado mecanismo de financiamiento y fondeo de la inversión; el revertir esta situación resulta de vital importancia, ya que los bancos juegan un papel importante en la creación de créditos, que permiten a la economía transitar de una etapa de crecimiento a otra.

Una propuesta tendiente a crear un mecanismo de financiamiento y fondeo funcional al crecimiento económico, requiera la instrumentación de las siguientes medidas<sup>196</sup> (véase diagrama 15):

- ❖ Política monetaria: desregulación del mercado primario de títulos gubernamentales y el mantenimiento de una discrecionalidad en el manejo de las tasas de interés pasivas.
- ❖ Estructura de mercado de los bancos: la estructura oligopolica de los bancos, si bien no se puede eliminar por decreto, si se pueden atenuar sus efectos, mediante el manejo discrecional de las tasas de interés, y el surgimiento de un arbitraje en las tasas pasivas.

---

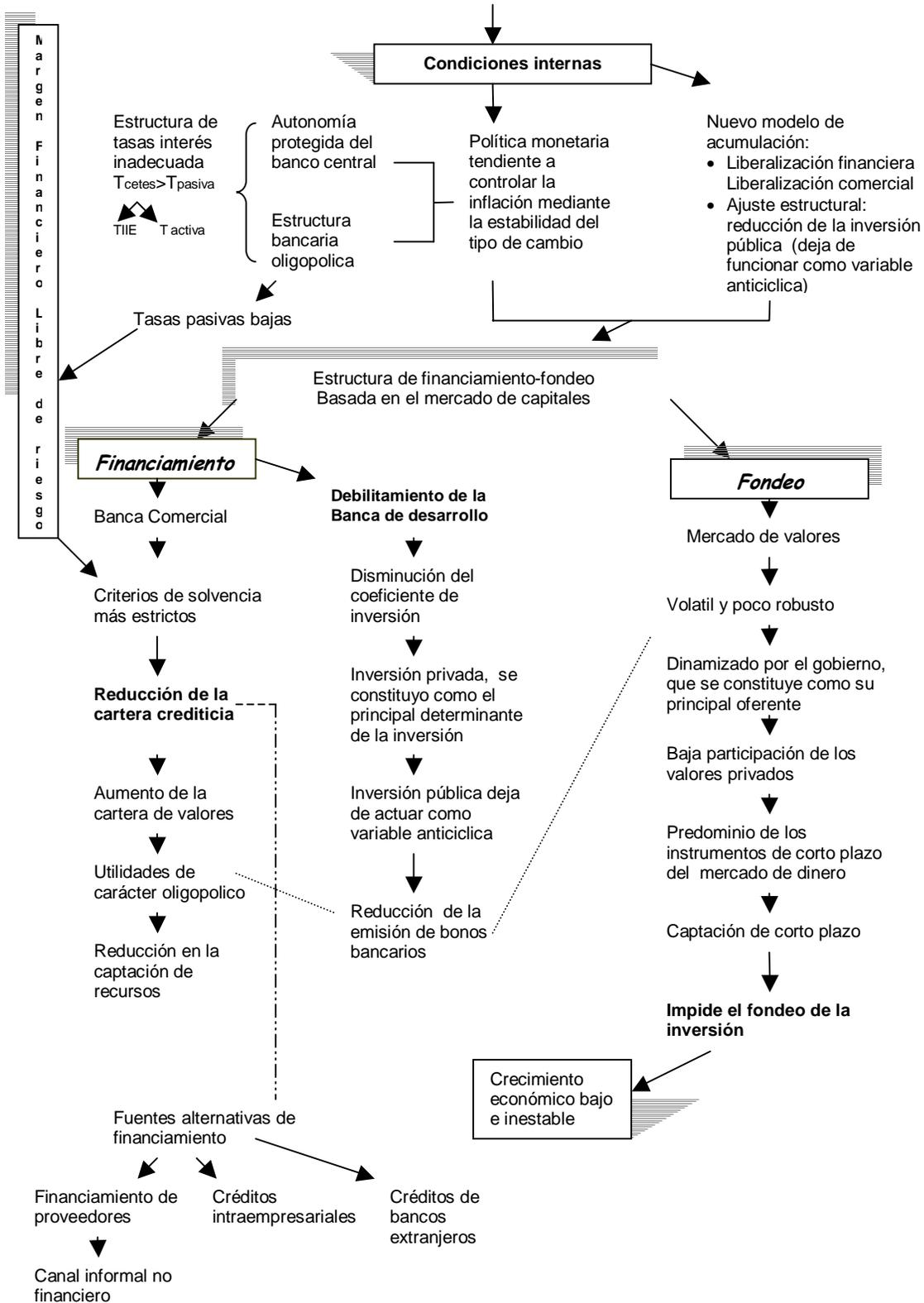
<sup>196</sup> Dichas medidas han sido presentadas de forma aislada, por diferentes autores, para mayores referencias, véase Mántey, 2004:11-12, Levy, 2005a:17-18, Studart, 2002:313, Suárez, 2005:488 y Correa, 2004:169.

**Diagrama 14**

**México: Mecanismo de financiamiento fondeo de la inversión, 1982-2005**

**Entorno internacional:**

- Movilidad de capital especulativo dirigida al mercado financiero;
- Inversión extranjera directa canalizada a la compra de empresas ya existentes
- Volatilidad de las tasas de interés y flexibilidad del tipo de cambio



- ❖ Política industrial: tendiente a crear y reforzar las cadenas productivas, así como a impulsar sectores estratégicos de la economía.
- ❖ Mercado de valores: modificaciones de las leyes secundarias de composición de la cartera de los inversionistas institucionales (Siefores).
- ❖ Fomento de la banca de desarrollo.
- ❖ Política fiscal: aumento de la inversión pública, ligada con la política industrial.

Dichas medidas se interrelacionarían de la siguiente manera: el mantenimiento por parte del banco central de una discrecionalidad en el manejo de las tasa de interés pasivas, atenuaría la disminución que sobre dicha tasa genera la estructura bancaria oligopolica, mientras que la desregulación del mercado primario de títulos gubernamentales permitiría un arbitraje de las tasas de interés pasivas que conllevaría a una eliminación gradual del margen financiero libre de riesgo.

A su vez la política industrial propiciaría un incremento de la oferta de bienes que reduciría la dependencia externa de productos, disminuyendo con ello las fugas al multiplicador. Además dichas medidas permitirían liberar a la política monetaria de la dependencia de recursos para estabilizar el tipo de cambio.

Las modificaciones en el mercado de valores se encaminan a que los inversionistas institucionales dirijan sus recursos a la inversión productiva, lo cual permitiría incrementar los valores privados, aumentando la robustez del mercado de valores.

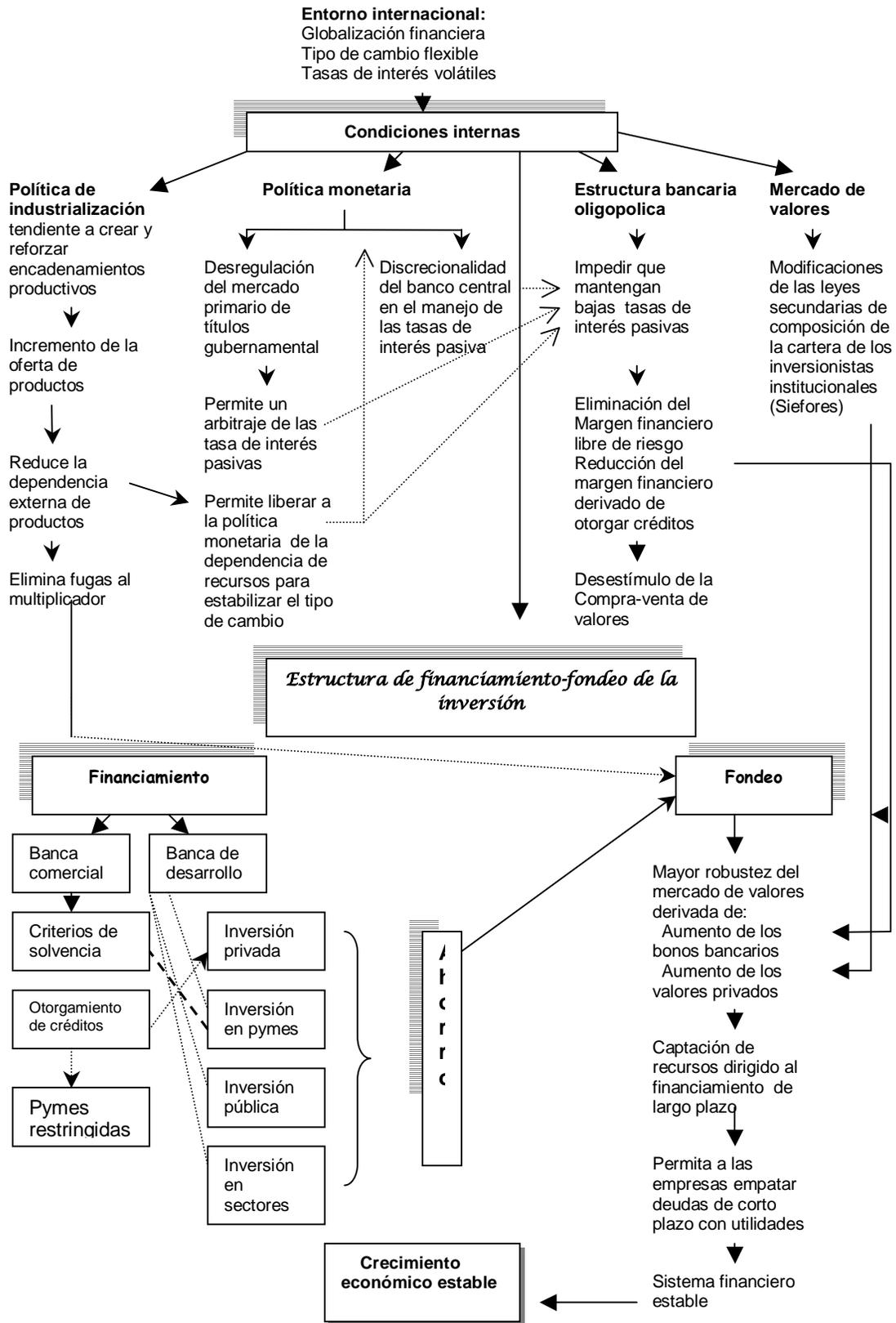
Con respecto al proceso de financiamiento de la inversión, cabe señalar que la reducción de las utilidades de carácter oligopolico de los bancos, fomentará que los bancos otorguen créditos a la inversión productiva y que emitan bonos bancarios que permitan fortalecer al mercado de valores. Si bien se considera que la banca comercial juegan un papel importante en la creación de créditos para financiar la inversión, se reconoce que los bancos dejan una demanda de crédito insatisfecha que se conforma por los prestatarios que no cumplen con lo criterios de solvencia establecidos por los bancos, encontrándose entre ellos las empresas nuevas y las pequeñas y medianas empresas.

Por esta razón, en esta propuesta se fomenta el financiamiento de la inversión productiva por parte de la banca de desarrollo, ya que dicho financiamiento permite no sólo incrementar la inversión productiva al otorgar créditos a los prestatarios excluidos por la banca comercial, sino también fortalecer a las empresas para que puedan cumplir con los criterios de solvencia establecidos por la banca comercial. La banca de desarrollo tendrá como objetivo otorgar financiamiento a las pequeñas y medianas empresas, a la inversión pública y a la inversión en sectores estratégicos.

Por otro lado las medidas referentes al mercado de valores y a la política monetaria estimularan una robustez y alargamiento de los plazos de captación de recursos. De esta manera se evitara que el crecimiento económico derivado de la mayor inversión, muestre inestabilidad, implicando con ello que el mercado de valores llevara a cabo un fondeo adecuado al crecimiento económico, ya que captara el ahorro creado por la producción, canalizándolo al otorgamiento de financiamiento de largo a plazo, que le permite a las empresas empatar sus deudas con sus utilidades y con ello recuperar el fondo revolvente de los bancos.

### Diagrama 15

México: Mecanismo de financiamiento y fondeo funcional al crecimiento económico



La aplicación de esta propuesta conduce a una reactivación del círculo virtuoso financiamiento – inversión - ahorro y fondeo que permite el surgimiento de un crecimiento económico estable. En ella el financiamiento de la inversión será dinamizado por el impulso a la banca de desarrollo y por la disminución del margen financiero libre de riesgo, la inversión será dinamizada tanto por el sector privado como por el sector público y el ahorro y fondeo será llevado a cabo por el mercado de valores.

## Conclusiones

La presente investigación enfatiza que el nuevo modelo de acumulación establecido en la década de los ochenta produjo un cambio en las formas de financiamiento y fondeo de la inversión productiva, remplazándose las políticas estatales y, en general, los mecanismos compensatorios destinados a generar y recolectar el ahorro, por instrumentos de mercado tendientes a dinamizar la inversión y crear un fondeo basado en el mercado de valores. De esta manera se inicia la transición hacia un mecanismo de financiamiento y fondeo basado en el mercado de capitales, que se caracteriza por considerar que la inversión debe ser dinamizada por el sector privado, reduciéndose la inversión pública "ajuste patrimonial", los bancos deben otorgar créditos a la actividad productiva y el mercado de capitales debe canalizar los ahorros hacia un financiamiento de largo plazo, que permita empatar las deudas con las utilidades.

La instrumentación de dichas medidas propició que la inversión tuviera como principal agente dinamizador al sector privado, perdiendo relevancia la inversión pública. Con respecto a su financiamiento, se distinguen dos comportamientos: de 1988 a 1994 una parte importante del aumento de la inversión fue financiada con créditos bancarios; mientras que de 1996 a 2000 y de 2002 a 2005 el aumento de la inversión no se acompañó de un incremento de los créditos bancarios, implicando con ello que la mayor inversión se financia con fuentes alternativas.

El financiamiento otorgado por los bancos mostró dos tendencias: de 1988 a 1994 se presenta un aumento creciente de la cartera crediticia dirigida al sector privado, principiante en el rubro de consumo, que se acompaña de un crecimiento de la cartera vencida; de 1995 a 2005 se muestra un decremento constante de la cartera crediticia.

La desincentivación al otorgamiento de créditos bancarios se explica por la presencia de las siguientes circunstancias:

- La existencia de una autonomía protegida del banco central, de un acceso restringido al mercado primario de títulos gubernamentales y de una estructura oligopolica de la banca comercial, propiciaron el establecimiento de una estructura inadecuada de tasas de interés, en la cual la tasa de los títulos gubernamentales libres de riesgo es mayor a la tasa de depósitos bancarios, generándose con ello un margen financiero libre de riesgo.
- La falta de un mecanismo de fondeo impidió que los bancos recuperaran su fondo revolvente, desestimulando con ello su función tradicional de otorgar créditos a la actividad productiva.

Si bien en los dos periodos de estudio se presenta tanto una falta de mecanismo de fondeo, como una estructura inadecuada de tasas de interés, es importante destacar que a partir de 1995, el margen financiero libre de riesgo se amplía considerablemente. Dentro de los factores que permitieron la ampliación de dicho margen se encuentran: a) la instrumentación de una política monetaria bajo un entorno caracterizado por una autonomía protegida del banco central, b) el fortalecimiento de la estructura oligopolica de los bancos, derivada de la existencia de depositantes cautivos y de las modificaciones al sistema de pagos, que permitieron el pago de nómina a través de tarjetas de débito y c) el acceso restringido al mercado primario de títulos gubernamentales.

La forma de funcionar del mercado primario de títulos gubernamentales otorgó varias ventajas a sus participantes, permitiendo a los bancos obtener ganancias por intermediar los títulos a favor de personas físicas y empresas privadas. También propició que los intermediarios financieros que no tienen acceso a las subastas de títulos, se vieran obligados a participar en un grupo financieros que se organice alrededor de un banco comercial, provocando con ello un aumento de los grupos financieros con banca comercial.

El acceso restringido a la subasta de títulos gubernamentales ha propiciado que la tenencia de bonos gubernamentales genere crecientes utilidades a las instituciones financieras, permitiendo a los bancos obtener un margen financiero libre de riesgo, derivado del diferencial existente entre la tasa de cetes y la tasa pasiva, que desincentiva el otorgamiento de créditos a la actividad productiva y la emisión de bonos bancarios (que podrían profundizar el mercado de valores). De esta manera se ha establecido una estructura de tasas de interés inadecuada al crecimiento económico, que se refleja en una falta de arbitraje entre la tasa de bonos gubernamentales y la tasa de depósitos bancarios, que permite la obtención de utilidades de carácter oligopolico.

Bajo estas circunstancias el oligopsonio existente en el mercado mayorista de subasta de títulos gubernamentales, junto con la estructura oligopolica de la banca comercial, propician el establecimiento de una estructura de tasas de interés no competitiva, mediante la cual los intermediarios financieros obtienen ganancias monopólicas derivadas de la compra-venta de valores gubernamentales.

En cuanto al fondeo de la inversión cabe señalar que pese a todas las reformas institucionales tendientes a desarrollar el mercado de valores, este no se constituyó en una estructura de fondeo funcional, debido a que: a) su dinamización se sustentó en instrumentos de corto plazo del mercado de dinero, b) siguió existiendo un mercado delgado (poco robusto) al cual tenían acceso solo un número reducido de empresas y c) predominaron instrumentos gubernamentales de corto plazo, en vez de valores privado de largo plazo.

Otro factor que explica la falta de un fondeo adecuado, es la existencia de fugas al multiplicador del ingreso, que impiden captar una parte del ahorro creado por la producción, generadas básicamente por que la banca comercial concentra su cartera crediticia en el otorgamiento de créditos al consumo, que se dirigen a bienes suntuarios y a la compra de productos con un alto contenido importador.

De esta manera, el fondeo de la inversión en el periodo de análisis, no fue funcional al crecimiento económico. Si bien una mayor parte de los recursos se destinaron al sector financiero, reflejándose mediante un aumento del coeficiente de ahorro financiero y de la profundidad financiera, ello no implicó que el ahorro financiero se destinara a otorgar financiamiento de largo plazo a las empresas, debido a que su estructura se caracterizó por el predominio de los instrumentos financieros de corto plazo.

Con respecto a la estructura de los instrumentos financieros es importante mencionar que a partir de 1995 se observa una participación creciente de los instrumentos financieros de largo plazo, no obstante dicho comportamiento no implicó que el ahorro financiero se canalizara al otorgamiento de financiamiento a la inversión productiva de largo plazo, ya que el ahorro financiero de largo plazo fue estimulado por los fondos de ahorro para el retiro, que mantuvieron dentro de su cartera de inversión una

participación elevada de bonos gubernamentales y una participación muy reducida de valores privados.

En cuanto a las entidades emisoras, el gobierno mantuvo una participación considerable, mientras que las empresas registraron una participación reducida. Estos elementos permiten indicar que las empresas no utilizaron al mercado de valores como fuente de financiamiento, ya que emitieron un monto reducido de valores, en tanto que la emisión de valores gubernamentales no fue canalizada a la inversión productiva sino al logro de la estabilidad de precios.

Con base en lo anterior se puede afirmar que no existió una estructura de fondeo funcional a la inversión, debido a que se sustentó en un mercado de valores caracterizado por ser volátil, delgado (con un número reducido de oferentes y demandantes) y por tener una estructura de captación de corto plazo, que impidió a las empresas obtener un financiamiento de largo plazo que les permitiera empatar sus deudas con sus utilidades.

La falta de un mecanismo de fondeo adecuado, aunada con el surgimiento de ganancias oligopólicas derivadas del establecimiento de una estructura inadecuada de tasas de interés (explicada por la autonomía protegida del banco central, por el acceso restringido al mercado primario de títulos gubernamentales y por la estructura oligopólica de los bancos) ha propiciado que los bancos disminuyan en forma continua los créditos otorgados a la inversión productiva.

Los elementos enunciados anteriormente permiten concluir que la eliminación de los mecanismos compensatorios destinados a la generación y captación de ahorro existentes en la estructura basada en el mercado crediticio, no fue compensada por la nueva estructura basada en el mercado de capitales, generando con ello un crecimiento económico bajo e inestable.

Bajo estas circunstancias resulta evidente que en México no existe un mecanismo de financiamiento y fondeo funcional al crecimiento económico; el revertir esta situación resulta de vital importancia, ya que los bancos juegan un papel importante en la creación de créditos, que permite a la economía transitar de una etapa de crecimiento a otra.

Cuadro VII México: Evolución de las fusiones de la Banca Múltiple, 1982-1988

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
<b>BANCOMER</b>	Bancomer Bco. de comercio	Bancomer	Bancomer	Bancomer	Bancomer	Bancomer	Bancomer
<b>SERFIN</b>	Serfin Continental Ganadero Credito Mex Longoria Popular Probanca Norte Bco. Azteca Bco. Tuxpan Finan.Cred. de Mtrey.	Serfin Continental Ganadero Credito Mex Longoria	Serfin Credito Mex.	Serfin Credito Mex.	Serfin Credito Mex.	Serfin Credito Mex.	Serfin
<b>COMERMEX</b>	Comermex Bco. Com. del norte	Comermex	Comermex	Comermex	Comermex	Comermex	Comermex
<b>ATLANTICO</b>	Atlantico Bco. de Mtrey	Atlantico Bco. de Mtrey	Atlantico Bco. de Mtrey	Atlantico	Atlantico	Atlantico	Atlantico
<b>CREMI</b>	Cremito Actibanco Guad. Prom. y fomento Bco. Aboumrad	Cremito Prom. y fomento	Cremito Prom. y fomento	Cremito	Cremito	Cremito	Cremito
<b>Merc. Norte</b>	Reg. del Nte Merc. de Mtrey.	Reg. del Nte Merc. de Mtrey.	Reg. del Nte Merc. de Mtrey.	Reg. del Nte Merc. de Mtrey.	Reg. del Nte Merc. de Mtrey.	Merc. Norte	Merc. Norte
<b>B.C.H.</b>	B.C.H. Sofimex	B.C.H. Sofimex	B.C.H. Sofimex	B.C.H. Sofimex	B.C.H.	B.C.H.	B.C.H.
<b>Merc.Mex.</b>	Merc. Mex Bancam	Merc. Mex Bancam	Merc. Mex Bancam	Merc. Mex Bancam	Merc. Mex	Merc. Mex	Merc. Mex
<b>CENTRO</b>	Centro De provincias Del interior Merc. de Zac. Prov. de Sinaloa	Centro	Centro	Centro	Centro	Centro	Centro
<b>PROMEX</b>	Promex Refacc. de Jal.	Promex Refacc. de Jal.	Promex Refacc. de Jal.	Promex Refacc. de Jal.	Promex	Promex	Promex
<b>BANPAIS</b>	Banpais Bco. Latino Corp. Financiera Financ. Ind. y Agr	Banpais Bco. Latino	Banpais Bco. Latino	Banpais Bco. Latino	Banpais	Banpais	Banpais
<b>BANORO</b>	Banoro Bco. Occ. de Méx. Unibanco Bco. Prov. de Sin.	Banoro Unibanco	Banoro Unibanco	Banoro Unibanco	Banoro	Banoro	Banoro

Fuente: Comisión Nacional Bancaria, julio 1992

Cuadro XXIV  
Evolución de las fusiones y adquisiciones de la Banca comercial 1995-2001

Periodo	Institución Fusionante	Institución Fusionada	Institución Adquiriente	Institución Adquirida	Institución Asociante	Institución Asociada
May_95	Banco Vizcaya	Bilbao	Multibanco Mercantil			
Nov_95	Banco Mercantil Norte	del	Banco del centro			
Jun_96	Banco Mercantil Norte	del	Banoro			
Jul_96					Scotiabank	Inverlat
Ago_96			Banco Vizcaya	Bilbao	Banca Cremi	
Ago_96			Banco Vizcaya	Bilbao	Banco de Oriente	
Mar_97					Hong Kong Shanghai Bank	Banca Serfin
May_97	Banco Santander		Banco Mexicano			
Ago_97				Citibank	Banca Confia	
Ago_97			Banco Mercantil del Norte		Banpais	
Dic_97			Bital		Banco del Atlántico	
Dic_97			Bital		Banco del Sureste	
Dic_97			Bital		Banco Interestatal	
Jun_99			Bancomer		Banca Promex	
Jun_99			Bancomer		Banca Unión	
Abr_00	Santander Mexicano		Banca Serfin			
Oct_00	Banco Vizcaya	Bilbao	Bancomer			
Nov_00	Scotiabank		Inverlat			
Oct_01	Citibank		Banamex			
Nov_01	Banco Mercantil Norte	del	Bancrecer			
Nov_02				Hong Kong Bital	Shangai Bank	

**Fuente:** Elaboración propia con base Martínez y Velázquez, "La integración de la nueva banca nacional. Diez años de fusiones y adquisiciones", 2002 y datos de la CNBV



## Bibliografía

- ABOUMRAD, Guillermo (1996), "Instrumentación de la política monetaria con objetivo de estabilidad de precios: el caso de México", en *monetaria*, México Vol. XIX, No.1: ene./mar., pp. 69-106.
- \_\_\_\_\_ (1997) "Consideraciones generales para el diseño de la política monetaria", en *Gaceta de economía*, México Año 3 No.5: otoño, pp. 179-188.
- AGUILAR, Alejandro y Juan-Ramón, Hugo (1997), "Determinantes de las tasas de interés de corto plazo en México: efecto de las señales del banco central", en *Gaceta de economía*, México Año 3 No.5: otoño, pp. 209-220.
- AGUIRRE, María (2004), "Controversia White-Keynes. Orden y desorden financiero internacional", en CORREA, Eugenia y Alicia Girón (coords), *Economía financiera contemporánea*, Tomo. I, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp. 111-188.
- AMPUDIA, Nora (2005), "Restricción crediticia y baja profundidad financiera: obstáculos para el desarrollo", en *economía Informa*, México No. 337, nov./dic., pp. 25-39.
- ANDA GUTIÉRREZ, Cuatémoc (1999), *México y su desarrollo socioeconómico (de Porfirio Díaz a Ernesto Zedillo)*, México, Limusa,
- ANDJEL, Eloísa (1992), *Keynes: Teoría de la demanda y el desequilibrio*, México, UNAM-Facultad de economía-Diana.
- ANIMA, Santiago y Vicente Guerrero (2004), *Economía mexicana. Reforma estructural, 1982-2003. Elementos para comprender la transición*, México, UNAM, 315p.
- APARICIO, Abraham (2001). "Un sexenio de restricción monetaria: evaluación empírica", en *economía Informa*, México, No. 293: dic./ene., pp. 7-14.
- BAILLIU, Jeanine et al (2003), "Explicación y predicción de la inflación en mercados emergentes: el caso de México", en *monetaria*, México Vol. XXVI, No. 2: abr./jun. 2003, pp.129-165.
- Banco de México, *Información financiera y encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio*, [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx).
- \_\_\_\_\_, *Informe anual*, varios años (1980-2005).
- BASAVE, Jorge (2000), "Los grupos financieros en México", en Irma Manrique (coord.), *Arquitectura de la crisis financiera*, México, UNAM/IIEc/ENEP Aragón/M.A. Porrúa, pp. 155-161.
- BLINDER, Alan (1998), *El banco central teoría y práctica*, España, Antoni Bosch, pp. 25-50.
- BUSSINGER, Gustavo (2004). "El canal de crédito como mecanismo de transmisión de la política monetaria en Brasil", en *monetaria*, México Vol. XXVII, No.3: jul./sep., pp. 243-262.
- CARDERO, María y Luis M. Galindo (2002), "El papel del crédito al sector privado en el crecimiento económico en México: algunas tesis para el debate", en *economía Informa*, México, No. 306: abril. 2002. pp. 34-48.
- CARDENAS, Enrique (1996), *La política económica en México 1950-1994*, México, Fondo de cultura económica.
- CARDIM, Fernando J (1992), "Own-rates of interest an investment", en *Mr. Keynes and the post-keynesians. Principles of macroeconomics for a monetary production economy*, Gran Bretaña, Edward Elgar, pp. 117-133.
- \_\_\_\_\_ (1992a), "Savings, finance and funding: financial institutions and the sustaining of investments", en *Mr. Keynes and the post-keynesians. Principles of macroeconomics for a monetary production economy*, Gran Bretaña, Edward Elgar, pp. 147-159.
- CARSTENS, Agustín y Alejandro Reynoso (1997), "Alcances de la política monetaria: marco teórico y regularidades empíricas en la experiencia mexicana", en *Gaceta de economía*, México Año 3 No.5: otoño., pp. 13-57.

- CHAPOY, Alma (2004), "El sistema financiero internacional", en Correa, Eugenia y Alicia Girón (coords), *Economía financiera contemporánea*, Tomo. I, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp. 49-109.
- CHICK, Victoria (1990), "The evolution of the Banking System and the Theory of monetary policy", en Geld and Whrung Working papers, 17p.
- \_\_\_\_\_ (1990a), *La macroeconomía según Keynes. Una revisión de la teoría general*, España, Alianza, 412p.
- Comisión Nacional Bancaria, *Boletín Estadístico del sistema bancario*, Julio 1992, marzo 1994,
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores, *Boletín Estadístico de Banca Múltiple*, marzo 1996, diciembre 1996, diciembre 1998, marzo 1999, marzo 2000, marzo 2001, junio 2001, marzo 2002, marzo 2003 y marzo 2004.
- CONTRERAS, Hugo (2005), "México 2005: el populismo y la política monetaria", en *economía Informa*, México No. 332: ene./feb., pp. 43-57.
- CORREA, Eugenia (1992), *Los mercados financieros y la crisis en América Latina*, México, UNAM/IIEc, 165p.
- \_\_\_\_\_ (1998), "Apertura financiera y crisis bancaria", en Guadalupe Mantey y Noemí Levy (Comps.), *Desorden Monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM/DGAPA/ENEP-Acatlán.
- \_\_\_\_\_ (1998a), *Crisis y desregulación financiera*, México: UNAM/IIEc/Siglo XXI, 205p.
- \_\_\_\_\_ (2000), "Conglomerados y reforma financiera", en *comercio exterior*, México Vol. 50, No. 6: junio., pp. 458-468.
- \_\_\_\_\_ (2000a), "Inversionistas institucionales en un mercado financiero global", en Guadalupe Mantey y Noemí Levy (comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM/ENEP-Acatlán/DGAPA, pp. 103-117.
- \_\_\_\_\_ y Esmeralda Maya (2002), "Expansión de la banca extranjera en México", en Alicia Girón y Eugenia Correa (comps.), *Crisis y futuro de la banca en México*, México, UNAM-IIEc.
- \_\_\_\_\_ (2004), "Reforma financiera en México", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, Tomo IV, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp. 141-180.
- \_\_\_\_\_ (2005), "Globalización y estructuras financieras: el caso de México", en Eugenia Correa et al (coords.), *Consecuencias financieras de la globalización*, México. UNAM/IIEc/Porrúa, pp. 491-509.
- \_\_\_\_\_ (2005a), "Financiamiento al sector privado a una década de la crisis bancaria mexicana", en *economía Informa*, México No. 337, nov./dic., pp. 63-70.
- DELGADO, Raúl y Oscar Mañán (2005), "Radiografía de un "milagro" exportador. Apuntes sobre el caso de México", en Eugenia Correa et al (coords.), *Consecuencias financieras de la globalización*. México. UNAM/IIEc/Porrúa, pp. 273-306.
- DIAZ, Alejandro y Laura Greenham (2000), *Política monetaria y tasas de Interés: experiencia reciente para el caso de México*, México, Banco de México, Diciembre, Serie *Documentos de Investigación* No. 2000-08, 40p.
- DÍAZ-BAUTISTA, Alejandro (2004), "Autonomía de la banca central y control de la inflación", en *Economía Informa*, México No. 326: mayo, pp. 22-40.
- DOW, J.C.R (1991), "Proceso financiero e incertidumbre y consecuencias para el poder del banco central", en L. Bendesky (comp.), *El papel de la banca central en la actualidad*, México, CEMLA/ Banco de España, pp. 199-214.
- DUSSEL, Enrique (2005), "La economía mexicana en 2005. ¿Recuperación del PIB sin empleo?", en *economía Informa*, México No. 332: ene./feb., pp. 11-17.
- ELIZONDO, Alan y Carla Santos (1998), "El margen de intermediación bancaria compensado por riesgo: un estudio comparativo multinacional", en *monetaria*, México Vol. XXI, No.2: abr./jun, pp. 119-138.

- FARRIL, Ernesto (1999), "Una propuesta para la banca", en *economía Informa*, México, No. 280, agos./sep., pp. 46-51.
- Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, anuario 1985, 1991, enero 1998 y mayo 2001.
- GALINDO, Luis M. y Carlos Guerrero (2000), "El impacto de la liberalización financiera sobre el ahorro privado en México, 1980-1998", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM/ENEP-Acatlán/DGAPA, pp. 387-404.
- \_\_\_\_ y Eduardo Alatorre (2004), "Una evaluación de reglas de política monetaria alternativas: el caso de México", en *Economía Informa*, México No. 326: mayo, pp. 5-15.
- \_\_\_\_ y Jaime Olivares (2005), "Crecimiento económico e inflación en México para el 2005", en *economía Informa*, México No. 332: ene./feb., pp. 30-42.
- GATTELET, Ruben y Julio Siri (1998), "Gastos o costos de un banco central: análisis del costo de la política monetaria", en *monetaria*, México Vol. XXI, No.2: abr./jun, pp. 205-216.
- GIL DÍAZ, Francisco (1997), "La política monetaria y sus canales de transmisión en México" En *Gaceta de economía*. México Año 3 No.5: otoño, pp. 79-102.
- GIRÓN, Alicia (2000), "Inestabilidad financiera y fondo mutualista y de cobertura-", en *comercio exterior*, México Vol. 50, No. 6: junio, pp. 469-474.
- \_\_\_\_ (2002), "La banca mexicana en transición: Crisis o reestructuración?", en Alicia Girón y Eugenia Corea (comps.), *Crisis y futuro de la banca en México*, México, UNAM-IIEc, pp.47-65.
- \_\_\_\_ y Eugenia Correa (2004), "Desregulación y crisis financieras", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, Tomo. I, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp. 19-48.
- GÓMEZ, Gabriel (2000), "Crisis y recuperación económica-financiera", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM/ENEP-Acatlán/DGAPA, pp. 221-277.
- GÓMEZ Ochoa y David Patlán (2003), "Profundización financiera, Banca, Ahorro e inversión en México", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, México, UNAM-DGAPA-Porrúa, pp.295-332.
- GOODFRIEND, Marvin y Robert G. King (1991), "Desregulación financiera, política monetaria y banca central", en L. Bendsky (comp.), *El papel de la banca central en la actualidad*, México, CEMLA/ Banco de España, pp. 243-281.
- GUILLÉN, Arturo (2004), "Deflación y mercados financieros", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, Tomo II, México, UNAM/UAM/M.A. Porrúa, pp. 93-139.
- HERNÁNDEZ, Alejandro y Ignacio Trigueros (1997), "Tipo de cambio real y régimen monetario: una nota", en *Gaceta de economía*, México Año 3 No.5: otoño, pp. 59-78.
- HERNÁNDEZ, Manuel (2000), "La globalización económica y sus efectos en el sistema financiero mexicano", en Irma Manrique (coord.), *Arquitectura de la crisis financiera*, México, UNAM/IIEc/ENEP Aragón/M.A. Porrúa, pp. 241-264.
- HUERTA, Arturo (1998), "La liberalización económica impide condiciones financieras para el crecimiento", Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *Desorden Monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM/DGAPA/ENEP-ACATLAN, pp.151-170.
- \_\_\_\_ (1999), "Comentarios a la auditoria de Fobaproa y a la problemática del sector bancario", en *economía Informa*, México, No. 280:agos./sep, pp. 17-45.
- \_\_\_\_ (2000), "La liberalización financiera no genera condiciones de estabilidad monetaria y financiera", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM/ENEP-Acatlán/DGAPA, pp. 47-69.

- \_\_\_\_\_ (2001), "Consideraciones a las iniciativas fiscal, financiera y presupuestaria presentadas por el gobierno federal", en *economía Informa*, México, No. 298: junio, pp.17-32.
- \_\_\_\_\_ (2001a), "Globalización, vulnerabilidad, recesión y alternativas", en *economía Informa*, México, No. 297: mayo, pp.7-17.
- \_\_\_\_\_ (2002), "La recesión económica en México y la inviabilidad de su salida con las políticas predominantes", en *economía Informa*, México, No. 308: junio, pp.12-29.
- \_\_\_\_\_ (2003), "La autonomía del Banco Central y la inexistencia de política monetaria anti-cíclica", en *seminario institucional de economía financiera Reformas financieras de América Latina* (septiembre, 2003; México), Memorias, México, UNAM-IIEc, 7p.
- \_\_\_\_\_ (2004), "Política antiinflacionario y estancamiento", en *Economía Informa*, México No. 326, mayo, pp. 16-21.
- HUERTA, Carlos y Alfredo Pureco (2003), "Teoría económica: crisis bancaria y financiera, un problema no resuelto para el caso de México", en *seminario institucional de economía financiera Reformas financieras de América Latina* (septiembre, 2003; México), Memorias, México, UNAM-IIEc, 8p.
- IBAÑEZ, José (2005), "Sector externo, deuda y financiamiento para el desarrollo", En Eugenia Correa et al (coords.), *Consecuencias financieras de la globalización*, México, UNAM/ IIEc/Porrúa, pp. 307-344.
- IBARRA, Darío (1999), "El ahorro en México: implicaciones de política económica", en *comercio exterior*, México Vol. 49 No 5, mayo, pp. 461-468.
- IBARRA, David (2004), "Globalización y banca", en *ECONOMIAUnam*, México Vol. 1, num. 2, mayo/agosto, pp.85-97.
- INEGI, *Sistema de cuentas nacionales, (varios años)*, Tomo III y IV y en la red [www.inegi.gob.mx](http://www.inegi.gob.mx).
- International Monetary Fund, *International, Financial Statistics*, February 2005, may 2005.
- JIMÉNEZ, Rafael y David Patlán (1999), "Reforma financiera en México y cambio estructural en la intermediación bancaria", en *economía Informa*, México, No. 280:agos./sep, pp. 51-65.
- KAMIN, Steven et al (1998), "The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview", en Bank for International Settlements, *Policy Papers* No. 3, January, pp. 5-64.
- KATZ, Isaac (1997), "El marco institucional de la política monetaria", en *Gaceta de economía*, México Año 3 No.5: otoño, pp. 137-177.
- KENYON, Meter (1984), "Precios", en Hermann Blume (comp.), *Economía postkeynesiana*, Madrid, Alfred S. Eichner, pp. 55-66.
- KEYNES, John (1930), *Tratado del dinero. Teoría pura y aplicada del dinero*, España, AOSTA, 1996, 399p.
- \_\_\_\_\_ (1936), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, 4ª ed, México, Fondo de Cultura Económica, 2003, 413p.
- \_\_\_\_\_ (1937), *Alternative Theories of the Rate of Interest, Collect Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV, The General Theory and After, recopilado por Donald Moggridge, Macmillan, Inglaterra, 1973.
- KREGEL, Jan (2004), "Estructuras financieras en transformación", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, Tomo II, México, UNAM/UAM/M.A. Porrúa, pp. 207-234.
- \_\_\_\_\_ (2004a), "Fragilidad financiera e inestabilidad económica", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, Tomo III, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp. 17-39.
- LEÓN, Dulce (1998), "La teoría general... keynesiana: divergencia y continuidad con el aparato "clásico"", en *Economía informa*, México No. 272, noviembre pp. 33-43.

- LEVY, Noemí (1998), "Efectos sobre el fondeo de la inversión productiva por el acortamiento de los plazos de los activos internacionales", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM/DAGAPA/ENEP Acatlán, pp. 203-230.
- \_\_\_\_ (1998a), "Análisis del IV informe presidencial financiamiento y crecimiento", en *Economía Informa*, México No. 271, octubre, pp. 20-25.
- \_\_\_\_ (1999), "Análisis económico del quinto informe presidencial –rumbo económico del último quinquenio–", en *economía Informa*, México, No. 281, octubre, pp.7-16.
- \_\_\_\_ (1999a), "Desregulación financiera: efecto sobre el comportamiento de la inversión y su financiamiento en México", en *Problemas del desarrollo. Revista latinoamericana de economía*, México Vol.30, No.119:oct./dic., pp. 81-103.
- \_\_\_\_ (1999b), "Efectos de la desregulación económica en el empresariado mexicano", en *economía Informa*, México, No. 277, mayo, pp.24-30.
- \_\_\_\_ (1999c), "Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994. Ideas generales", en *investigación económica*, México Vol. LIX, No. 229: jul./sep., pp.75-119.
- \_\_\_\_ (2000), "Efectos de la liquidez internacional sobre el déficit fiscal y el crecimiento económico en México, 1983-1987", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM/ENEP-Acatlán/DGAPA, pp. 365-386.
- \_\_\_\_ (2000a), "Tasas de interés, agregados monetarios y crecimiento económico", en *Momento Económico*, México No.107, Enero/febrero, pp. 30-47.+
- \_\_\_\_ (2000b), "Evaluación del crecimiento económico del periodo zedillista: menor bienestar y creciente inestabilidad", en *economía Informa*, México, No. 290, septiembre, pp. 13-21.
- \_\_\_\_ (2001), *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión*, México 1960-1994, México, Facultad de economía/UNAM/DEGAPA.
- \_\_\_\_ (2002), "El efecto de la movilidad del capital internacional sobre los mecanismos de transmisión monetaria en economías emergentes: México y Corea del Sur", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comp.), *Globalización financiera e integración monetaria*, México, UNAM-DGAPA-Porrúa, pp.391-419.
- \_\_\_\_ (2004), "Financiamiento de la inversión en México", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, Tomo IV, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp. 181-216.
- \_\_\_\_ (2005), "Hipótesis de inestabilidad financiera: la experiencia bancaria mexicana en los años noventa", en Eugenia Correa et al (coords.), *Consecuencias financieras de la globalización*, México, UNAM/IIEc/Porrúa, pp. 511-531.
- \_\_\_\_ (2005a), "La organización de las instituciones financieras de países con mercados financieros desequilibrados y el financiamiento al desarrollo", México (en espera de su publicación), 25p.
- \_\_\_\_ (2005b), "Nuevo comportamiento de los bancos y su efecto en países con mercados financieros débiles: el caso de México", México (en espera de su publicación), 29p.
- \_\_\_\_ (2005c), "Retos para el crecimiento económico: financiamiento y composición de la inversión", en *economía Informa*, México No. 332, ene./feb., pp. 18-29.
- \_\_\_\_ (2005d), "La efectividad de las operaciones de mercado abierto en países emergente. México en los noventa", en *ECONOMIAunam*, México Vol. 2, núm. 6, septiembre/diciembre, pp.55-71.
- \_\_\_\_ (2005e), "La segunda generación de reformas al modelo de exportación y su efecto sobre el crecimiento económico", en *economía Informa*, México No. 337, nov./dic., pp. 81-93.
- \_\_\_\_ (2006), "México: cambios institucionales y su efecto sobre la estructura financiera: modificación de los agregados monetarios", en Irma Manrique (coord.), *Política Fiscal y Financiera en el contexto de la reforma del Estado y de la desregularización económica en América*, México, UNAM/IIEc, pp.391-413.

- LÓPEZ GÓNZALEZ, Teresa (2002), "La paradoja Neoliberal en México: márgenes financieros elevados y baja propensión al ahorro", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comp.), *Globalización financiera e integración monetaria*, México, UNAM-DGAPA-Porrúa, pp.63-84.
- \_\_\_\_\_ (2005), "La política monetaria y el financiamiento a la inversión en México", en *economía Informa*, México No. 337, nov./dic., pp. 52-62.
- \_\_\_\_\_ (2006), "Efecto de la desregulación financiera en la política fiscal. Implicaciones de política económica en México, en Irma Manrique (coord.), *Política Fiscal y Financiera en el contexto de la reforma del Estado y de la desregularización económica en América*, México, UNAM/IIEc, pp.19- 68.
- LUCERO, Alejandro (1999), "Participación y permanencia de los bancos nacionales en el sistema bancario mexicano 1993-1999", en *economía Informa*, México, No. 280:agos./sep., pp. 66-100.
- MANRIQUE, Irma (1998), "Banca universal en México", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM/DAGAPA/ENEP Acatlán, pp. 231-280.
- \_\_\_\_\_ (2000), "Efectos de la desregulación en el crecimiento económico de México y Chile", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM/ENEP-Acatlán/DGAPA, pp. 345-361.
- \_\_\_\_\_ (2000a), "Reforma financiera: Innovación, desregulación y crisis", en Irma Manrique (coord.), *Arquitectura de la crisis financiera*, México, UNAM/IIEc/ENEP Aragón/M.A. Porrúa, pp. 79-99.
- \_\_\_\_\_ (2002), "Transición de la banca mexicana: crédito, prioridad olvidada", en Alicia Girón y Eugenia Correa (comps.), *Crisis y futuro de la banca en México*, México, UNAM-IIEc, pp.89-105.
- \_\_\_\_\_ (2004), "Política monetaria en la liberalización financiera. Estados Unidos, Alemania y Japón", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, Tomo III, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp. 71-110.
- \_\_\_\_\_ (2005), "Banca de Desarrollo: ¿entre ineficiencia y dispendio?", en *economía Informa*, México No. 337, nov./dic., pp.71-80.
- MÁNTEY, Guadalupe (1998), "Especulación endeudamiento público y desempleo mundial, urgen reformas al sistema monetario", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (Comps.), *Desorden Monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM/DGAPA/ENEP-ACATLAN, pp. 25-47.
- \_\_\_\_\_ (1998a), "Efectos de la liberalización financiera en la deuda pública de México", en Alicia Girón y Eugenia Correa (coords.), *Crisis financiera: mercado sin fronteras*, México, IIEC/dgapa/Caballito, pp. 243-266.
- \_\_\_\_\_ (1999), "Políticas monetaria y cambiaria para el crecimiento con flujos de capital externo volátiles", en *comercio exterior*, México Vol. 49 No 5: mayo, pp. 445-454.
- \_\_\_\_\_ (2000), "Desregulación financiera en el sudeste de Asia y en América Latina, crisis bancarias y vulnerabilidad a los programas del FMI", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM/ENEP-Acatlán/DGAPA, pp. 191-219.
- \_\_\_\_\_ (2000a), "Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX", en *comercio exterior*, México Vol.50, No.12: diciembre, pp. 1069-1076.
- \_\_\_\_\_ (2002), "Política monetaria con oligopolio bancario: El gobierno como emisor de última instancia y el sobreendeudamiento público en México", en *Momento Económico*, México No.120: marzo/abril, pp. 2-13.
- \_\_\_\_\_ (2003), "Política monetaria con globalización financiera. Integración monetaria vs. Regulación del crédito", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, México, UNAM-DGAPA-Porrúa, pp.71-103.
- \_\_\_\_\_ (2004), "Inestabilidad financiera y regímenes cambiarios: alternativas para América Latina", en *IV seminario de economía financiera cooperación, instituciones y asimetrías financieras en América Latina* (noviembre, 2004; México), Memorias, México: UNAM-IIEc, 7p.

- \_\_\_\_\_ (2004a), "Política monetaria en México", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, Tomo. IV, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp. 105-140.
- \_\_\_\_\_ (2004b), "Políticas financieras para el desarrollo en mercados imperfectos", en *ECONOMÍAUnam*, México Vol.1 núm.3: sep./dic., pp. 101-114.
- MARINO, Roberto (1996), "La autoridad monetaria frente a las crisis financieras: la experiencia reciente del Banco de México", en *monetaria*, México Vol. XIX, No.1: ene./mar., pp. 1-30.
- MARTÍNEZ ATILANO, Guillermo (1996), "Servicios financieros: apertura y globalización", en María Elena Cardero (comp.), *Que ganamos y que perdimos con el TLC*, México, Siglo XXI/UNAM, pp. 265-284.
- MARTÍNEZ HERNÁNDEZ, Ifigenia (1998), "La reforma del sistema monetario internacional ante la globalidad", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM/DAGAPA/ENEP Acatlán, pp.17-23.
- MARTÍNEZ MARCA, José Luis (2000), "Consideraciones sobre el desorden financiero", en Irma Manrique (coord.), *Arquitectura de la crisis financiera*, México, UNAM/IIEc/ENEP Aragón/M.A. Porrúa, pp. 57-77.
- MARTÍNEZ, Alejandro et al (2001), *Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México*, México, Banco de México, serie documentos de Investigación No. 2001-02., Marzo, 55 p.
- MARTÍNEZ, Marissa y Paola Velázquez (2002), "La integración de la nueva banca nacional. Diez años de fusiones y adquisiciones", en *Revista Economía, Teoría y práctica*, México, 2002. pp. 28-52.
- MARTÍNEZ, Ramón, (2000), "Sobre la globalización de los servicios financieros", en Irma Manrique (coord.), *Arquitectura de la crisis financiera*. México. UNAM/IIEc/ENEP Aragón/M.A. Porrúa, pp. 231-239.
- MAYA, Claudia (2003), "Banca extranjera en México", en *seminario institucional de economía financiera Reformas financieras de América Latina* (septiembre, 2003; México), Memorias, México: UNAM-IIEc, 3p.
- \_\_\_\_\_ (2004), "Banca extranjera en México", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, Tomo IV, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp. 217-240.
- MAYORGA, Mauricio et al (2004), "Efectos asimétricos de la política monetaria", en *monetaria*, México Vol. XXVII, No.1: ene./mar., pp. 57-66.
- MENDOZA PICHARDO, Gabriel (1998), "Financiamiento y crecimiento: la experiencia de México en los años noventa", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (Comps.), *Desorden Monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM, pp. 171-202.
- MENDOZA, Miguel Ángel (1998), "Inflación y crecimiento económico en México". En *monetaria*. México Vol. XXI, No.2: abr./jun. 1998. pp. 139-162.
- México, Banco de México (1997), "La conducción de la política monetaria del Banco de México a través del régimen de saldos acumulados", en *Gaceta de economía*, México Año 3 No.5: otoño, pp. 189-208.
- MCKINNON, R. (1974), *Dinero y capital en el desarrollo económico*, Centro de estudios Monetarios latinoamericanos, México.
- MINSKY, Hyman (1975), *Las razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México, 1987.
- MOORE, Basil (1984), "Factores monetarios", en Hermann Blume (comp.), *Economía postkeynesiana*, Madrid, Alfred S. Eichner, pp. 139-157.
- \_\_\_\_\_ (1988), "The difference between commodity, fiat and credit money", en *Horizontalists and Verticalist the macroeconomics of credit money USA*, Cambridge university press, pp. 3-21.
- MORALES, Isaías (2004), "La globalización de los mercados financieros", en *Economía Informa*, México No. 326: mayo, pp. 41-54.

- MORERA CAMACHO, Carlos (1998), *El capital financiero en México y la globalización. Límites y contradicciones*, México, UNAM/IIEc/Era, 268p.
- Nacional Financiera, *La economía Mexicana en Cifras*, México, 1981,1984, 1986, 1995 y 1998.
- O'DOGHERTY, Pascual (1997), "La instrumentación de la política monetaria por el banco central", en *Gaceta de economía*, México Año 3 No.5: otoño, pp. 103-136.
- ORTIZ CRUZ, Etelberto (2003), "Dos hipótesis poskeynesianas fundamentales para la economía mexicana: ahorro e inflación", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, México, UNAM-DGAPA-Porrúa, 255-293.
- ORTIZ MARTÍNEZ, Guillermo (1994), *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*, México: FCE, 363p.
- ORTIZ PALACIOS, Luis Ángel (2005), "Desregulación financiera y transformación de los mecanismos de financiamiento y fondeo a la inversión en México", en *economía Informa*, México No. 337, nov./dic., pp. 40-51.
- ORTIZ SOTO, Oscar Luis (2001), *El dinero. La teoría, la política y las instituciones*, México, Facultad de economía.
- PARGUEZ, Alain (2001), "Money without scarcity: from the Horizontalist Revolution to the Theory of the monetary circuit", en L.P. Rochon y M Vernengo (editores), *Credit, Interest Rates and the open economy: Essays on Horizontalism*, UK, Edward Elgar, pp. 69-101.
- \_\_\_\_\_ (2000), "John Maynard Keynes: en busca de una economía sin escasez", en *comercio exterior*, México Vol.50, No. 12: diciembre, pp. 1034-1044.
- \_\_\_\_\_ (2004), "Moneda y crédito en el capitalismo contemporáneo", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, tomo II, México. UNAM/UAM/M.A. Porrúa, pp. 15-54.
- PELLEY, Thomas (2005), "Del keynesianismo al neoliberalismo: paradigmas cambiantes en economía", en *ECONOMÍAUnam*, México Vol.2 núm.4 ene./abr.,138-148 pp.
- PEÑA, María (1999) "Serfin, el primer rescate del IPAB", en *economía Informa*. México, No. 280:agos./sep., pp. 101-103.
- PÉREZ, Iris y Betzabé Cabrera (1999), "La oferta monetaria en México: un análisis de exogeneidad", en *economía Informa*, México, No. 274: febrero, pp.27-38.
- PROVENCIO, Marco (1999), "Reformas al sistema financiero mexicano", en *economía Informa*, México, No. 280:agos./sep., pp. 7-16.
- PUYANA, Jaime (2005), "Liberalización de flujos de capital y su efecto en la economía mundial", en Eugenia Correa et al (coords.), *Consecuencias financieras de la globalización*, México, UNAM/IIEc/Porrúa, pp. 23-53.
- RAMÍREZ SOLANO, Ernesto (2001), *Moneda, banca y mercados financieros*, México, Prentice-Hall
- ROA, Rubén (1998), "La política monetaria y la autonomía del Banco de México", en *Economía informa*, México No. 272: noviembre. 1998. pp. 13-19.
- ROCHON, Louis-Philippe (1999), "Horizontalists and structuralists: credit and endogenous "Money"", en *credit, money and production: An alternative Post-Keynesian Approach*. UK, Edward Elgar, pp. 155-201.
- \_\_\_\_\_ (2001), "Horizontalism: setting the record straight", en L.P. Rochon y M. Vernengo (editores), *Credit, Interest Rates and the open economy: Essays on Horizontalism*, UK, Edward Elgar, pp. 31-59.
- ROJAS, Edgar y Pedro Rodríguez (1999), "El papel de la estructura financiera en la transmisión de la política monetaria, en *Monetaria*. México XXVII (1): ene./mar, pp. 1-37.
- ROMERO, Carlos (1998), "Competencia y regulación en el sector bancario de México después de la privatización, 1992-1996", en *Revista Economía, Teoría y Práctica*. No. 9. México, 20p.

- RUIZ DURAN, Clemente (2004), "Desbancarizados en México: situación y propuestas para revertirla", en *comercio exterior*, México Vol.54 núm.7: julio, 564-574p.
- SANTILLÁN, Javier (1996), "Política cambiaria y autonomía del banco central", en *monetaria*, México Vol. XIX, No.3: jul./sep., pp. 207-232.
- SANTOR, Eric (2003), "Crisis bancarias y contagio: evidencia empírica", en *monetaria*, México Vol. XXVI, No.3: jul./sep., pp. 293-311.
- SAWYER, Malcolm (1992), "On the originis of post-keynesian pricing theory and macroeconomics". En ARESTIS, Philip y CHICK, Victoria (editors), *Recent Developments in post-keynesian economics*, Gran Bretaña, Edward Elgar, 1992, pp. 64-80.
- SCHWARTZ, Moisés (1998), *Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria*. México, Banco de México, Serie documentos de Investigación No. 9804, Octubre, 34p.
- \_\_\_\_\_ y Alberto Torres (2000), *Expectativas de Inflación, Riesgo país y política monetaria en México*. México, Banco de México Serie documentos de Investigación No. 2000-06, Diciembre, 25p.
- SINGH, Ajit y Bruce Weisse (1998), "Emerging stock markets, portfolio capital flows and long-term economic Growth: micro and macroeconomic perspectives", en *World development*, Great Britain, Vol26, No.4, pp. 607-622.
- SMITHIN, John (2005), "Monetary and fiscal policy under Alternative Exchange rate Arrangements with endogenous money", en *seminario el dinero en la macroeconomía* (14-15 marzo, 2005; México), Digesto, México, UNAM, 22p.
- \_\_\_\_\_ y Jeffrey Lau (2005a), "The Role of money in capitalism", en *seminario el dinero en la macroeconomía* (14-15 marzo, 2005; México), Digesto, México, UNAM, 21p.
- \_\_\_\_\_ (2005b), "The Theory of Interest Rates", en *seminario el dinero en la macroeconomía* (14-15 marzo, 2005; México), digesto, México, UNAM, 35p.
- \_\_\_\_\_ (2005c), "What is money?", en *seminario el dinero en la macroeconomía* (14-15 marzo, 2005; México), Digesto, México, UNAM, 2005. 24 p.
- \_\_\_\_\_ y Eric Kam (2005), "Notas sobre el dinero, crédito y banca en el proceso de desarrollo económico", en *economía Informa*, México No. 337, nov./dic., pp. 6-16.
- STUDART, Rogério (1998), "Políticas financieras y crecimiento en el contexto del desarrollo: Lecciones derivadas de América Latina y del Sudeste asiático en los años ochenta", en *Investigación económica*, Vol.58, No. 224, abril-junio.
- \_\_\_\_\_ (2002), "Liberalización financiera, mecanismos de financiamiento de la de la inversión y el crecimiento: elementos de preocupación", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comp.), *Globalización financiera e integración monetaria*, México, UNAM-DGAPA-Porrúa, pp.289-315.
- SUÁREZ, Francisco (2005), "El estado mexicano en la construcción, destrucción, reconstrucción y extranjerización del sistema financiero mexicano (1930-2002)", en Eugenia Corea et al (coords.), *Consecuencias financieras de la globalización*, México, UNAM/IIEc/Porrúa, pp. 465-490.
- TELLO MACÍAS, Carlos y Clemente Ruiz (comps.) (1990), *Crisis financiera y mecanismos de contención*, México, UNAM-FCE.
- THIRLWALL, Anthony (2004), "La movilización de ahorro para el crecimiento y el desarrollo en los países en vías de desarrollo", en *seminario estrategias y políticas para el desarrollo económico en países en desarrollo* (9-10 septiembre, 2004; México), Digesto, México, UNAM, pp. 13-44.
- TOPOROWSKI, Jan (2002), "Keynes and monetary policy in speculative markets", en *investigación económica*. México Vol. LXII, No. 242:oct./dic., pp.13-32.
- \_\_\_\_\_ (2003), "El ciclo monetario vuelve a visitar a los países en desarrollo", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, México, UNAM-DGAPA-Porrúa.

- \_\_\_\_\_ (2004), "Inflación en los mercados financieros", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, tomo II, México, UNAM/UAM/M.A. Porrúa, pp.141-169.
- URRUTIA, Luis (2002), "Política monetaria periodo 2000-2006", en *economía Informa*, México, No. 308: junio, pp.30-34.
- VEGA, Juan Carlos (2000), "El proceso de concentración de la banca comercial en México", en Irma Manrique (coord.), *Arquitectura de la crisis financiera*, México, UNAM/IIec/ENEP Aragón/M.A. Porrúa, pp. 163-175.
- VELÁSQUEZ, Fernando (2003), "Condiciones permisivas y factores limitativos de la oferta de crédito bancario", en *Análisis económico*, México Vol. XVIII, No.37, pp. 313-337.
- VERMA, Savita (2000), "El papel de los mercados emergentes en el sistema financiero internacional", en Irma Manrique (coord.), *Arquitectura de la crisis financiera*, México, UNAM/IIec/ENEP Aragón/M.A. Porrúa, pp. 221-228.
- VIDAL, Gregorio (1998), "América Latina, flujos internacionales de capital y proceso de privatización", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM/DAGAPA/ENEP Acatlán, pp. 109-136.
- \_\_\_\_\_ (2002), *Grandes empresas, economía y poder en México*, 2ª ed., México, UNAM/ PyV, 255p.
- \_\_\_\_\_ (2002a), "Bancos, fortunas y poder: una lectura de la economía en el México del 2000", en Alicia Girón y Eugenia Correa (comps.), *Crisis y futuro de la banca en México*, México, UNAM-IIec, pp.11-45.
- \_\_\_\_\_ (2003), "Banca, mercados de capital y determinación externa del crédito", en *seminario institucional de economía financiera Reformas financieras de América Latina* (septiembre, 2003; México), Memorias, México, UNAM-IIec, 15 p.
- \_\_\_\_\_ (2004), "Empresas transnacionales. Fusiones e inversión". En CORREA, Eugenia y GIRÓN, Alicia (coords.), *Economía financiera contemporánea*, tomo II. México. UNAM/UAM/M.A. Porrúa, 2004, pp.173-206.
- VIÑALS, José (1999), "El descenso de la inflación y la política monetaria", en *monetaria*, México Vol. XXII, No.2: abr./jun., pp. 175-198.
- WINNETT, Adrian (1992), "Some semantics of endogeneity", en Philip Arestis y Victoria Chick (editors), *Recent Developments in post-keynesian economics*, Gran Bretaña, Edward Elgar, pp. 47-65.
- WRAY, Randall (2000). "Keynes y el pleno empleo: una lectura contemporánea", en *comercio exterior*, México Vol.50, No. 12: diciembre, pp. 1045-1052.
- \_\_\_\_\_ (2004a), "International aspects of current monetary policy", en *seminario estrategias y políticas para el desarrollo económico en países en desarrollo* (9-10 septiembre, 2004; México), Digesto, México, UNAM, 14p.
- \_\_\_\_\_ (2004b), "The credit money and state money approaches", en *seminario estrategias y políticas para el desarrollo económico en países en desarrollo* (9-10 septiembre, 2004; México), Digesto, México, UNAM, 13p.
- \_\_\_\_\_ (2005), "Una estructura monetaria y fiscal para la estabilidad económica: un enfoque "friedmaniano" para restablecer el crecimiento", en Eugenia Correa et al (coords.), *Consecuencias financieras de la globalización*, México, UNAM/IIec/Porrúa, pp. 379-398.