



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA  
DE MÉXICO**

---

---

**FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES  
ARAGÓN**

**“La Política Monetaria y Banca Comercial en México:  
(El caso del margen financiero)  
1995-2005”**

**TESIS**

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO ACADÉMICO DE

**DOCTOR EN ECONOMÍA**

PRESENTA

**JOSÉ LUIS MARTÍNEZ MARCA**

TUTOR: DR. EMILIO AGUILAR RODRÍGUEZ



MÉXICO

NOVIEMBRE DE 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:**

De antemano mi mayor agradecimiento al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT) ya que gracias a su apoyo pude concluir la investigación doctoral.

A la Universidad Nacional Autónoma de México por el apoyo que me ha prestado en los últimos años para concluir mis estudios de Doctorado en especial al Dr. Emilio Aguilar Rodríguez que fue mi director y tutor de la presente tesis doctoral.

A mis hijos Nuvia y José Luís Martínez Reyes por su apoyo y comprensión.

A mis sinodales por su apoyo en la elaboración de la presente investigación doctoral:

Dra. Irma Manrique Campos  
Dr. Cesar Adrián Ramírez Miranda  
Dr. Juan Carlos Patiño  
Dra. Maria Luisa Quintero Soto  
Dr. ramón Cruz Altamirano  
Dr. Gabriel Mendoza Pichardo

Finalmente agradezco el apoyo proporcionado por el Mtro. Jesús Castillo Rendón.

## ÍNDICE

	Página
Introducción	5
<b><i>Primera Parte</i></b>	
<b><i>Elementos Teóricos: Ahorro, Inversión, Política Monetaria, Banca Comercial y Margen Financiero</i></b>	11
<b>Capítulo I. Aspectos Teóricos sobre Ahorro e Inversión en Economías Emergentes</b>	12
1.- El Proceso de Ahorro-Inversión Keynesiano en Economías Emergentes	13
1.1 Determinación del ahorro en la economía	13
1.2 Factores determinantes de la inversión	19
1.3 El conflicto ahorro-inversión en economías emergentes	28
2.- La Teoría Poskeynesiana sobre el Ahorro e Inversión	33
2.1 El ahorro en la óptica poskeynesiana	34
2.2 El financiamiento y fondeo de la inversión	44
2.3 Financiamiento a la inversión en economías emergentes	52
<b>Capítulo II. Aspectos Teóricos sobre Política Monetaria, Banca Comercial y Margen Financiero</b>	60
1.- El Papel de la Política Monetaria en Economías Emergentes	61
1.1 Política monetaria neoliberal	62

1.2 Acciones actuales de política monetaria	71
2.- Globalización Financiera y Banca Comercial	82
2.1 Origen y evolución de la globalización financiera	84
2.2 Impacto de la globalización en la banca comercial de países emergentes	91
3.- Banca Comercial y Margen Financiero en Economías Emergentes	102
<b>Segunda Parte</b>	
<b>Análisis Empírico Sobre la Política Monetaria y Banca Comercial en México: El Caso del Margen Financiero 1995-2005</b>	116
Introducción	117
<b>Capítulo III.- Antecedentes Históricos y Cambios en la Política Monetaria, Banca Comercial, Margen Financiero y el Proceso de Inversión-Ahorro en México 1983-1994</b>	122
1.- Estrangulamiento Financiero y Crisis del Modelo de Sustitución de Importaciones	124
2.- Política Monetaria	131
3.- Evolución de la Banca Comercial	142
3.1 Cambios institucionales de la banca comercial	143
3.2 Captación	149
3.3 Financiamiento a la inversión productiva	154
4.- Margen Financiero	159
5.- Impacto del Financiamiento en el Crecimiento Económico	168
5.1 Producto interno bruto real	169
5.2 Formación bruta de capital fijo	174
5.3 Profundidad financiera	178
5.4 Ahorro interno	184

<b>Capítulo IV. Política Monetaria, Banca Comercial y Margen Financiero en el Proceso de Inversión-Ahorro Poskeynesiano en México 1995-2005</b>	189
1.- Política Monetaria	192
2.- Evolución de la Banca Comercial	201
2.1 Cambios institucionales de la banca comercial	204
2.2 Captación	210
2.3 Financiamiento a la inversión productiva	216
3.- Margen Financiero y Cartera Vencida	222
3.1 Costo del crédito y rentabilidad bancaria	235
4.- Impacto del Financiamiento Bancario en el Crecimiento Económico	239
4.1 Producto interno bruto real	240
4.2 Formación bruta de capital fijo	243
4.3 Penetración bancaria y ahorro financiero	247
4.4 Ahorro interno	251
5.- Refuncionalización del papel del Estado en la Economía	253
6.- Hacia una Nueva Estructura Bancaria Eficiente en México	262
Conclusiones	277
<b>Bibliografía</b>	290

## ***Introducción***

Uno de los principales aspectos de estudio relacionados con la Política Monetaria y Banca Comercial en el periodo de 1995-2005, se refiere a la de profundizar su análisis teórico y empírico, con el fin de dar respuesta al cuestionamiento sobre: *¿Cómo incide la Política Monetaria implementada por el Banco de México a partir de 1995, sobre el Margen Financiero –diferencial entre intereses pagados por la captación de recursos sobre los cobrados por concepto de créditos concedidos- que obtiene la Banca Comercial en el marco del modelo neoliberal y si ello ha incidido en la evolución de la captación de recursos del público -ahorro- y financiamiento a la inversión productiva durante el periodo de estudio en México.?*

En la presente investigación doctoral, se presentan los aspectos teóricos vinculados con los principales aspectos conceptuales relacionados con la generación de ahorro e inversión en las economías emergentes, así como, la vinculación que existe entre ellos y la política monetaria, la evolución de la banca comercial; y el margen financiero que actualmente rige en el proceso de intermediación de recursos que realiza el sector bancario en los mercados financieros emergentes, así como, el análisis empírico para el periodo de 1995 a 2005.

Es importante señalar, que la investigación recoge las observaciones y comentarios realizadas por mi tutor el Dr. Emilio Aguilar Rodríguez y del cuerpo tutorial durante el desarrollo del doctorado, por consecuencia, esto dio como resultado un replanteamiento del cuerpo teórico, el cual se presenta en la presente investigación. La estructura del cuerpo teórico esta apegada a los objetivos y a la hipótesis central de la investigación doctoral, en donde establecemos de acuerdo al objetivo general lo siguiente:

*Analizar la relación de la política monetaria neoliberal instrumentada por el Banco de México en el periodo de 1995-2005, con el nivel del margen financiero de la banca comercial. Así como, investigar y discernir acerca de si la política monetaria tiene un*

*impacto directo sobre el margen financiero y por consecuencia en la evolución de la actividad de intermediación de recursos de la banca comercial y verificar si existe una política monetaria alternativa derivada del pensamiento poskeynesiano congruente con una reducción del margen financiero que impulse el financiamiento de la banca comercial al sector productivo.*

En lo que se refiere a los objetivos específicos de la presente investigación se destacan los siguientes:

- a. Determinar, las características de la política monetaria durante el periodo de 1995-2005, y establecer sus especificidades conforme a los grandes lineamientos de política económica trazados.
- b. Especificar, el comportamiento entre la política monetaria y el margen financiero de la banca comercial.
- c. Precisar, los efectos del margen financiero sobre el comportamiento de la captación y financiamiento otorgados por la banca comercial.
- d. Comprobar, si existe una relación directa entre la política monetaria y el margen financiero de la banca comercial.
- e. Señalar, las limitaciones de la política monetaria para el impulso de la intermediación de recursos por parte de la banca comercial, y
- f. Establecer, la congruencia y coherencia entre la política monetaria con el margen financiero y la evolución de la banca comercial en el marco del modelo neoliberal en México. Así como, proponer una política monetaria alternativa en el marco de la teoría poskeynesiana.

Es importante señalar también que la hipótesis principal de la investigación en general es la siguiente:

*La política monetaria neoliberal implementada por el Banco de México a partir de 1995, no ha podido influir en la reducción del margen financiero existente en el mercado bancario y por consecuencia estimular la actividad de intermediación de la banca comercial, por el contrario ha promovido la elevación del margen financiero a la vez que*

*ello ha impactado una baja en la actividad de captación y financiamiento de la inversión productiva de la banca comercial, convirtiéndose en una banca especulativa del mercado financiero, limitando su papel de promotora del financiamiento productivo para el crecimiento económico.*

*Por su parte, el alto margen financiero que actualmente obtiene la banca comercial se explica también, por el carácter restrictivo de la política monetaria que se ha seguido, con el objetivo de reducir la inflación, ya que ésta se opone a la promoción de la actividad económica debido a que se sustenta en la contracción de la demanda interna, lo cual incide de manera directa en una reducción en la intermediación de recursos por parte de la banca comercial, la cual utiliza la inversión de sus activos en la compra de valores en el mercado financiero para compensar la reducción de su actividad principal, que es la de captar y financiar a la inversión.*

*Lo anterior si bien es resultado del modelo neoliberal aplicado en México, no puede mantenerse en el largo plazo debido a que el mantenimiento de un margen de intermediación de recursos altos es incompatible con el desarrollo económico, que dinamice el mercado bancario, de ahí la necesidad de buscar la Refuncionalización del Estado en la economía a fin de promover una reducción del margen financiero de la banca comercial y que ésta se convierta en un verdadero instrumento de financiamiento a la inversión productiva en nuestro país mediante la aplicación de una política monetaria basada en el pensamiento teórico poskeynesiano acorde con las necesidades actuales de crecimiento económico de nuestro país.*

Para la consecución de los objetivos de investigación anteriormente planteados, nos basaremos en los esquemas teóricos basados en el pensamiento Keynesiano, Poskeynesiano y Monetarista actuales ya que creemos que son los que más nos permiten explicar el análisis teórico-empírico que se tiene propuesto en la presente investigación doctoral. Por tanto, no se considera el pensamiento teórico de la economía política ya que se considera que no respondería de manera clara a los objetivos planteados y las categorías teóricas que son utilizadas –como es por ejemplo, el referido a la eficiencia marginal del capital–,

relacionados con la política monetaria y su relación con el margen financiero y la banca comercial en México.

La apertura del sector financiero iniciado a principios de la década de los noventa influyó en la crisis financiera que se presentó en México durante 1995. Sin embargo, el manejo de una política monetaria restrictiva ha permitido la obtención de márgenes financieros altos a la banca comercial a partir de 1996.

Asimismo, el alto margen financiero obtenido por la banca comercial influyó de manera importante para la penetración del capital extranjero en este sector, creándose condiciones de oligopolio en la banca comercial que le han permitido mantener márgenes de intermediación elevados.

La Primera Parte de la investigación doctoral la cual se amplía y se desglosa, quedando integrada por dos capítulos, el primero de ellos se refiere al marco conceptual teórico sobre ahorro e inversión y el segundo se orienta a la revisión teórica sobre la política monetaria y su relación con el margen financiero de la banca comercial. Asimismo se integra la Segunda Parte, la cual integra una primera parte del análisis empírico relacionado con el estudio de la política monetaria y su impacto sobre el margen financiero de la banca comercial en México considerando sus antecedentes en los periodos de nacionalización de la banca de 1983 a 1988 y durante el periodo reprivatización de la banca comercial al inicio del la puesta en marcha del modelo neoliberal que comprende el periodo 1989-1994, para finalizar con el análisis de 1995 a 2005.

En este sentido la primera parte de la investigación doctoral relacionada con los aspectos teóricos, se presenta el análisis teórico del pensamiento de Keynes en cuanto a la determinación del ahorro e inversión, debido a que nos parece la corriente de pensamiento económico que refleja con mayor claridad lo que ocurre en las economías emergentes, en el sentido de que Keynes establece que para lograr el crecimiento de la inversión en la economía es necesario que exista ahorro, a fin de que pueda financiarse la inversión a través del sector bancario en la economía.

Por consecuencia, bajo la óptica de este enfoque se establece que el crecimiento de la economía dependerá de la cantidad de ahorro existente en la misma en la medida que este se expresa como la diferencia en el ingreso menos el consumo, por tanto la inversión crecerá en la misma magnitud que el ahorro, dando lugar al postulado keynesiano que establece que el ahorro es igual a la inversión *ex post*.

Asimismo, se considera que en la economía existen expectativas e incertidumbre que inciden sobre las decisiones de inversión de los empresarios, por tanto, se establece que el principal determinante en las decisiones de inversión de los empresarios será el nivel de la eficiencia marginal del capital, en relación con la tasa de interés existente en el mercado financiero. Por consecuencia, se afirma que en la medida que la tasa de interés del mercado financiero, sea mayor a la eficiencia marginal del capital el ahorro se canalizará al mercado financiero y cuando la tasa de interés es menor en relación a la eficiencia marginal del capital, el ahorro se canalizará al financiamiento de la inversión productiva. Lo anterior nos permite establecer -reconocido por Keynes- que no todo ahorro es invertido, ya que este proceso dependerá del nivel existente de la tasa de interés en el mercado financiero en relación con la eficiencia marginal del capital, que no es otra cosa que la tasa de rendimiento esperado en el futuro y que igualan el valor presente del bien de capital.

Debido a que consideramos como marco de referencia al marco teórico Keynesiano desde su inicio, también analizamos la corriente de pensamiento Poskeynesiana, para actualizar nuestro marco teórico. En este aspecto, se destaca que el ahorro no necesariamente es previo al proceso de inversión, sino que lo importante es el crédito que realiza la banca comercial a corto plazo para financiar la inversión, para que esta posteriormente, genere incremento en el ingreso y por consecuencia un aumento del ahorro, que es recogido por el mercado de valores mediante la colocación instrumentos de fondeo de largo plazo – acciones- con lo cual se empatan las deudas de la empresa con los beneficios que obtiene la misma y que son captados por el sector bancario, permitiendo mantener la liquidez de la banca para continuar el proceso.

En el capítulo dos, se analiza la política monetaria en las economías emergentes y sus efectos sobre la banca comercial, tasas de interés, ahorro e inversión en sus economías bajo un entorno de globalización y desregulación del sistema financiero.

Finalmente en los capítulos tres y cuatro correspondiente a la segunda parte de la investigación doctoral en donde se realiza el análisis empírico se presentan, los aspectos relacionados con la operación de la banca comercial y la aplicación de las tasas de interés pasivas y activas en el proceso de intermediación financiera, destacando el aspecto teórico relacionado con el margen financiero y por consecuencia el papel que tiene en el proceso de financiamiento a la inversión bajo la óptica poskeyensina. Se aborda también, como ello afecta el funcionamiento del mercado de capitales en este tipo de economías, sobre todo considerando el aspecto de globalización de su mercado financiero, y en ese sentido observar como influyen los flujos de capital externo en su funcionamiento.

Se presentan también las principales conclusiones teóricas del análisis, en donde se hacen una serie de propuestas a fin de que la banca comercial pueda ser más eficiente y en consecuencia tienda a reducir el margen financiero que actualmente aplica a sus operaciones de intermediación de recursos en las economías emergentes, mediante la propuesta de *refuncionalización de la participación del Estado en el sector financiero de las economías emergentes*, debido a que la presencia de imperfecciones del mercado limitan una asignación eficiente del financiamiento a la inversión, así como la determinación de la tasa de interés del mercado que facilita a la banca comercial a establecer altos niveles de margen financiero, con el fin de proponer una nueva estructura eficiente en el mercado bancario con impacto directo en el crecimiento de la economía mexicana.

**PRIMERA PARTE**

**ELEMENTOS TEÓRICOS: AHORRO, INVERSIÓN, POLÍTICA MONETARIA,  
BANCA COMERCIAL Y MARGEN FINANCIERO**

## Capítulo I.- Aspectos Teóricos sobre Ahorro e Inversión en Economías Emergentes

En este primer capítulo de la presente investigación se abordaran los aspectos teóricos vinculados con el proceso de ahorro e inversión –que es necesario para entender el papel de la banca comercial en el proceso de financiamiento de la inversión productiva- en economías en desarrollo o también conocidas como emergentes, las cuales se pueden definir como aquellas que han sufrido en el pasado recientemente un proceso de desregulación y apertura de sus economías tanto a nivel del sector real como de su sector financiero, sin que ello haya posibilitado un desarrollo de su sistema financiero y económico.

En este sentido, en el primer apartado se abordará la discusión teórica sobre la determinación del ahorro e inversión bajo la óptica de los planteamientos de J. M. Keynes en el sentido, que establece que el ahorro es ex ante al proceso de inversión en las economías y el papel que tiene el Estado en este proceso, considerando la existencia de la incertidumbre y el riesgo en el proceso de ahorro e inversión.

Por su parte el segundo apartado, se centra en la discusión actual de la corriente Poskeynesiana o también conocida como la de “Demanda Efectiva”, en la cual se aborda con mayor importancia los conceptos de incertidumbre en el proceso de ahorro e inversión en las economías, destacando el hecho que para esta corriente de pensamiento teórico el ahorro es *ex post* a la inversión,<sup>1</sup> es decir, lo que importa en las economías no es la cantidad de ahorro que exista sino el proceso de financiamiento a la inversión, en donde la banca comercial juega un papel fundamental como promotora de este proceso mediante la creación de liquidez de corto plazo, y por otra parte el proceso de fondeo de la inversión el cual esta referido al papel que tienen los mercados de valores, para la creación de instrumentos de fondeo de largo plazo, el cual recoge el ahorro generado por el proceso de

---

<sup>1</sup> / Se abordan las proposiciones teóricas, como la de Kregel, 1986; Davidson, 1986; Tersi, 1986-87; y sobre todo la de L. Randal Wray, 1988 y Levy 2000.

inversión con lo cual se cancelan las deudas de corto plazo de las empresas y se permite reponer el fondo revolvente de la banca comercial para seguir promoviendo este proceso.

### ***1.- El proceso de Ahorro-Inversión Keynesiano en Economías Emergentes***

Por principio de cuentas debemos señalar que en el marco de la teoría keynesiana pura es decir aquella derivada de las propuestas hechas por Keynes en su libro de la “Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero”, se desprende en principio que la economía capitalista o de mercado no se mueve en equilibrio por consecuencia la propuesta prekeynesiana como la ley de Say que establece que a toda oferta corresponde una demanda no es válida en la medida que no todo el ingreso es consumido por consecuencia, plantea Keynes que una parte del ingreso es consumida y hay otra parte que no es consumida que da lugar al ahorro, además de que en la economía existen riesgos que pueden ser medibles pero la incertidumbre sobre el futuro de las inversiones no puede ser cuantificable ni medible, por tanto, la economía se mueve en desequilibrio constante (Keynes, 1974: capítulo 22).

#### **1.1 Determinación del ahorro en la economía**

De acuerdo a los planteamientos principales del pensamiento de Keynes, se establece que la economía de mercado es eminentemente monetaria por consecuencia se tiene que el dinero no es únicamente un medio de cambio, sino también un medio de depósito de valor, en consecuencia es una economía monetaria y se mueve en constante desequilibrio es decir el mercado por sí mismo no genera una asignación eficiente de los recursos en una economía, además de que el dinero bajo este enfoque teórico no es neutral –como lo señalaban los teóricos anteriores a Keynes- ya que impacta al sector real de la economía vía tasa de interés.

Bajo la perspectiva anterior se deduce que en Keynes existe, el principio que se denomina como demanda efectiva en contra de lo que planteaban sus antecesores, en el sentido de que

los agentes económicos demandan bienes y servicios en función del ingreso, por tanto, la generación de ingresos sólo puede ser posible si existe empleo, o sea el ingreso es una función del empleo.

Asimismo, bajo los principios de la demanda efectiva Keynes establece que el ingreso (Y) no es totalmente consumido por las familias este se desglosa en una parte que se destina al consumo (C) y otra parte que no es consumida y que se define como ahorro (A), es decir “Keynes analiza el ahorro desde la perspectiva macroeconómica, y es concebido como una decisión de no consumir y no tiene como función, en si mismo, financiar la inversión” (Levy, 2001: 40).

Sin embargo, debemos de reconocer que finalmente el ingreso de los agentes económicos se desglosa en dos partes una que se dirige al consumo corriente y otra parte que es destinada al ahorro, por tanto, nos quedaría la siguiente expresión que se deriva del principio de la demanda efectiva:

$$Y = C + A$$

Sin embargo, debemos recordar que el ingreso en una economía es una función del empleo, o sea el principio básico de la demanda efectiva, en consecuencia tendríamos que ésta quedaría expresada de la siguiente forma:

$$Y = f (\text{ Empleo})$$

Por consecuencia, tenemos que dado que reconocemos el carácter monetario de la economía capitalista o de mercado, la demanda de bienes y servicios sólo puede estar generada por aquella población que se encuentra ocupada, es decir, por aquella que se encuentra empleada y recibe como contraparte un ingreso.

Derivado, de la expresión anterior tendríamos que en la medida que crezca la ocupación en una economía o el empleo, se tendrá un mayor nivel de ingreso y consumo y el ahorro se

incrementarían, de ahí entonces que la importancia del empleo en una economía es fundamental para lograr un mayor nivel de demanda efectiva.

Ahora bien, en este primer apartado sólo señalaremos que la determinación del empleo es una función de la inversión (I), es decir, que sólo a partir del crecimiento de la inversión se podrá contratar a trabajadores, insumos y bienes de capital que impulsen el proceso productivo, por tanto, sólo se puede lograr este proceso mediante el incremento de la inversión productiva.

En este aspecto sostiene Keynes, que dentro del proceso económico se deriva que dado que el ahorro es necesario y previo, el ahorro significa ingreso no consumido, Keynes establece que el ahorro se destina a la inversión, ya que:

$$\text{Ahorro} = \text{Inversión} \quad \text{ex post}$$

Lo anterior es de suma importancia en tanto que la inversión en una economía, primero dependerá del ahorro previo de que disponga la misma para hacer frente a los requerimientos de financiamiento a la inversión. Así, la existencia de ahorro en una economía es fundamental para la promoción de la inversión y por consecuencia para el incremento del ingreso, el consumo, empleo y el ahorro futuro de una economía <sup>2</sup>.

“Por consiguiente, como el monto del ahorro es una consecuencia del poder colectivo de los consumidores individuales, y el monto de la inversión lo es de la conducta colectiva de los empresarios individuales, *estas dos cantidades son necesariamente iguales, ya que cada una de ellas es igual al excedente del ingreso sobre el consumo...* En pocas palabras,

$$\text{Ingreso} = \text{valor de la producción} = \text{consumo} + \text{inversión.}$$

$$\text{Ahorro} = \text{ingreso} - \text{consumo.}$$

---

<sup>2</sup> / Hemos visto antes que, como resultado de la producción de un periodo, los empresarios lo cierran habiendo vendido los artículos acabados con el valor A y teniendo un equipo de capital que ha sufrido un deterioro medido por U (o una mejoría expresada por -U, en donde U es negativa), debido a la producción y venta de A, deducción hecha de las compras de A1 a otros empresarios. Durante el mismo periodo se habrá consumido una producción terminada con un valor de A - A1; es decir, A1 - U sobre A - A1, es la adición al equipo

Por tanto, ahorro = inversión

Así, pues, cualquier grupo de definiciones que satisfaga las condiciones anteriores lleva a la misma conclusión, que sólo puede eludirse negando la validez de una u otra” (Keynes, 1974: 64).

En relación, a la cita anterior de Keynes, se confirma primero que para que pueda existir ahorro en una economía se requiere la presencia del ingreso ya que el primero se explica como a diferencia entre el consumo menos el segundo lo que da lugar a que este sea un residuo por tanto “en conjunto, el excedente del ingreso sobre el consumo, al que llamamos ahorro, no puede diferir de la adición al equipo de capital, la que llamamos inversión” (Keynes, 1974: 64). Ciertamente Keynes concluye, que en la medida que las magnitudes del ahorro y la inversión son en si mismas excedentes del ingreso estas tienden a ser de la misma magnitud es decir iguales.

“El ahorro, de hecho no es más que simple residuo. Las decisiones de consumir y las decisiones de invertir determinan conjuntamente los ingresos. *Suponiendo que las decisiones de invertir se hagan efectivas, una de dos, o restringen el consumo o amplían el ingreso.* De este modo, ningún acto de inversión puede evitar que el residuo o margen, al que llamamos ahorro, deje de aumentar en una cantidad equivalente” (Keynes, 1974: 65).

En este caso, Keynes establece implícitamente que el ahorro puede canalizarse a dos tipos de inversión la primera en la cual se reduce el consumo pero no significa un aumento en el ingreso, lo cual nos indicaría que el ahorro no se destina a la inversión productiva sino a la inversión financiera, lo cual no tiene un impacto sobre el incremento en el ingreso de la población sino sólo del empresario, en tanto que la segunda si bien reduce el consumo en un primer periodo aumenta el ingreso en un segundo periodo, como quiera aunque el ahorro se destine a formas de inversión diferentes en última instancia provocará un incremento del ingreso, además que el ahorro per-se en Keynes siempre será igual a la inversión ex post, por tanto, se establece por el propio Keynes la siguiente condición:

---

productor que ha resultado de la actividades productoras del periodo y es, por tanto, la inversión realizada

“La existencia de un valor de mercado para la producción es, al mismo tiempo que condición necesaria para que los ingresos monetarios posean un valor definido, una condición suficiente para que el volumen total que ahorran los individuos que deciden ahorrar sea igual al volumen total que los que invierten deciden invertir... Las sumas totales de ingreso global y de ahorro global son *resultado* de la libre elección de los individuos sobre si consumirán o no y sobre si invertirán o no; pero ninguna de ellas es capaz de alcanzar un valor independiente que resulte de un grupo particular de decisiones, tomadas sin considerar las relativas al consumo y a la inversión” (Keynes, 1974: 65).

Tenemos, entonces que como quiera que sea el ahorro es un excedente sobre el ingreso, por tanto, en la medida que aumente más el consumo respecto al ingreso menor será el nivel de ahorro y en consecuencia el de la inversión. Por tanto, una de las principales determinaciones del ahorro es que exista un nivel de ingreso por tanto, si se establece que este es una función del empleo, entre mayor sea este mayor será el nivel de ingreso y consecuencia del ahorro e inversión de la economía. Pero, también debemos de señalar que el aumento del ingreso respecto al aumento del consumo (propensión marginal a consumir), afectará los niveles de ahorro. “De acuerdo con este principio, el concepto de la propensión a consumir tomará en lo sucesivo el lugar de la propensión o disposición a ahorrar” (keynes, 1974: 65).

Ahora bien, si partimos del hecho que el ahorro viene a ser un residuo del ingreso y consideramos una economía abierta en su extensión tendríamos que el ingreso dependería o sería función de las siguientes variables:

$$Y = (C + A) + (T - G) + (X - M)$$

Donde se tendría que:

$$Y = \text{ingreso total de la economía}$$

$(C + A)$  = representa la actividad de consumo (C) y ahorro (A) de las familias y las empresas en la economía y donde suponemos que su ingreso es mayor a su consumo por tanto el ahorro es positivo.

---

durante él. Ver, keynes; 1974: 63-64.

$(T - G)$  = a la relación que existe entre los ingresos (T, impuestos) menos los gastos (G) que realiza el Estado en una economía, donde supondríamos que los ingresos son mayores que sus gastos (aunque en la realidad esto no se presenta necesariamente, por el contrario en economías emergentes sus gastos son mayores que sus ingresos).

$(X - M)$  = nos representa la relación del sector externo en la economía, en consecuencia suponemos que los ingresos por exportaciones (X), son mayores que los gastos por importaciones (M), por tanto tenemos un saldo positivo en la cuenta corriente.

En consecuencia, si consideramos en este modelo básico de una economía abierta que en los tres casos tenemos saldos positivos es decir que la diferencia entre el ingreso y los gastos son positivos, tendríamos como resultado final que la disposición de ahorro es positiva y alta, en consecuencia una economía con estas características tendría un mayor nivel de inversión ya que como lo apunta Keynes el ahorro viene siendo igual a la inversión, en consecuencia con recursos suficientes para financiar a la misma, incluso en un momento dado generar excedentes de ahorro que pueden ser exportados.

Sin embargo, si consideramos que existe saldo negativo en la relación de los ingresos y gastos del Estado y adicionalmente se presenta también un saldo negativo en las cuentas externas (exportaciones -X- menos importaciones -M-), se requeriría entonces que la diferencia entre el consumo, menos el ingreso de las familias y las empresas fuera tal que pudiera financiar el saldo negativo de las finanzas del Estado y del sector externo, situación que difícilmente se puede dar en una economía, por tanto, si partimos del equilibrio al menos que las tres cuentas que dan lugar al ingreso sean positivas es como se puede estimular un crecimiento económico de largo plazo sin desequilibrios en la disposición de ahorros para financiar la inversión.

Sin embargo, en la realidad encontramos que se pueden producir desequilibrios en cualquiera de las tres relaciones presentadas que impactan el ingreso, por consecuencia tenemos, que en principio lo que importa en una economía es mantener el incremento del ingreso, buscando al menos que algunas de las tres relaciones compense el déficit que

presente alguna de ellas, ya que de lo contrario se requeriría de la importación de ahorro, ya sea vía crédito externo o bien ahorro externo en su modalidad de inversión extranjera directa.

En conclusión, tenemos que en la medida en que el ahorro se considera como un residuo del ingreso, ya sea que este provenga del Estado o bien del sector externo, este se requiere que sea positivo o al menos sea compensado por alguna de las tres relaciones, por tanto, si consideramos que el ingreso es una función del empleo, y este es una función de la inversión productiva, la economía requerirá entonces mantener una dinámica en el proceso de ahorro-inversión ya que de lo contrario se deprimirá la misma o dependerá de la importación de ahorro externo en cualquiera de las modalidades señaladas.

Asimismo, será necesario que para que se cumplan las decisiones de inversión de los agentes económicos no bastará con la existencia de ahorro disponible, sino también de expectativas favorables que promuevan las decisiones de inversión y mejoren el empleo y el ingreso en la economía.

Por consecuencia aquellas economías que tengan deficiencias en la generación de ahorro y por tanto de ingreso, como lo son las llamadas economías emergentes, mantendrán requerimientos altos de inversión y por tanto de ahorro para mejorar el ingreso y consumo de sus países.

## **1.2 Factores determinantes de la inversión**

Como ya observamos en el apartado anterior Keynes establece desde el principio de su teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, que debe existir una relación igual entre la magnitud del ahorro respecto a la inversión, en consecuencia tenemos que el ahorro es igual a la inversión en una economía y se considera como un resultado entre el consumo y el ingreso de un país a nivel agregado. Pasemos entonces a establecer cuales son los principales determinantes de la inversión en una economía bajo la óptica de Keynes.

Iniciaremos entonces la discusión sobre los factores que hacen que los empresarios lleven a cabo la toma de decisiones sobre la inversión, en este sentido insistimos en que Keynes hace énfasis sobre las expectativas que los empresarios tienen sobre los rendimientos esperados por la compra de un bien de capital en el futuro ya que estos rendimientos serán fundamentales en su decisión de inversión. Por tanto, cuando “un individuo compra una inversión, un bien de capital, adquiere derecho a una serie de rendimientos probables, que espera obtener de la venta de los productos, durante la vida del bien, después de deducir los gastos de operación respectivos. Conviene llamar a esta serie de anualidades  $Q_1, Q_2 \dots Q_n$  el rendimiento probable de la inversión” (Keynes, 1974: 125).

Como podemos desprender de la afirmación anterior de Keynes, observa la importancia del tiempo en la determinación de las expectativas que los empresarios tienen para decidir una inversión o bien contar con un incentivo para llevarla a cabo, en consecuencia, toma en cuenta que la evolución de los rendimientos probables de la inversión no son lineales en el tiempo, pueden verse afectados por algún cambio que provoque la reducción de sus expectativas y por tanto de los rendimientos esperados, es decir, debemos destacar la importancia que da Keynes al factor de las expectativas en la economía que pueden ser medibles en tanto que la incertidumbre que existe en la economía en el largo plazo no es posible ni medirla ni anticiparla.

En este sentido establece Keynes, que el principal factor que determina las decisiones de inversión por parte de los agentes económicos o los empresarios será... “La relación entre el rendimiento probable de una unidad más de esa clase de capital y el costo de producirla, nos da *la eficiencia marginal del capital* de esa clase. Más exactamente, defino la eficiencia marginal del capital como si fuera igual a la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dadas por los rendimientos esperados del bien de capital, en todo el tiempo que dure, a su precio de oferta.

La eficiencia marginal del capital se define aquí en términos de expectativa del rendimiento probable y del precio de oferta corriente del bien de capital. Depende de la tasa de rendimiento que se espera obtener del dinero si se invirtiera en un bien *recién* producido;

no del resultado histórico de lo que una inversión ha rendido sobre su costo original si observamos retrospectivamente sus resultados después de que ha terminado el periodo de sus servicios” (Keynes, 1974: 125).

En efecto, la eficiencia marginal del capital nos representa primero que nada una tasa o proporción del rendimiento que el empresario espera obtener en el futuro de la inversión realizada en el presente, por tanto, considera que esta tasa nos es otra cosa que su tasa de recuperación de la inversión en el futuro y no en el pasado, de ahí que se torne relevante el concepto de expectativa del empresario el cual obviamente considera la evolución macroeconómica y la estabilidad que la economía presente en el futuro, considerando que esto implica un riesgo el cual tratará de minimizarlo para lograr la maximización de la eficiencia marginal del capital invertido inicialmente, en consecuencia podemos concluir que un primer aspecto que influye sobre las decisiones de inversión de los empresarios son las expectativas que están fundamentadas sobre la estabilidad macroeconómica con que cuenta un país.

Si consideramos que la eficiencia marginal del capital es una proporción o una tasa de rendimiento esperada que relaciona el precio de oferta con el precio de demanda del bien de capital, estamos considerando entonces, que por la inversión que se realice se obtendrá un mayor rendimiento respecto a aquella tasa de interés libre de riesgo que se registre en el mercado financiero, por tanto, la tasa de la eficiencia marginal del capital deberá ser mayor a la tasa de interés del mercado de bonos para que exista el incentivo o la decisión de inversión del empresario.

“En otras palabras, la tasa de inversión sería empujada hasta aquel punto de la curva de demanda de inversión en que la eficiencia marginal del capital en general sea igual a la tasa de interés de mercado.... Se deduce que el incentivo para invertir depende en parte de la curva de demanda de inversión una en parte de la tasa de interés” ( Keynes, 1974: 126).

De lo anterior se desprende que existe una relación inversa entre los niveles de la tasa de interés libre de riesgo en el mercado financiero y la demanda por inversión, es decir, que si

dibujáramos la curva de demanda de inversión "I" en el eje de la "X" y por otra parte la tasa de interés del mercado financiero "R", en el eje de las "Y", tendríamos que la demanda de inversión productiva se incrementa en la medida que la tasa de interés del mercado financiero libre de riesgo disminuya, ya que habrá más proyectos que con una menor eficiencia marginal del capital se encuentren por encima de la tasa libre de riesgo en el mercado financiero.

En este sentido tenemos que... "La eficiencia marginal de capital rige los términos en que se demandan fondos disponibles para nuevas inversiones; mientras que la tasa de interés rige las condiciones en que se proveen corrientemente dichos fondos..." (Keynes, 1983: p.151). Es decir, que la tasa de interés va a determinar la rapidez con que fluye la generación de los fondos para nuevas inversiones.

"La tasa de interés es la recompensa por privarse de liquidez durante un periodo determinado; porque dicha tasa no es, en si misma, más que la inversa de la proporción que hay entre una suma de dinero y lo que se puede obtener por desprenderse del control del dinero a cambio de una deuda durante un periodo determinado de tiempo..." (Keynes, 1983: 151).

Asimismo, la tasa de interés es " el precio que equilibra el deseo de conservar la riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último -lo que implica que si la tasa fuese menor, es decir, si la recompensa por desprenderse de efectivo se redujera, el volumen total de éste que el público desearía conservar excedería la oferta disponible y que si la tasa de interés se elevara habría un excedente de efectivo que nadie estaría dispuesto a guardar" (Keynes, 1983: 152).

Por tanto, "la cantidad de dinero es el otro factor que, combinado con la preferencia por la liquidez, determina la tasa real de interés en circunstancias dadas (Keynes, 1983: 152).

"Hay tres clases de preferencia por la liquidez que hemos distinguido antes dependen de 1) el motivo transacción, es decir, la necesidad de efectivo para las operaciones corrientes de

cambios personales y de negocios; 2) el motivo precaución, es decir, el deseo de seguridad respecto al futuro equivalente en efectivo de cierta parte de los recursos totales, y 3) el motivo especulativo, es decir, el propósito de conseguir ganancias por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo (Keynes, 1983: 154).

"Un aumento en la cantidad de dinero; reduzca la tasa de interés, esto no sucedería si las preferencias por la liquidez del público aumentan más que la cantidad de dinero; y mientras puede esperarse que, *ceteris paribus*, un descenso en la tasa de interés aumente el volumen de la inversión, esto no ocurrirá si la curva de la eficiencia marginal del capital baja con mayor rapidez que la tasa de interés; mientras es de suponer que, *ceteris paribus*, un aumento en el volumen de la inversión haga subir la ocupación, esto puede no suceder si la propensión a consumir va en descenso (Keynes, 1983: 156).

Un aumento en la oferta monetaria, genera un exceso de dinero en circulación, es decir un exceso de liquidez, pero no significa que se incremente el consumo, ya que al disminuir la tasa de interés debido a un incremento de la oferta monetaria, disminuye las inversiones y se genera desempleo e incremento de los precios debido al exceso de dinero en circulación, lo cual acarrea inflación e inestabilidad en el mercado.

De esta forma, podemos desprender que en Keynes, la demanda de dinero es igual a:

$$L_d = f(Y, t_i)$$

Es decir, que la demanda de dinero es afectada por los distintos motivos de preferencia por la liquidez señalados. Quedando la oferta de dinero expresada de la siguiente manera:

$$M = f(Y)$$

Por tanto. Keynes establece que la oferta de dinero (M) es exógena y se explica por el aumento del ingreso (Y), sin embargo, el dinero no es neutral ya que su precio que se expresa en la tasa de interés (ti) afecta la eficiencia marginal del capital (EMC) y consecuentemente, al sector real de la economía. El papel de la banca comercial en este

esquema se convierte exclusivamente en una intermediaria de recursos que capta ahorro y otorga crédito, es decir, no es fundamental en el proceso de crecimiento de la inversión productiva.

En este mismo aspecto es importante destacar la diferencia que establece Keynes en cuanto al proceso de atesoramiento en relación, al incremento del ahorro en la economía.

"El concepto de atesoramiento puede considerarse como una primera aproximación al de preferencia por la liquidez. Ciertamente, si fuéramos a sustituir atesoramiento por *propensión a atesorar* llegaríamos sustancialmente al mismo resultado. Pero si por atesoramiento queremos decir un aumento real en la tenencia de efectivo, es una idea incompleta, y seriamente desconcertante si nos hace pensar en *atesoramiento* y en *no atesoramiento* como simples alternativas, porque la decisión de atesorar no se toma en términos absolutos o sin tener en cuenta las ventajas, y tenemos, por tanto, que saber lo que hay del otro lado (Keynes, 1983: 157).

Por tanto, "El interés ha sido generalmente considerado como la recompensa por no gastar, cuando en realidad es la recompensa por no atesorar" (Keynes, 1983: 157).

El capital que no se invierte no siempre es consumido, ya que si se incrementan los ingresos de un individuo, este no precisamente va a incrementar su consumo, porque si sus necesidades ya están cubiertas no tiene que incrementar su consumo; por lo cual tiende a atesorar este incremento haciendo ineficiente su capital. Lo anterior nos explica que el interés es por lo tanto la recompensa por no atesorar el capital.

Por tanto, "Para inducir a realizar nuevas inversiones "la tasa de rendimiento sobre costo debe exceder a la tasa de interés". Esta nueva magnitud representa, en nuestro estudio, el papel principal en la parte de la teoría del interés a que se refiere a las oportunidades de inversión". Así, el profesor Fisher usa su "tasa de rendimiento sobre costo" en el mismo sentido y precisamente con el mismo objeto que yo empleo "la eficiencia marginal del capital" (Keynes, 1974: 129).

Lo importante que debemos destacar de lo dicho anteriormente por Keynes es el hecho de que pese a la existencia de ahorro en la economía este no necesariamente se orientará a la inversión productiva si la eficiencia marginal del capital que se prevé resulta ser menor en el momento presente que la tasa de interés libre de riesgo en el mercado financiero, por tanto, podemos establecer una primera conclusión en el sentido de que no todo ahorro es invertido en el sector productivo o se destina al financiamiento a la inversión ya que esto dependerá del nivel de tasa de interés en el mercado.

Asimismo, debemos reconocer también que en el proceso de decisiones de inversión existen varios tipos de riesgo, el primero se refiere al que incurre el inversionista en el sentido de la probabilidad real de obtener los rendimientos esperados cuando este invierte el total del capital y el segundo riesgo importante se refiere cuando existe una institución de crédito que conceda crédito para financiar la inversión a través de la banca comercial.

“El segundo, sin embargo, es una adición pura al costo de la inversión, que no existiría si el prestatario y el prestamista fueran la misma persona. Además, supone la duplicación de una parte del riesgo del empresario, el que se agrega *dos veces* al tipo de interés puro para dar el rendimiento mínimo probable que inducirá a invertir; porque si una especulación arriesgada, el prestatario necesitará un margen más amplio entre sus expectativas respecto a los rendimientos y la tasa de interés a la cual cree que vale la pena contratar la deuda; en tanto que la misma razón precisamente impulsará al prestamista a exigir un margen mayor entre lo que carga y la tasa de interés pura que basta para inducirle a prestar (excepto cuando el deudor es tan fuerte y rico que está en posición de ofrecer un margen excepcional de seguridad)” (Keynes, 1974: 133).

Es importante considerar, que tanto para el inversionista cuando invierte el cien por ciento de los recursos en la compra de capital requiere considerar que la eficiencia marginal del capital sea mayor al nivel de la tasa de interés en el mercado financiero, como cuando este sólo aporta una parte de la inversión y requiere del financiamiento a través de la banca comercial, entonces tanto el inversionista debe entonces considerar un mayor nivel de los rendimientos esperados en relación a la tasa de interés que le cobre la banca, como esta

última deberá evaluar el riesgo y el rendimiento que el deudor debe tener que garantizar el pago del crédito.

Por tanto, las decisiones de inversión dependerán en primera instancia de las expectativas de los empresarios y de la eficiencia marginal del capital, en relación a la tasa de interés del mercado, asimismo, la banca comercial otorgará el crédito al inversionista o financiará la inversión siempre y cuando la eficiencia marginal del capital del empresario sea mayor a la tasa de interés que exista en mercado financiero más el costo que ellos cobrarán por otorgar el crédito, lo cual significa que la eficiencia marginal del capital deberá ser mucho mayor a la media del mercado.

En este sentido, la tasa de interés libre de riesgo tiene un papel importante en las decisiones de inversión de los agentes económicos en el sentido que sirve de referencia para que estos orienten sus inversiones ya sea al propio mercado financiero o bien al sector real de la economía, todo ello dependerá en última instancia de la eficiencia marginal del capital del empresario, por lo cual, considerando en modelo básico de Keynes podemos desprender que al igual que el ahorro no necesariamente se destina a la inversión en el sector real de la economía también la inversión tiene este mismo mecanismo, es decir puede destinarse a valorizarse en el mercado financiero o bien al sector real de la economía.

Sin embargo, el origen de la valorización del capital invertido en el mercado financiero se obtiene del propio proceso productivo, como lo señalaba Hilferding en 1909, en su texto sobre capital financiero.

“A base de la producción capitalista, toda suma de dinero recibe la capacidad de actuar como capital, esto es, de producir beneficios. La condición para ello es que se ponga a disposición de los capitalistas productores... La parte del beneficio que le paga se llama interés... una parte del beneficio que el capitalista activo tiene que pagar al propietario del capital en vez de guardársela en su bolsillo.

Al prestar su dinero el capitalista monetario, este dinero actúa él como capital (capital de préstamo), puesto que después de algún tiempo vuelve a el aumentado, pero el capital sólo aumenta de valor en proceso de producción mediante la explotación de la fuerza de trabajo, es decir la apropiación de trabajo no pagado... Este beneficio se divide ahora en dos partes: una vuelve como interés al prestamista, la otra se queda para el capitalista-productor... El nivel de interés depende de la oferta y demanda del capital de préstamo” (Hilferding, 1909: 98-99).

Por su parte Keynes considera que el nivel de la tasa de interés que exista en el mercado financiero será uno de los principales parámetros que tenga la banca comercial en sus decisiones de financiamiento a la inversión ya que como ya se dijo anteriormente la curva de demanda de inversión será más pronunciada en la medida en que la tasa de interés de mercado sea menor, aunque, se reconoce que la valorización del capital en préstamo tenga su origen en el proceso de producción mismo, de acuerdo al enfoque de la teoría del valor de Marx.

Por tanto, la importancia de los niveles de tasas de interés libres de riesgo y las posibilidades de la banca comercial para otorgar crédito se dará sólo a aquellos proyectos de inversión cuya eficiencia marginal del capital sea más alta, dejando de lado a todos aquellos que estén por debajo, de ahí la importancia de los niveles de tasa de interés en el mercado financiero y por consecuencia en los mercados emergentes, en donde existe insuficiencia de recursos o de ahorro para financiar la inversión, se requiere mantener altos niveles de tasas de interés en el mercado financiero y por consecuencia mantener mejores niveles de eficiencia marginal del capital que se destine a ampliar la base productiva de sus países.

Este es uno de los principales conflictos que enfrentan en la actualidad las llamadas economías emergentes en cuanto a los requerimientos de crecimiento económico y escasez de financiamiento para la inversión, lo cual analizaremos en el siguiente apartado del presente capítulo de esta investigación.

### **1.3 El conflicto ahorro-inversión en economías emergentes**

Por que llamamos, al presente apartado como conflicto entre ahorro e inversión en las economías emergentes, o también conocidas como subdesarrolladas, de menor grado de industrialización, con mercados financieros poco desarrollados, etc., la respuesta la encontramos en que históricamente este tipo de economías desde principios del siglo XX y hasta principios del siglo XXI, han mantenido un reducido crecimiento de su ahorro interno para financiar las necesidades crecientes de inversión de capital para lograr un crecimiento sostenido de largo plazo que permita alcanzar la maduración de su industria y alcanzar niveles de empleo y de ingreso adecuados a sus niveles cada vez mayores de población.

Sin embargo, a más de setenta años en que se implemento en América Latina el llamado proceso de Sustitución de Importaciones y que se agostó en la década de los ochenta (sobre todo en la economía mexicana), para dar un viraje hacia un proceso de globalización económica y desregulación, mediante el modelo neoliberal, no se ha logrado aún resolver el problema del ahorro e inversión suficientes para lograr un crecimiento sostenido de largo plazo con estabilidad de precios que les permita a estas economías contar con los recursos suficientes para atender sus necesidades de inversión y por tanto de crecimiento económico.

Por consiguiente en este apartado se analizará el planteamiento Keynesiano que se propone a fin de dar alternativas de solución al problema del ahorro e inversión en las economías emergentes, mediante el fortalecimiento de su mercado financiero.

Conforme al planteamiento teórico de Keynes el problema principal de las economías emergentes lo podemos encontrar en la insuficiencia de ahorro existente para financiar sus requerimientos de inversión, lo cual dio lugar a que en la mayoría de ellas a un incremento del endeudamiento externo para compensar la insuficiencia de ahorro, aunque en el largo plazo este proceso resulto contraproducente, ya que las convirtió en exportadoras netas de ahorro, derivado del pago de intereses y amortización de capital externo solicitado anteriormente como crédito, dando como resultado final una mayor profundización en cuanto a la disponibilidad de ahorro para financiar la inversión productiva.

Por otra parte se debe reconocer que el grado de incertidumbre en las economías emergentes es mucho más alto que en las llamadas economías industrializadas, que mantienen un mercado financiero desarrollado, en consecuencia tenemos que las expectativas y el riesgo de inversión es mayor en las economías emergentes, lo cual ha dado lugar a que estas mantengan altos niveles de tasas de interés libres de riesgo en el mercado financiero, reduciéndose la posibilidad de inversión en proyectos que poseen un menor nivel de eficiencia marginal del capital, haciendo viables por tanto sólo aquellos que mantienen tasas más elevadas de eficiencia marginal del capital, por tanto, se da lugar a la concentración de inversión en sectores altamente rentables como es el caso del sector exportador, competitivo y altamente tecnificado que puede competir internacionalmente, dado el esquema de globalización económica por el que atraviesan este tipo de economías, en consecuencia, esto da como resultado que se de un proceso de industrialización desequilibrado y concentrado en sólo ciertas ramas de actividad, y se impida un fortalecimiento del ahorro, inversión, y del empleo que redunde en un mayor nivel de ingreso y por tanto, el incremento de la demanda efectiva, y la propensión marginal al ahorro.

Así, de acuerdo al planteamiento de Keynes que dice que en la medida que las expectativas sobre el rendimiento futuro de la inversión tienden a ser más inciertas esto impacta de manera directa la eficiencia marginal del capital y de las decisiones de inversión, lo cual de alguna forma se refleja de manera clara en las economías emergentes que se ven sujetas a la necesidad de elevar sus tasas de interés a fin de atraer ahorro externo, en detrimento de su capacidad de largo plazo para generar un mayor nivel de ahorro interno, lo cual hace más vulnerables sus sistemas financieros a los flujos de capital internacionales, como se observo en la década de los noventa en los llamados mercados emergentes.

En este sentido plantea la Dra. Girón, que “es importante rescatar la hipótesis clásica según la cual los bancos y la industria tienen una correspondencia muy estrecha y son precisamente los cambios en el sector productivo y las necesidades de éste, los que determinan el comportamiento del financiamiento y el crédito. Así, el patrón de

financiamiento observado en un país corresponde al grado de desarrollo que tiene su proceso de industrialización.

Por ello, en la etapa de inserción de los sistemas financieros nacionales al modelo global, emergen mercados financieros cuyas características van conformando un mercado financiero integrado, haciéndose parte de éste los mercados emergentes donde podría darse tendencias hacia una moneda común y tasas de interés homogéneas. Por ello, la tasa de los fondos federales determinada por la Fed afecta la política monetaria de otros países, en especial sus tasas de interés” (Girón, 2002: 28).

Lo anterior nos lleva a la consideración sobre la importancia -que ya señalaba Keynes- en torno a la eficiencia marginal del capital y a su referencia que ésta debe tener respecto a la tasa interés libre de riesgo para que los empresarios decidan invertir, por tanto, en la medida que la propia globalización de los mercados financieros afecta a la política monetaria y en consecuencia a los niveles de tasa de interés en los mercados emergentes, esto implica una limitación importante en el crecimiento de la inversión en este tipo de economías.

En este sentido, Keynes en sus reflexiones finales de su libro de la “Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero”, establece lo siguiente:

“Hasta aquí hemos encontrado la justificación de una tasa de interés moderadamente alta en la necesidad de dar suficiente estímulo al ahorro; *pero hemos demostrado que la extensión del ahorro efectivo está determinada necesariamente por el volumen de inversión y que éste se fomenta por medio de una tasa de interés baja*, a condición de que no intentemos alentarla de este modo hasta más allá del nivel que corresponde a la ocupación plena. Así, lo que más nos conviene es reducir la tasa de interés hasta aquel nivel en que haya, proporcionalmente a la curva de la eficiencia marginal del capital, ocupación plena” (Keynes, 1974: 330).

En el planteamiento anterior de Keynes se reconoce implícitamente que si bien es importante estimular el ahorro con tasas moderadamente altas (habría que precisar hasta que punto), la inversión productiva por su parte requiere de tasas de interés bajas para que se estimule la inversión, por tanto, el nivel que Keynes sugiere para las tasas de interés es aquel que considera la igualdad de la tasa de la eficiencia marginal del capital con relación a la tasa de interés del mercado financiero, bajo condiciones de ocupación plena. Por tanto, en las economías emergentes la tasa de interés prevaleciente en su mercado no debería ser alta indiscriminadamente, sino que debería considerarse la tasa de rentabilidad promedio de las inversiones que se espera llevar a cabo a fin de no afectar la eficiencia marginal del capital y promover la inversión y el ahorro de la economía.

Sin embargo, como sabemos que existen imperfecciones en el mercado las posiciones neoliberales de dejar fluctuar libremente las tasas de interés en el mercado financiero no conllevan a una mayor recaudación del ahorro vía banca comercial ni tampoco se fomenta la actividad del crédito, por el contrario, se favorece la elevación de los márgenes de intermediación bancarios en detrimento de la actividad bancaria y de fomento al crecimiento de la economía, del ahorro, inversión, empleo e ingreso.

En este contexto, se deben establecer acciones por parte de los Estados en las economías emergentes a fin de regular los niveles de tasas de interés pasivas y activas de la banca comercial con el objeto de que se pueda promover el crecimiento del ahorro y la inversión en sus economías ya que el mercado por si mismo no produce efectos positivos sobre el nivel de tasa de interés por el contrario los distorsiona y reduce la eficiencia marginal del capital indirectamente, en este sentido es necesaria la intervención del Estado en el sector financiero, a fin de regular la tasa de interés y hacerla consistente con los niveles esperados de eficiencia marginal del capital de las nuevas inversiones, que tiendan a mejorar la condiciones de las expectativas de los agentes económicos y en esa medida reducir la dependencia del ahorro externo y por tanto, disminuir el margen financiero de la banca comercial a fin de promover el crecimiento del crédito y la inversión.

Creemos, que sólo avanzando en este proceso podrá reducirse la contradicción que existe entre ahorro e inversión en las economías emergentes en el sentido de que el primero es insuficiente para financiar al segundo y por tanto, se reducen las posibilidades de un crecimiento sostenido de largo plazo con crecimiento en el ahorro de la población a fin de lograr una mejor distribución del ingreso.

Así al igual que hace más de setenta años que Keynes escribió su obra en la actualidad es aplicable lo dicho por él cuando afirma: “En el momento actual, la gente está excepcionalmente deseosa de un diagnóstico más fundamental; más particularmente dispuesta a recibirlo; ávida de ensayarlo, con tal que fuera lo menos verosímil. Pero fuera de este talante contemporáneo, las ideas de los economistas y los filósofos políticos, tanto cuando son correctas como cuando están equivocadas, son más poderosas de lo que comúnmente se cree. En realidad el mundo está gobernado por poco más que esto. Los hombres prácticos, se creen exentos por completo de cualquier influencia intelectual, son generalmente esclavos de algún economista difunto” (Keynes, 1974: 337).

Como se dijo al inicio de este apartado han pasado más de setenta años sin que los países emergentes logren un proceso de crecimiento con distribución del ingreso, por tanto, creo que esto no puede prolongarse por mucho más tiempo es necesario establecer al menos el mecanismo de regulación de la tasa de interés en su mercado financiero para fomentar la inversión y el crecimiento, sin que esto, signifique regresar a un intervencionismo a ultranza del Estado como su sucedió en el pasado, sino más bien establecer las condiciones que permitan a los agentes económicos lograr un mejoramiento de sus expectativas y por tanto del bienestar de su población y al menos mejorar un poco la distribución del ingreso, ya que dejando en manos del mercado este proceso, el mercado será incapaz de resolverlo.

En resumen, observamos en este primer capítulo que Keynes establece que las magnitudes del ahorro y la inversión tienden a ser iguales y que la primera es condición para que se de la segunda, asimismo, la eficiencia marginal del capital es una determinante para que los agentes económicos tomen sus decisiones de inversión en función de las expectativas de la inversión presente y sus rendimientos futuros. Así, la tasa de interés libre de riesgo se

vuelve un referente importante para la eficiencia marginal del capital en los países emergentes en donde debido a los altos niveles de la misma ni promueve el ahorro, ni la inversión y si reduce la eficiencia marginal del capital con lo cual se eleva el margen financiero de la banca comercial, de ahí que sea necesario la intervención del Estado a fin de regular los niveles de la tasa de interés libre de riesgo, con objeto de reducir el margen financiero y mejorar la eficiencia marginal del capital que favorezca la elevación del ahorro, la inversión, el empleo, el ingreso y por tanto, la demanda efectiva.

## ***2.- La Teoría Poskeynesiana sobre el Ahorro e Inversión***

La llamada “Teoría Poskeynesiana” o también conocida como la de “Demanda Efectiva”, establece que el ahorro previo condición para el crecimiento de la inversión no opera, ya que a diferencia de esta posición que de alguna forma surge de los planteamientos originales de Keynes, los nuevos teóricos de esta corriente establecen que el problema no es que exista ahorro previo en la economía sino que el problema es el de establecer los mecanismos para el financiamiento de la inversión, lo cual dará lugar posteriormente a un mayor ingreso y en consecuencia al ahorro y consumo, por tanto, el problema del financiamiento de la inversión se vuelve el tema central de discusión bajo la óptica de este esquema de pensamiento teórico que en el presente apartado abordaremos más ampliamente.

De esta forma tenemos que la proposición teórica poskeynesiana, con los análisis como Kregel, 1986; Davidson, 1986; Tersi, 1986-87; Randal Wray, 1988 y Levy, 2000, demuestran que el ahorro no restringe la inversión, dado que la fuerza la inversión es la que da un equivalente sobre el monto de ahorro.

Se argumenta, que la expansión del crédito (bancario) es el elemento clave sobre la expansión de la inversión, que genera aumentos en el ingreso y el ahorro en la economía. Cuando los bancos no restringen su reserva, la contracción de la inversión se da en función

de la expectativa de rentabilidad y no por la disponibilidad de ahorros en la economía, por tanto, tenemos que la expresión poskeynesiana sería la siguiente:

$$\text{Inversión} = \text{Ahorro}$$

## **2.1 El ahorro en la óptica poskeynesiana**

Como ya se mencionó, bajo el esquema teórico de pensamiento poskeynesiano lo que interesa es no que exista el ahorro previo -o como señalaba Keynes en su teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, en el sentido que el ahorro y la inversión tienden a ser iguales ex post-, a la inversión, sino lo que interesa es el proceso de financiamiento de la inversión.

“El enfoque de la demanda efectiva se erige como una alternativa teórica al planteamiento del ahorro previo, sosteniendo que la inversión crea su propio ahorro, que es necesario garantizar financiamiento y que la estabilidad del sistema económico depende de la captación financiera del ahorro proveniente del ingreso generado por la inversión” (Levy, 2002: 21).

Bajo la propuesta teórica poskeynesiana la inversión es igual al ahorro ex post, contrario a la propuesta original keynesiana, además que se considera como determinante al financiamiento de la inversión a través de las instituciones bancarias, en consecuencia el dinero es endógeno ya que es afectado por el multiplicador bancario y además el aumento del ingreso y por tanto, de la oferta de dinero se da mediante el proceso de:

crédito-inversión-empleo-ingreso-ahorro-crédito

Es decir se da lugar a un círculo virtuoso, que está apoyado básicamente por el papel de la banca comercial como otorgadora de financiamiento a la inversión.

Por tanto, continua diciendo la Dra. Noemí Levy. “El fondeo garantiza la estabilidad en el sistema financiero, por que anula los créditos de corto plazo que otorga el sistema bancario, mediante la generación de instrumentos financieros de largo plazo, que recaudan el incremento de ingreso proveniente de la inversión, lo cual permite empatar las deudas con las utilidades.

El planteamiento de la demanda efectiva (ó poskeynesiana) rechaza la proposición de que la moneda es neutra y basa su análisis teórico sobre el supuesto de que las relaciones de producción capitalistas se caracterizan por ser monetarias. El objetivo de la inversión, es valorizar el capital adelantado; en este proceso inciden variables reales y monetarias que están rodeadas por incertidumbre y el ahorro no necesariamente se transforma en inversión (se rompe la Ley de Say), (Levy, 2002: 22).

Como podemos desprender, del párrafo anterior la corriente teórica poskeynesiana enfatiza la importancia de la incertidumbre y las expectativas en el proceso económico, como ya lo señalaba Keynes en su teoría general, sin embargo, en este caso también se destaca que lo que importa no es la existencia del ahorro como precondition de la inversión, sino lo que importa es el financiamiento de corto plazo que se realiza por las instituciones bancarias, para que posteriormente la inversión genere ingresos que se transforman en un mayor ingreso que se desdobra en consumo y ahorro, siendo este último recolectado por el sistema financiero (mercado de valores), a través de su captación mediante instrumentos de largo plazo con lo cual se empata la deuda de la empresa con el ahorro recolectado por el mercado financiero a largo plazo lo cual permite continuar el proceso de financiamiento a la inversión en la economía.

Por tanto se dice, que “el financiamiento es previo a la inversión y la captación institucional del ahorro tiene la función de estabilizar el proceso de crecimiento económico, y las instituciones financieras adquieren un papel central en ello. Los bancos generan financiamiento de corto plazo y el mercado de valores recolecta el ahorro que anula el financiamiento bancario” (Levy, 2002: 22).

Asimismo, Randal Wray establece que “mientras que la teoría nos establece que los bancos son intermediarios que recogen los ahorros individuales de la sociedad para canalizarlos al crédito, en la actualidad la actividad de los banqueros se encuentra más relacionada con las garantías que se establecen para el otorgamiento de un crédito. Así de acuerdo a Minsky (1986) la actividad fundamental de los bancos es la de garantizar el crédito otorgado.

Actualmente la función principal de los directores de los bancos es la manejar activos y obligaciones para asegurar la maximización de su rentabilidad a través de sus portafolios de inversión” (Wray, 1988: 133).

Entonces tenemos, que bajo el enfoque poskeynesiano el problema del crecimiento de la inversión no depende de la existencia del ahorro anterior sino del financiamiento de corto plazo que realizan las instituciones bancarias a los proyectos de inversión de los empresarios, que posteriormente genera ingresos que en parte son transformados en ahorro mediante la captación que realizan los mercados de valores en esas economías lo cual permite la estabilidad económica.

Sin embargo, bajo esta posición teórica se privilegia de manera importante al sector financiero en particular al sector bancario de la economía y del mercado de valores, los cuales son los encargados de darle dinamismo al financiamiento de la inversión y por consecuencia al crecimiento y la estabilidad económica de un país.

Kregel hace referencia a los aportes de Viker’s en cuanto al análisis que realiza este último a partir de la vinculación del sector real y monetario analizado a partir de las hojas de balance de las empresas y la importancia del financiamiento para crecer en nuevos proyectos y los requerimientos de utilidades y por tanto la tasa de rentabilidad requerida para enfrentar los pagos a los banqueros por los préstamos.

La integración de los dos problemas de las opciones de activos de capital (y la técnica existente) y el financiamiento de un proyecto, puede ser más fácil de ver por los pasos de

los efectos que esto tiene sobre la hoja de balance en el estado de la estructura simplificada de ingresos de las empresas dados por periodos contables registrados.

Retomando, la importancia que EMC debe tener por encima de la tasa de interés del mercado para poder enfrentar los pagos a los banqueros.

De esta forma Kregel, establece que “Las deudas en el capitalismo así requieren de ambas estabilidades (ganancias y ahorros) para que la conducta de los consumidores tengan superiores niveles de ahorro y de la inversión a tasas que produzcan utilidades suficientes para el pago de intereses. Es ahí en donde el impacto de la estructura financiera claramente depende de las condiciones de la demanda agregada” (Kregel, 1989: 229-231).

Evidentemente, que este proceso se mueve en un ambiente de riesgo e incertidumbre que son propios del sistema de mercado actual en las economías, por consecuencia el proceso de financiamiento de la inversión que realiza la banca comercial deberá considerar justamente los aspectos de riesgo, -por que la incertidumbre no la puede medir y por tanto no se puede reducir- que tenderá a reducir a fin de poner en peligro la recuperación de su cartera de crédito.

Adicionalmente, el enfoque poskeynesiano establece que la economía es una economía monetaria en donde, el dinero no únicamente sirve como medio que facilite las transacciones sino también como depósito de valor, en ese sentido el dinero como tal deja de ser neutral, por tanto, dado que asume la forma de depósito de valor entonces tenemos que en efecto, el ahorro no necesariamente tiene que financiar la inversión ya que puede ser valorado en el propio sector financiero, por tanto el dinero puede impactar positiva o negativamente a la producción o también conocido como el sector real de la economía.

*“se argumenta que son las expectativas futuras sobre la rentabilidad y no el ahorro del ingreso corriente, es la base de la demanda efectiva. Un examen de las instituciones financieras ha demostrado eso.*

*Asimismo, el suministro de financiamiento es también la base en las expectativas de rentabilidad más que el suministro de ahorro, este no puede actuar como una restricción sobre el crecimiento del sistema. De esta forma ni el motivo de financiamiento es necesario para que por efecto del multiplicador se financie la inversión por que la inversión instantáneamente se fondea en si misma” (Wray, 1988: 237).*

Es importante, señalar entonces que en la medida que el dinero no es neutral, entonces tenemos que el sector financiero y en particular el sector bancario puede afectar el comportamiento de la producción en la economía, lo cual hace más relevante el hecho de que el sector bancario en una economía sea eficiente y que no especule con el margen financiero<sup>3</sup> en el otorgamiento de créditos, ya que las instituciones financieras promueven la estabilidad en la economía.

En este sentido, si consideramos que la economía de mercado expresa sus relaciones en términos monetarios tenemos que ... “Los factores productivos son remunerados en dinero, es decir, los capitalistas tienen como objetivo central, valorizar el capital adelantado; y las ganancias como el ahorro adquieren una forma monetaria; por tanto, la producción así como el volumen, dejan de ser objetivos *per se* de los empresarios, relegándose la utilidad a segundo plano y se rompe la identidad entre ahorro e inversión.

En otras palabras, la economía de trueque (economía de trigo) es desplazada por el intercambio indirecto, donde el dinero es el mediador universal; y ni los salarios, ni las ganancias ni el ahorro, aseguran un determinado nivel *ex ante* de demanda de consumo e inversión, por tanto, lo relevante son los rendimientos (y los salarios) monetarios en vez del volumen de producción. Ello impide la previsión firme sobre la demanda futura, es decir, el futuro es incierto” (Levy, 2002: 30).

Desde el momento, en que la economía la expresamos en términos monetarios como expresión de las relaciones sociales de producción del sistema capitalista evidentemente que el empresario, lo que observa es sus utilidades expresadas en dinero y no en volumen

de producción al igual que los salarios de los trabajadores, por tanto, el futuro y las expectativas se vuelven más inciertas ya que ocurren con un mayor nivel de riesgo el cual debemos de tratar de reducirlo, sin embargo, este proceso genera que entonces la existencia del ahorro no necesariamente se traduzca en un mayor volumen de inversión y por consecuencia del empleo, ya que lo que importa para el empresario es el de valorizar su inversión por encima de la tasa de mercado como veremos más adelante.

*“Así, el suministro de crédito (como un activo del banco), es una función de las expectativas sobre la rentabilidad.*

En la práctica la cantidad de dinero más bien es considerada como endógena y la demanda determinada. Simplemente como la demanda efectiva determina el ingreso, esto también determina el nivel de dinero suministrado o excedente” (Wray, 1988: 139).

Por tanto, “se destaca la existencia de jerarquías entre los agentes productivos. Los empresarios dominan a los trabajadores y determinan el volumen de inversión, de los ingresos y, por tanto, de los ahorros; y los bancos tienen una posición central en el financiamiento de la inversión, o sea, en el paso de un estadio de desarrollo hacia otro. La consecuencia de este supuesto es que los agentes económicos dejan de ser iguales. De acuerdo a Kalecki “los capitalistas ganan lo que gastan y los trabajadores gastan lo que ganan” (Levy, 2002: 30).

En consecuencia, tenemos que el tiempo no es lineal en el proceso de ahorro e inversión en la economía, además de que en la medida que a cada empresario le interesa la valorización de su capital expresada monetariamente tenemos que la incertidumbre crece, ya que cada uno de los empresarios, tienen pleno control sobre sus ingresos y por consecuencia sobre sus ahorros, por tanto, el ahorro reiteramos bajo el esquema teórico poskeynesiano no determina la inversión, sino que ésta determinada por el financiamiento de corto plazo que realiza la banca comercial en un país en función de la expectativa de rentabilidad, de ahí que un sistema financiero eficiente y desarrollado favorecerá el financiamiento de la

---

<sup>3</sup> / Es decir nos referimos al diferencial que pagan los bancos comerciales por los depósitos que realizan sus

inversión y, por tanto, el crecimiento y la estabilidad de la economía, como es el caso de los mercados financieros desarrolladas que se registran en los países industrializados, en contraparte de la economías emergentes en donde no cuentan con un mercado financiero fuerte, sobre todo en lo que se refiere a sus mercados de valores que son delgados y poco eficientes y dificultan el proceso de financiamiento de la inversión.

En este aspecto D.W. Katzner afirma que “La ignorancia es un hecho en la vida económica. Todas las decisiones de mercado se dan en condiciones de insuficiencia de información.

En la realidad la ignorancia, sin embargo, es sólo el inicio para conocer el impacto en el análisis de las decisiones de mercado. Por tanto, en la economía están presentes las condiciones de incertidumbre ya que ningún agente económico es capaz de poseer toda la información necesaria para que las decisiones en el presente puedan influir positivamente en el futuro.

Si bien, el concepto del tiempo e información y por consecuencia de la historia en el análisis económico dificulta, las probabilidades que los agentes económicos tengan sobre la evolución futura de sus rendimientos ya que lo hace más complejo en el sentido que el dinero actúa también como depósito de valor, no necesariamente significa que los inversionistas y que la banca comercial no tenga algún tipo de probabilidad con base a los fundamentos económicos de un país para financiar la inversión, por tanto, tienden a reducir el riesgo y en consecuencia a financiar la inversión, aunque debemos de reconocer que en sistemas económicos con mercados financieros poco desarrollados es evidente que la incertidumbre es mayor y en ese sentido podemos suponer por que, el financiamiento por parte de la banca comercial fluye más lentamente, que en aquellas economías en donde existe, un menor grado de incertidumbre y de riesgo como lo es en los grandes centros financieros con economías altamente desarrolladas industrialmente.

Derivado del hecho en que planteamos la existencia de una economía monetaria es lo que nos permite explicar porqué el ahorro no sea determinante para financiar la inversión, pero

---

clientes respecto a la tasa que cobran por el otorgamiento del crédito a los inversionistas.

esto no significa que no sea importante, sino simplemente que el ahorro no necesariamente se destine a la inversión. “Así, las relaciones monetarias desplazan al trueque; y el ahorro puede expresarse en términos monetarios, reduciendo la demanda efectiva en el presente, sin asegurar que se efectúe en el futuro” (Levy, 2002: 32).

Finalmente, se debe reconocer la importancia que tiene el sistema bancario como mecanismo de financiamiento a la inversión y por consecuencia de asignador del ahorro en la economía, aunque este no sea el determinante de que se produzca la inversión en periodos previos, así “el financiamiento bancario puede acelerar el crecimiento económico, pero a su vez, detenerlo, lo cual, empero puede ser neutralizado por las propias instituciones financieras, mediante la emisión de financiamiento de largo plazo.

La neutralización de la incertidumbre en el financiamiento de la inversión se puede lograr, mediante el empate de los créditos de corto plazo con el financiamiento de largo plazo, que es creado por instituciones bancarias y no bancarias. Al segundo tipo de financiamiento lo distinguimos con el nombre de fondeo” (Levy, 2002: 85-86).

Como ya dijimos la importancia de las instituciones bancarias es fundamental en la determinación del financiamiento de corto plazo a la inversión, que con la creación de instrumentos de financiamiento por parte del mercado de valores, se reduce la incertidumbre y en consecuencia se promueve el crecimiento de la economía, en este sentido se reciclaran depósitos a la banca comercial resultado de los nuevos ingresos generados, con lo cual se mantiene la liquidez en la banca comercial para seguir manteniendo el financiamiento de nuevas inversiones, por tanto, lo que importa es el grado de liquidez que tengan el sistema bancario y no el ahorro de que dispongan, debido a que también aumentan la liquidez en la economía a partir del multiplicador bancario. De ahí que dinero sea endógeno al proceso y sólo sea afectado por los niveles de reservas bancarias que afectan directamente al multiplicador bancario.

Por tanto, es “necesario resaltar que la inversión se frena por una falta de liquidez (proveniente de los bancos) y no por una falta de ahorro. Este punto lo subraya Kregel (1986) al refutar el planteamiento de Asimakopulos (1986) <sup>4</sup>.

“Este punto se vuelve relevante para el contexto de América Latina puesto que se argumenta que la baja tasa de inversión se debe a insuficiente ahorro lo cual provoca políticas tendientes a imponer altas tasas de interés, restringiéndose los gastos de inversión; y añaden este contexto, el financiamiento bancario es contraproducente. Siguiendo la argumentación de Kregel, podríamos replantear el problema de nuestro continente, sosteniendo que las altas tasas de interés se deben al proceso incompleto del multiplicador, o sea, es producto de las fugas del ahorro, que se explican por: la importación de maquinarias e insumos intermedios que reducen el multiplicador por no tener una industria integrada de bienes de capital; consumo suntuario; y las fugas de capital” (Levy, 2002: 90-91).

El papel del ahorro en la inversión es ex post, es decir restituye la capacidad de préstamos de los bancos, evitando una reducción de liquidez (menores préstamos) y aumentos de la tasa de interés. Su tarea es cerrar el círculo del financiamiento y la inversión.

Al respecto tenemos que “la demanda de inversión, determina la cantidad de fondos requeridos para el financiamiento externo y el financiamiento de instituciones –bancarias- responde a esta demanda con la creación de instrumentos de deuda que suplementan el flujo

---

<sup>4</sup> / La disponibilidad de mayor financiamiento, de corto y largo plazo, es necesaria para poder realizar mayores niveles de inversión. Sin embargo, es indispensable abastecer financiamiento de largo plazo a tasas razonables para lograr mayores niveles de inversión, aunque en ciertas circunstancias, puede provocar contingencias por falta de aumentos sustanciales en los flujos de ahorros hacia el mercado de acciones... La expansión de créditos por parte de los bancos puede no ser suficiente para prevenir un aumento de los intereses de largo plazo cuando el ahorro interno es insuficiente para financiar la inversión. Asimakopulos, 1986: 88. Sin embargo Kregel cuestiona esta postura sosteniendo:

El problema de corto plazo es obtener dinero (F) de los bancos para financiar incrementos netos de gastos de inversión; el problema de largo plazo es recaudar suficiente dinero (B) de las familias, a cambio de bonos de largo plazo, para financiar la deuda hacia los bancos. Si los ahorros familiares deseados son insuficientes para proveer fondos prestables por un monto igual a B para comprar bonos de largo plazo, debido a que las empresas intentan vender sus títulos antes de que se complete el proceso del multiplicador, habrá un exceso de oferta en el mercado de bonos, bajarán los precios y el costo de interés implícito de la inversión aumentará. En consecuencia la rentabilidad de la inversión será menor a la esperada. Esta insuficiencia de ahorro por la operación incompleta del multiplicador puede limitar las decisiones de la inversión. Debido a que es un factor real, y no monetario, será imposible para los bancos operar como contrapeso al impacto de la tasa de interés (p. 93-94).

interno de fondos para habilitar el financiamiento a las empresas en sus proyectos de inversión.

El crédito concedido a las empresas les permite el gasto de inversión que temporalmente puede exceder los ingresos de las empresas, pero pueden operar en la economía, generando ingresos que requieren para reducir o liquidar su deuda.

Por tanto, el principal determinante de la demanda de inversión son las expectativas sobre la rentabilidad. Los flujos suministrados de crédito monetario es también primordial, una función en si misma de los factores que influyen en las decisiones de inversión, en particular las expectativas sobre la rentabilidad” (Wray, 1988: 140).

Entonces, al generarse el gasto de la inversión se demandan insumos y fuerza de trabajo que, mediante el multiplicador de la inversión y el ingreso, generan una mayor demanda y, en consecuencia, suben las ganancias. Dado que el ingreso adicional de la inversión, expresado en salarios y ganancias no se gasta en su totalidad, se genera ahorro.

Es decir, existen mayores recursos en la economía antes de que empiecen a fluir los rendimientos de la inversión, y para que el proceso de acumulación sea un proceso estable, es necesario empatar los pagos por deuda con el rendimiento que fluye de la inversión y se logra mediante la emisión de títulos y acciones, es decir, mediante el fondeo de los créditos de corto plazo.

Finalmente, si bien estamos de acuerdo en que es necesario el financiamiento de la inversión, sin embargo, este financiamiento requiere de ahorro que en este caso la teoría poskeynesiana establece que es el resultado de la inversión por tanto, es ex post, sin embargo, si el ahorro no fluyera al sector bancario sino a otras formas de depósito (en el exterior como sucede comúnmente en economías emergentes) que restringieran la liquidez de los bancos, esto significaría que no existirían los recursos para seguir financiando la inversión, y se paso al efecto multiplicador de la inversión.

Sin embargo, como anota Randal Wray con el hecho de que se lleve a cabo el financiamiento a la inversión se produce un excedente que viene a ser el ahorro igual al monto inicial de la inversión, es decir, dicho excedente también puede ser explicado bajo el planteamiento de Hilferding en el sentido de que dicho excedente producido es resultado de la transformación del capital dinero en capital productivo que da lugar al proceso de explotación del trabajo o sea el excedente se explica por una desigual distribución del ingreso generado en el proceso de producción entre capitalistas y trabajadores, lo cual permite a los primeros poder hacer frente a sus compromisos de pago por el financiamiento del capital dinero de los banqueros (Ver Hilferding, 1909: Cap. de tasas de interés).

Por tanto, señalaremos un último comentario sobre este aspecto en el sentido de que si los bancos crean liquidez por efecto del multiplicador bancario que se deriva por su relación con reservas, sin embargo, es importante destacar que la liquidez de los bancos no se genera únicamente por el efecto del multiplicador bancario, si no por los depósitos que hacen los agentes económicos a corto plazo, y esto no es otra cosa que ingreso no consumido o lo que es lo mismo ahorro.

En consecuencia, el que los bancos no puedan financiar la inversión, no es que sea un problema de liquidez, si no por un problema de rendimiento esperado derivado de sus expectativas para la recuperación del capital, lo cual afecta sus decisiones de financiamiento.

## **2.2 El financiamiento y fondeo de la inversión**

De acuerdo a la posición teórica poskeynesiana se reconoce que lo importante en el crecimiento de la inversión no es la existencia previa del ahorro, ya que la inversión genera su propio ahorro, en este sentido, lo importante es el proceso de financiamiento de la inversión, sin embargo, es importante destacar entonces cuales son los determinantes poskeynesianos para la toma de decisiones de financiamiento por parte de la banca comercial a la inversión y si bajo este esquema continua siendo valida como determinación de la decisión de la inversión a la eficiencia marginal del capital.

En este aspecto, la Dra. Levy plantea lo siguiente:

“Keynes sostiene que la rentabilidad debe ser esperada y, además, debe tener una magnitud precisa, para lo cual propone una relación entre el capital adelantado (precio de la maquinaria) y los rendimientos (provenientes de ese capital adelantado) que denomina eficiencia marginal de capital ( $m$ ) comparándolo con la tasa de interés ( $t_i$ ) para poder tomar una decisión de inversión ( $I$ ) o alternativamente, propone comparar el precio de demanda ( $P_d$ ) con el precio de oferta ( $P_o$ ).

Sea  $I = f(m, t_i)$ , expresémosla en términos de  $P_d$  y  $P_o$ , como sigue:

Primero, la eficiencia marginal del capital (EMC) es una tasa de descuento que iguala el precio de oferta de un bien de capital con los rendimientos esperados probables, suponiéndose que emanarán de dicha inversión... Segundo, la EMC es una tasa interna de rendimientos que debe igualar costos corrientes con ingresos futuros esperados... y para determinar el volumen de la inversión se debe comparar a la EMC con la tasa de interés ( $t_i$ ), porque es la forma alternativa que un monto de capital inicial puede obtener ganancias.” (Levy, 2002: 46-47)

En términos de la relación de precio de demanda ( $P_d$ ), en relación al precio de oferta ( $P_o$ ), esta deberá ser positiva ya que el precio de demanda tiende a ser mayor en relación al precio de oferta para que el inversionista decida llevar a cabo su inversión. Por tanto tenemos la siguiente expresión matemática:

$$P_o = R / (1+m) \qquad m = R-1/P_o, \text{ luego } I = f(m, t_i)$$

Donde  $R$  = Rendimientos futuros

“En otras palabras, Pd es el valor actualizado de los rendimientos futuros y para determinar el volumen de la inversión, de debe comparar el Pd con el Po, lo cual puede formalizarse de la siguiente forma:

$$Pd = R / (1+ti) \qquad ti = R-1/ Pd, \text{ luego } I = f(Pd, Po)$$

Consecuentemente, las variables que se presentan en ambas formas de la determinación del volumen de inversión, de acuerdo a Keynes, serían tres: precio de oferta, rendimientos futuros y *tasa de interés*.

Nótese que el precio de la demanda corresponde al precio de las acciones y el precio de oferta indica el precio de reposición de la maquinaria, determinado por el sector real” (Levy, 2002: 47).

El desarrollo teórico, que lleva a cabo la corriente de pensamiento poskeynesiana, en el sentido de establecer la relación que existe en la determinación de las decisiones de inversión en función de la eficiencia marginal de capital (m) y la tasa de interés (ti) que establece Keynes, en su teoría general de ocupación el interés y el dinero, respecto a lo que los poskeynesianos llaman precio de demanda (Pd) del bien de capital que deberá ser mayor al precio de oferta (Po) para que las decisiones de inversión se den, lo hacen con el fin de explicar la fundamentación de que lo importante en la economía es el financiamiento de la inversión y no la existencia del ahorro previo.

Es importante destacar que cuando la inversión es financiada a través del sector bancario en la economía, la expectativa de rendimiento para la empresa deberá de ser capaz de cubrir el beneficio para el empresario como para cubrir el costo por el financiamiento por el crédito otorgado por el banco. En este sentido, Randal Wray, ejemplifica esta situación con el caso de dos empresas la primera productora de bienes de consumo y la segunda productora de bienes de inversión en donde se observa que por el hecho de llevar a cabo la decisión de inversión se da lugar a un excedente que cubre el costo del capital adelantado más un rendimiento para el empresario.

“Un incremento de la inversión neta media aumenta el empleo en la inversión de bienes en la industria. Cuando éstos empleos recientes de trabajadores gastan sus salarios en bienes de consumo, estos inducen incrementos de producción de bienes de consumo e incrementan el ingreso y el empleo por el efecto inicial del multiplicador de la inversión neta.

El incremento en consumo por el nueva inversión del sector de trabajadores provee un excedente de rendimientos por encima del costo para consumo del sector de empresas. El aumento en el consumo por capitalistas en turno, viene como algo más adicional de utilidades por ingresos, generadas en ambos (trabajadores y capitalistas), del sector de bienes de consumo y del sector de bienes de inversión. Así, el aumento de gastos de inversión ha generado aumentos en los niveles de excedente” (Wray, 1988: 141).

Sin embargo, en ambos casos si lo que nos interesa entonces es determinar el volumen de la inversión tenemos entonces que como se puede apreciar en el esquema matemático, al igual que la eficiencia marginal del capital (EMC), debe ser mayor respecto a la tasa de interés de mercado financiero para que se el proceso de inversión, dada una magnitud dada de rendimientos esperados ( $R$ ), derivados de las expectativas futuras de los inversionistas. En el caso de los poskeynesianos que relacionan el precio de demanda respecto al precio de oferta, implícitamente se esta reconociendo también la importancia de la tasa de interés que exista en el mercado y que en última instancia su nivel determinará el volumen de inversión, en consecuencia, la fluctuación de la tasa de interés en el mercado financiero, será determinante en ambos casos para los inversionistas que desean realizar inversiones, independientemente del mecanismo de financiamiento, sólo que es importante destacar que en el caso de los poskeynesianos se agrega la incertidumbre que existe en la economía y que difícilmente es sujeta de medición.

En este sentido, importante entonces conocer también cuales son los determinantes de la tasa de interés bajo el esquema teórico poskeynesiano que establece que a diferencia de los monetaristas -que establecen que la oferta de dinero es exógena, dado que esta se encuentra determinada por el Banco Central-, en la corriente poskeynesiana, la oferta de dinero es endógena y se encuentra determinada por la propia evolución de la inversión y el

crecimiento económico por tanto, el banco central deberá llevar a cabo una política monetaria flexible.

“La oferta de dinero es una variable endógena que es afectada por las necesidades de transacción y financiamiento; y la demanda de dinero es función del motivo transacción, precaución, financiación y especulación.

Los dos primeros se consideran constantes mientras que el tercero se caracteriza por ser variable, debido a que aumentos en la decisión de inversión provocan mayores necesidades de dinero y, *ceteris paribus*, aumenta la tasa de interés. O sea si la oferta de dinero se mantiene constante, la aceleración de la actividad económica provocaría un alza en las tasas de interés, lo cual provoca que las decisiones de inversión deban estar amparadas por políticas monetarias flexibles para neutralizar aumentos en las tasas de interés” (Levy, 2002: 50).

En este aspecto, de la determinación de la oferta de dinero endógena y no exógena como establecen los monetaristas, diríamos entonces que si reconocemos que la oferta monetaria es endógena al proceso económico, se puede establecer que cualquier tipo de política monetaria restrictiva llevada a cabo por el banco central lo único que genera es una alza de la tasa de interés libre de riesgo con impacto negativo en el crecimiento de la inversión, por consecuencia no sería recomendable una política monetaria de este tipo.

“Antes de la acumulación ni los ahorros monetarios o los ahorros de bienes reales son necesarios. Los bancos proporcionan el financiamiento requerido para habilitar a las empresas el incremento en la producción de bienes de inversión (mediante la compra que hacen las empresas con el crédito).

Cuando los bienes de capital son producidos, los salarios adicionales son pagados al sector de bienes de inversión. Tal que los salarios pagados representan una transferencia al sector de bienes de consumo de las empresas, que incrementan sus salarios por el aumento medio de la demanda de bienes de consumo.

Cada gasto de crédito generado por el banco representa un recibo, y el proceso de financiamiento al sistema asegura que las necesidades que los bancos necesitan entonces son viables de obtenerlos, asegurando el proceso de financiamiento vía bancos a la inversión” (Wray, 1988: 142).

Entonces, que sucede en economías emergentes en donde el banco central se ve obligado a mantener una política monetaria restrictiva con fines antiinflacionarios, diríamos entonces que lo único que logra es reducir la inflación a costa de la restricción en el crecimiento de la inversión y por tanto, de la producción y el empleo.

“Lo relevante del planteamiento de Keynes es que las variaciones de la actividad económica rutinaria (motivo transacción y precaución) y, especialmente, discrecional o planificada (decisiones de inversión) aunadas a la incertidumbre, provocan movimientos en la preferencia por la liquidez y, dada una oferta monetaria, varía la tasa de interés. La incertidumbre vuelve a jugar un papel central en la determinación de la tasa de interés y, por tanto, afecta indirectamente a la inversión.

Con base en los anteriores planteamientos, Minsky amplía la función de demanda de dinero. Introduce los aspectos de financiamiento de la inversión física para determinar con mayor especificidad las razones de la volatilidad de la tasa de interés.

De acuerdo con este autor, la demanda de dinero está determinada por el motivo transacción, que es influido por el ingreso; *el de especulación, donde interviene la tasa de interés y el precio de los bienes de capital*; el de precaución, determinado por compromisos financieros privados pendientes; el motivo seguridad, que refleja el efecto de liquidez del cuasidinero” (Levy, 2002: 50-51).

Matemáticamente la función de demanda de dinero de Minsky quedaría expresada de la manera siguiente:

$$Dd = L1(Y) + L2 (ti, Pk) + L3 (F) - L4 (CD)$$

Donde:  $D_d$  = demanda;  $L_i$  = efecto liquidez;  $L_1$  = demanda de dinero determinado por el motivo transacción;  $L_2$  = demanda de dinero por el motivo especulación;  $L_3$  = demanda de dinero por el motivo precaución; y  $L_4$  = demanda de dinero por el motivo seguridad.

Y las variables que intervienen son:

$Y$  = ingreso;  $t_i$  = tasa de interés sobre préstamos;  $P_k$  = precio de los activos financieros;  $F$  = compromisos financieros privados pendientes; y  $CD$  = cuasidinero.

Al final de cuentas, lo relevante del esquema de Minsky, es el hecho de que en la demanda de dinero especulativo, establece que éste, está en función de la tasa de interés sobre créditos de la banca comercial, pero además que influye también el precio de los activos financieros, lo cual hace más relevante al sector financiero en la demanda de dinero especulativo y hace que la tasa de interés tenga un componente importante que se deriva del motivo especulación en la economía, lo cual evidentemente afecta las decisiones de inversión.

“Así, el papel de los bancos es muy importante por que los créditos permiten la expansión de la inversión más allá de la existencia de un excedente y asegura que esa inversión determine el excedente. Simplemente como la economía no puede estar sujeta a una restricción de ahorro, ni tampoco puede esta ser sujeta a la restricción de un excedente” (Wray, 1988: 133).

Aunque bajo la óptica poskeynesiana se asigna un papel preponderante al financiamiento a la inversión por parte de la banca comercial, no se deja de reconocer la importancia de la tasa de interés existen en el mercado, en relación al precio de los activos financieros que en un momento dado pueden provocar que un crecimiento en la inversión ante una oferta monetaria rígida provoque que la tasa de interés se eleve con lo cual se reduce la canalización de la inversión al sector productivo y en consecuencia tendríamos un aumento de la inversión especulativa en el mercado financiero, por tanto, al igual que en Keynes, no todo ahorro sería invertido en el sector productivo.

“Así la demanda de depósitos, que ha sido creada para habilitar la generación del proyecto de inversión proporciona un aumento o excedente sostenido por parte del sector de empresas productoras de bienes de consumo.

El banco que provee financiamiento de corto plazo para el productor de bienes de consumo, debe recuperar las reservas pérdidas, debiendo asegurar que la tasa de interés cargada al crédito es suficiente para cubrir el costo de su actividad. Sobre la fecha de entrega (de bienes de inversión), el productor de bienes de inversión recibe el pago suficiente para liquidar el préstamo de corto plazo, pagar intereses, y proveerle una tasa de utilidad normal por la operación realizada” (Wray, 1988: 137).

De esta forma tenemos que la expectativa de rendimiento de la empresas es suficiente para el pago del costo del financiamiento al banco con lo cual se asegura que éste mantenga la liquidez suficiente para mantener el proceso de financiamiento hacia otras empresas, con lo cual tenemos que el aumento de la liquidez en la economía se genera endógenamente a partir del propio proceso de financiamiento a la inversión en consecuencia no se afecta el nivel de la tasa de interés.

*“Simplemente cuando la inversión proporciona suficiente excedente para el fondeo de ésta, los prestamos adelantados por el sistema bancario dan aumentos suficientes para los depósitos desplazados (captación –crédito, genera el desplazamiento de los depósitos) por ellos. Cuando el dinero excedente es determinado endógenamente, los prestamos adelantados no pueden en si mismos representar presiones sobre la tasa de interés” (Wray, 1988: 137).*

Por tanto, podemos concluir que la inversión productiva dependerá de la eficiencia marginal del capital, que estará en función de los rendimientos esperados futuros y del grado de incertidumbre que prive en la economía, de ahí que la estabilidad en la tasa del mercado financiero, será un elemento que reduzca la incertidumbre en la economía, lo cual se puede apoyar en una política monetaria flexible, que considere el crecimiento de la inversión, en la medida que se considere que la oferta de dinero es endógena al proceso, y

por tanto, el banco central se deberá ajustar a la mayor demanda de dinero, ya que de mantenerse una política monetaria restrictiva lo único que se logrará es elevar la tasa de interés y reducir la eficiencia marginal del capital, elevar la incertidumbre y por tanto, reducir la inversión productiva en detrimento de la producción y el empleo en la economía y en consecuencia se reducirá el financiamiento otorgado por la banca a la inversión debido al requerimiento de una mayor tasa de rendimiento esperado por la empresas que compense el costo el crédito.

### **2.3 Financiamiento a la inversión en economías emergentes**

Si reconocemos, entonces el planteamiento teórico poskeynesiano aceptamos la importancia que tiene la volatilidad de la tasa de interés en la economía y por consecuencia los efectos que esta tiene sobre la incertidumbre y la eficiencia marginal del capital, por tanto, es recomendable que en las economías emergentes se lleve a cabo una política monetaria flexible a fin de evitar crecimientos indeseados en las tasas de interés que reduzcan el crecimiento de la inversión productiva, considerando además que la oferta de dinero es endógena al proceso.

Si aceptamos, también que la inversión no depende del ahorro previo, sino del proceso de financiamiento de corto plazo que genere la banca comercial y que posteriormente, la inversión genere ingresos que se traduzcan en consumo y ahorro el cual este último puede ser captado por el mercado de valores mediante instrumentos de largo plazo que a su vez generan rentabilidad y, por tanto, ingresos que se traducen en captación para los bancos comerciales y de esta manera empatar las deudas con los ingresos de la inversión para continuar el ciclo de financiamiento de la inversión, es como podremos lograr la estabilidad del crecimiento económico y la reducción del riesgo y la incertidumbre en la economía.

“Esto no significa, sin embargo que sea irrelevante como el inversionista es fondeado. Una empresa que financia inversión fuera de retener utilidades puede probablemente disponer de expectativas *desfavorables* cuando las ventas a lo largo están fuera de cubrir sus gastos, permanezca en los negocios sobre corto tiempo (es decir que es muy probable que quiebre).

Sin embargo, una empresa que ha pedido prestado debe ganar bastante para hacer los pagos de intereses esto es, un excedente suficiente debe aumentar a la empresa para cubrir el costo de intereses.

Cuando la mayor porción de la inversión es financiada por crédito (mayores tasas de influencia), los mayores efectos de expectativas desfavorables. Lo anterior puede dar lugar a que por insuficiencia de beneficios las empresas no cubran sus pagos de intereses sobre créditos lo cual puede colapsar al sistema bancario del país. Este es el caso en el proceso referido por Minsky, sobre la hipótesis de inestabilidad financiera cuando en este proceso se requiere la intervención del banco central como prestamista de última instancia (ver Minsky, 1982, 1986)” (Wray, 1988: 145).

La presencia de riesgo e incertidumbre en la economía tiende a afectar el comportamiento de la inversión, así “el concepto de riesgo creciente (con expectativas inciertas) tiene varios efectos sobre la inversión, entre los cuales se encuentran: a) dado el desconocimiento sobre el futuro (expectativas inciertas), el empresario tenderá a diversificar su riqueza en distintos proyectos (diversas ramas productivas) y sectores (real y financiero); b) los préstamos se obtienen en función de la riqueza acumulada, y así el tamaño de la empresa se vuelve una variable importante, y c) cuando interfiere capital externo, en el financiamiento de la empresa, aumenta la incertidumbre.

No obstante que Kalecky señala como principal fuente de financiamiento los fondos internos, desarrolló el concepto de riesgo creciente para explicar, por un lado, la reinversión parcial de los fondos internos y, por el otro, una tasa de apalancamiento menor a la unidad” (Levy, 2002: 54-55).

Aunque, el ahorro no es un determinante de la inversión en la teoría poskeynesiana, las expectativas y la incertidumbre juegan un papel significativo en las decisiones de inversión en la economía. Sin embargo, si tomamos en cuenta que en los mercados emergentes los niveles de riesgo son mayores respecto a los mercados financieros desarrollados, debido a que existe una mayor volatilidad de la tasa de interés, tipo de cambio, y además cuentan

con un mercado de valores poco desarrollado se dificulta más el proceso de financiamiento de la inversión y por consecuencia la inestabilidad financiera esta presente con mayor frecuencia que en las economías que poseen mercados financieros maduros.

“Así este análisis claramente presenta que son las expectativas de ganancia y no la retención de ahorros, que es lo que explica la demanda efectiva y el crecimiento del sistema. Las expectativas de ganancia determinan el nivel de demanda de inversión.

Las instituciones financieras emiten obligaciones que pueden ser usadas para financiar la inversión en exceso de cualquier flujo interno de fondos (existe excedente o sobrante) y esta inversión fuerza un excedente” (Wray, 1988: 137).

En relación al grado de incertidumbre Minsky plantea lo siguiente:

“Minsky retoma la idea de la incertidumbre y, particularmente, el riesgo creciente, pero éste lo analiza en el contexto de la esfera financiera.

De acuerdo con este autor, cada fase del ciclo (auge, crisis, deflación, estancamiento y recuperación) es un estado transitorio de la economía, puesto que cada una de ellas “lleva en si el germen de su propia destrucción”. Lo relevante es que Minsky postula que la sucesión de estas fases se explican a partir del comportamiento de las variables financieras. Dice:

En la teoría de Keynes, la causa aproximada de la naturaleza transitoria de cada estado cíclico es la inestabilidad de la inversión, pero la causa más profunda de los ciclos económicos en una economía con instituciones financieras capitalistas es la inestabilidad de las carteras y de las interrelaciones financieras” (Levy, 2002: 59).

Bajo el esquema anterior, Minsky establece que en buena medida la incertidumbre se agranda o se reduce en relación a la propia inestabilidad que prive en el sector financiero de un país. En este sentido establece esquemáticamente la Dra. Levy la siguiente relación:

Incertidumbre --→ Expectativas cambiantes --→ Inestabilidad de carteras financieras --→ Inestabilidad del ingreso

“Una expansión del crédito no da lugar directamente a presiones en la tasa de interés, así el excedente del financiamiento no está restringiendo la cantidad. Sin embargo, un cambio en las preferencias del público de acciones de largo plazo hacia depósitos líquidos pueden tender a un incremento en la tasa de interés a menos que las instituciones financieras puedan ajustarse a este cambio. Si las instituciones no se ajustan, el incremento en la tasa de interés es necesario para inducir al público a sostener activos menos líquidos, que puedan tender a un incremento en la tasa de préstamos y una reducción en la demanda agregada.

Así mientras que la cantidad de financiamiento no limita la demanda agregada, la preferencia por la liquidez puede a través tener un impacto sobre el precio del crédito (ver Kregel, 1984-85; Mott, 1985-86)” (Wray, 1988: 145).

Es evidente la importancia que el riesgo y la incertidumbre tienen en el crecimiento de la inversión y por consecuencia en el financiamiento que la banca comercial realice al sector productivo, por tanto, tenemos que dado los mayores niveles de incertidumbre que existen en los mercados emergentes, su política monetaria se orienta principalmente a sostener la certidumbre sobre los niveles de precios internos mediante la aplicación de medidas de corte restrictivo que tienden a elevar la tasa de interés, para atraer financiamiento externo, a la vez que promueven indirectamente la estabilidad de su tipo de cambio, pero esto trae consigo un mayor costo del financiamiento a la inversión lo cual provoca que sea más selectivo y limitado propiciando que buena parte del ahorro sea canalizado al sector financiero.

El hecho, de que los mercados emergentes tengan un mercado financiero menos estable debido a la mayor variabilidad que presenta su tasa de interés y tipo de cambio (ya que su moneda no es considerada como un medio de pago internacional fuerte), provoca que los flujos de financiamiento a la inversión productiva sean menores o bien se orienten a

sectores en donde la eficiencia marginal del capital es más alta, siendo estos sectores los orientados hacia el sector externo que obliga a que las inversiones sean competitivas y tiendan a reducir la incertidumbre y el riesgo.

Sin embargo, esto reproduce el mantenimiento de un sector industrial desarticulado y concentrado que se refleja en la conformación de sus mercados de valores lo cual hace que este tienda a ser débil o delgado y no genere de manera eficiente los instrumentos de captación de ahorro a largo plazo que favorezca el financiamiento de la inversión de corto plazo por parte de la banca comercial.

En este sentido, si consideramos adicionalmente que el ahorro externo genera mayor incertidumbre en las empresas debido a que pueden modificarse las decisiones de inversión, este tipo de mercados emergentes, se caracterizaran por registrar limitaciones importantes en el financiamiento a la inversión, además de registrar altos costos derivados del mantenimiento de una política monetaria restrictiva que estimula la especulación del margen financiero de la banca comercial y alienta las ganancias especulativas por parte del capital externo.

Por tanto, la falta de un mercado financiero eficiente va en contra de la posición poskeynesiana en el sentido de que no favorece el financiamiento de la inversión ya que como diría la Dra. Levy, “se concluye que bajo condiciones de incertidumbre el financiamiento es previo a la inversión y justamente con la rentabilidad es un elemento central en la decisión de invertir. En palabras de kalecky:

Los capitalistas pueden...aumentar su inversión a pesar de que sus beneficios no han crecido. El financiamiento de la inversión adicional se consigue por medio de la llamada creación de poder adquisitivo. La demanda de los créditos bancarios aumenta y los bancos la satisfacen con cargo a sus reservas.

Las instituciones financieras (bancarias y no bancarias) son centrales en el proceso de creación de financiamiento y fondeo de la inversión, porque adelantan capacidad de compra

(liquidez) y realizan la recolección del ahorro (proveniente del incremento de la inversión), lo cual les permite generar instrumentos financieros de largo plazo que anula el financiamiento de corto plazo, otorgado por la banca comercial ( Levy, 2002: 79).

Pero si consideramos, que en los mercados emergentes, justamente lo que no se tiene es un sistema financiero eficiente, en particular de que la banca comercial realmente promueva el financiamiento y no especulación con el margen financiero y además no contamos con mercados de valores eficientes, es claro que el proceso de financiamiento a la inversión en estas economías tiende a distorsionarse.

Asimismo, en la actualidad existe un aparente centro de atención por parte de la teoría neoclásica en el sentido de que el problema en las economías es la insuficiencia de ahorro lo cual es incorrecto ya que como lo considera Randal Wray, lo que existe en las economías es una insuficiencia de inversión.

“Parece que la posición neoclásica concerniente al “crowding out” (desviación en el gasto) ha sido remplazado por la histeria acerca de “saving shortfall” (ahorro deficitario) en Estados Unidos.

Los economistas neoclásicos han probado por décadas encontrar que el soporte empírico de la noción de que los gastos del gobierno necesariamente reducen los gastos privados de inversión. Los economistas neoclásicos tienen ahora aparentemente el foco de su atención en el supuesto de los efectos negativos del déficit presupuestal sobre la tasa nacional de ahorro.

Sin embargo, desde la óptica neoclásica los economistas argumentan que las reducciones de gasto de gobierno pueden incrementar el ahorro, gastos del gobierno en bienes no consumibles deben no ser incluidos en la definición de ahorro ello esta implícito en la definición adoptada.

Yo asumo, que el “déficit de ahorro” es actualmente un “déficit de inversión” (Wray, 1989: 952).

Por tanto, podemos concluir que es urgente que las economías con mercados financieros emergentes, establezcan medidas de regulación prudencial que permitan mejorar la eficiencia del mercado bancario, mediante el establecimiento de topes a las tasas de interés pasivas y activas que obliguen a la reducción del margen financiero de la banca comercial y de esta manera obliguen a la banca comercial a promover el financiamiento a la inversión, de otra manera, creo que seguiremos manteniendo un difícil proceso de financiamiento al desarrollo económico en este tipo de países.

Asimismo, Randal Wray establece que en las economías existen dos formas fundamentales para la promoción de la inversión en contra de la posición neoclásica a fin de reducir el déficit de inversión:

“Hay dos maneras básicas de reactivar la inversión privada. La primera es intentar la reducción para reducir el precio de los bienes de inversión, que incluyen el costo de producción más el costo financiero. Los costos de producción pueden ser reducidos por bajas en salarios, por un favorable tratamiento de impuestos de bienes de producción producidos, por la reducción en el costo de materiales, o por incremento en la productividad del sector productor de bienes de inversión.

Los costos financieros pueden ser reducidos bajando las tasas de interés. Finalmente, los impuestos por gastos (como el impuesto a los créditos por inversión), pueden ser reducidos por el suministro en el precio de bienes de inversión” (Wray, 1989: 953).

Este es uno de los aspectos que considero más relevantes derivados de la teoría poskeynesiana en el sentido de que es, una de las tareas relevantes que en la actualidad deben enfrentar las economías emergentes a fin de lograr un proceso de crecimiento sostenido de largo plazo, en donde el Estado asume una posición más activa en lo que se refiere al fomento de financiamiento de la inversión en este tipo de economías.

Si adicionalmente se considera, que una de las formas más apropiadas de fondeo de la inversión a un menor costo es el que se logra a través del mercado de valores de un país es importante entonces, establecer mecanismos que promuevan el ingreso de nuevas empresas y derivados para el fortalecimiento del mismo.

En resumen, si consideramos que una política monetaria restrictiva conduce a la elevación de la tasa de interés y sólo beneficia la reducción de la inflación en los mercados emergentes, distorsionando el proceso de financiamiento de la inversión, es necesario que los mecanismos de regulación y supervisión de la banca comercial sean asumidos por el banco central de estas economías. Por tanto, es necesario que el Estado regrese a la economía con una nueva visión de la regulación a fin de contrarrestar las imperfecciones del mercado en las economías emergentes, de ahí la importancia de nuestra propuesta, en cuanto a que se hace necesaria la *Refuncionalización del Estado* en las economías emergentes a fin de promover en primera instancia el gasto y financiamiento a la inversión productiva.

## **Capítulo II.- Aspectos Teóricos sobre Política Monetaria, Banca Comercial y Margen Financiero**

En el presente capítulo teórico se analizará el papel de la política monetaria en los mercados emergentes como mecanismo para estabilizar los precios y regular las tasas de interés a fin de promover el ingreso de capitales del exterior, sin embargo, se señalarán las deficiencias que esto produce en cuanto al objetivo de lograr un crecimiento sostenido con estabilidad de precios.

El papel de la desregulación financiera y por consecuencia la globalización del sistema financiero que implica modificaciones sustanciales en la operación de la banca comercial en economía emergentes será abordado en el apartado dos, haciendo énfasis en las modificaciones en la operación de la banca comercial como base del financiamiento de corto plazo a la inversión y la vulnerabilidad que esta mantiene ante las entradas de capital especulativo, en este tipo de economías debido a que sus monedas no son consideradas como fuertes a nivel internacional, lo cual da lugar a mayores niveles de riesgo en la inversión y por tanto a la existencia de un mayor grado de incertidumbre que se traduce en una elevación de la tasa de interés activa y a una reducción en el financiamiento a la inversión productiva.

Por su parte, el último apartado lo referiremos a las implicaciones que conlleva el mantener una política monetaria restrictiva sobre las tasas de referencia en el mercado financiero y en consecuencia como esto provoca que la tasa piso para los créditos que otorga la banca comercial sea mucho mayor a la tasa pasiva que paga por la captación de recursos, lo cual lleva a mantener altos márgenes de intermediación bancaria. Asimismo, otro aspecto que fortalece este proceso es el carácter monopsonico que tiene la banca comercial para comprar valores públicos en el mercado primario lo cual favorece la existencia de márgenes de intermediación altos a la vez que estimula la elevación de ganancias de la banca

comercial mediante la compra de valores públicos con riesgo cero y, por tanto, reduce la disponibilidad de recursos para el financiamiento de la inversión.

En resumen, nos apoyaremos en buena medida en la referencia teórica poskeynesiana para la sustentación de que la economía capitalista, es eminentemente monetaria y por consecuencia el dinero no es neutral y tiene efectos sobre el sector real de la economía, en la medida que no sólo cumple la función de transacción si no también cumple la función como depósito de valor, y además es endógeno al proceso de crecimiento económico, por tanto, el sector financiero en una economía reflejará más rápidamente los desequilibrios en la economía y por consecuencia sus cambios implicarán ajustes en el sector real de la economía.

### ***1.- El Papel de la Política Monetaria en Economías Emergentes***

En este apartado analizaremos, los efectos que la política monetaria tiene sobre el sector financiero, y las dificultades que implica el mantener una política monetaria restrictiva sobre el financiamiento de la inversión, el margen financiero y por consecuencia de la producción y el empleo. Pese a que este tipo de política logra la estabilización de precios relativos internos.

En este sentido, sostenemos en el presente apartado que el manejo de una política monetaria restrictiva que han llevado a cabo los mercados financieros emergentes, para promover la entrada de inversión extranjera, y mantener el crecimiento de los activos financieros internacionales, que posibilita la sobrevaluación del tipo de cambio, ha ocasionado la elevación de la tasa de interés de valores públicos que le han permitido a la banca comercial obtener altos beneficios a sus inversiones financieras, promoviendo la especulación del margen financiero.

Todo lo anterior se ha reflejado en una reducción del financiamiento bancario a la inversión productiva, la creación de un mercado de valores especulativo, y finalmente la estabilidad de los precios en la economía, sin embargo, esto da lugar a que una política monetaria de

este tipo no sea congruente con una de crecimiento del ingreso y empleo en la economía ya que ataca directamente la contracción de la demanda interna y reduce el financiamiento a la inversión por parte de la banca comercial, a la vez que presiona las finanzas públicas por el pago de intereses que cuesta la emisión de valores públicos con fines de regulación monetaria en la economía, mientras que en el pasado la emisión de valores públicos respondía a necesidades de financiamiento del déficit público, resultado de objetivos de crecimiento e inversión públicos.

### **1.1 Política monetaria neoliberal**

Los teóricos de la represión financiera de finales de la década de setenta y toda la década de los ochenta, establecían que en los países que tenían sus economías altamente protegidas y que establecían regulaciones en la fijación de la tasa de interés, y que también establecían a través del banco central cajones de crédito para el financiamiento vía encaje legal, provocaba todo ello distorsiones en el mercado financiero que impedía una asignación eficiente de los recursos, mediante la fijación de una tasa de equilibrio, por consecuencia, proponían la desregulación del sector financiero.

Históricamente, el desarrollo de esta corriente de pensamiento la podemos ubicar a principios de la década de los setenta en que a nivel internacional se produce la ruptura del modelo de Bretton Woods en el que se establecía el patrón oro, es decir que todas las monedas fuertes a nivel internacional, y en particular al dólar podría ser intercambiado por oro (es decir, operaba la llamada libre convertibilidad de las monedas), sin embargo, el exceso de liquidez internacional que se da por dólares, hace que los Estados Unidos de Norteamérica abandonen el acuerdo de Bretton Woods, con lo cual se inicia la flotación de la monedas y la libre convertibilidad, así como de las tasas de interés y por consecuencia se abandonan las paridades fijas del tipo de cambio. Esta etapa, es considerada por algunos analistas como el inicio de la desregulación de los sistemas financieros en las economías industrializadas.

Es importante destacar también, que a diferencia de lo que suponen algunos investigadores el crecimiento de la liquidez internacional obedeció principalmente al financiamiento del déficit comercial de la economía norteamericana, derivada de la fuerte sobrevaluación del dólar que existía previa a la ruptura del acuerdo de Bretton Woods, asimismo, se presenta una importante securitización de los flujos de capital internacionales que tienden a dar lugar a que los flujos de capital empiecen a superar a los flujos reales de mercancías, dando lugar a lo que Jan Toporoswky define como la “era financiera”, donde lo financiero toma el liderazgo del desarrollo del capitalismo, por encima de las empresas industriales (Girón, 2002: 8).

En este sentido establecían que el Banco Central mantuviera sus tres funciones básicas: La Política monetaria, la supervisión bancaria y la política del sistema de pagos.

"La actividad de los bancos centrales modernos abarca tres áreas: política monetaria, el sistema de pagos y la supervisión bancaria. No obstante, existe una relación cercana entre estas tres áreas y las tres funciones del dinero. *La política monetaria busca la estabilidad del valor real de la unidad de cuenta. La supervisión bancaria, permite proteger ahorros invertidos en activos monetarios, o en dinero como depósito de valor; y se piensa que la política de sistema de pago para hacer del dinero un medio eficaz y seguro de pago.* Finalmente, estas actividades diversas y aparentemente no correlacionadas en realidad están fuertemente correlacionadas, no sólo en una forma económica sino también en un sentido institucional más profundo porque ellos comparten el arte de reconciliarse el rigor monetario y flexibilidad de respuesta ante los choques inesperados" ( Paddoa-Schioppa, 1994: 530).

Es importante subrayar que el objetivo de la supervisión bancaria es proteger los ahorros de los inversionistas y con esto impulsar el crédito interno, lo anterior a través de la apropiada fijación de tasas de interés de ambos rubros.

Para ejemplificar, la composición de un sistema financiero aplicable a una país en transición de una reestructuración financiera; es a través de "una pirámide en la cual las

familias y las empresas son la base, la banca comercial provee de los servicios de pagos entre los tres niveles y en la punta el Banco Central" ( Paddoa-Schioppa, 1994: 532).

Asimismo, con esta base de transformación de responsabilidades del Banco Central, se realiza al mismo tiempo una competencia entre los bancos comerciales y que llegue a una fijación de tasa de interés, que permita abatir sus costos de operación, al tiempo que genere un ensanchamiento del crédito. Lo anterior a través de una eficiente administración de riesgos financieros, para que la banca no incurra en cartera vencida por falta de liquidez que es como ha sucedido en la mayoría de las economías emergentes.

En este sentido algunos analistas del sistema financiero neoliberal afirman que:

"Según Mckinnon, en una economía que ha estado financieramente reprimida, un aumento en las tasas de interés por encima de la productividad marginal de la inversión, tendría el efecto de elevar la propensión al ahorro, y su canalización al mercado financiero, aumentando con ello la disponibilidad de crédito. Esto induciría a los empresarios a invertir en proyectos de alta rentabilidad, que incorporan mejoras tecnológicas y escalas de producción mayores, de modo que la nueva inversión no conduciría a una reducción de la tasa de ganancia, sino lo contrario" (López, 2002: 65).

En principio debemos de reconocer que uno de los aspectos más importantes con que cuenta el Estado es el ejercicio de la política monetaria a través del banco central en una economía. Si bien, a principios del siglo XX la importancia de la política monetaria como mecanismo de estabilización era poco importante, después de la década de los setenta cobra relevancia y se convierte en uno de los principales instrumentos de política económica para la estabilización en las economías y prueba ser capaz de combatir la inflación.

“La política monetaria llegó a verse como parte de un conjunto más amplio de instrumentos de política económica. Después de décadas tal vez siglos, de una actitud relativamente pasiva, la administración monetaria calmada.. Al final de la segunda guerra mundial, la idea de que el gobierno tenía una responsabilidad de estabilización macroeconómica y de

que la política monetaria debiera ser usada para ese propósito ha ganado amplia aceptación” (Padoa-Schioppa, 1994: 532).

El problema de la inflación en las economías en desarrollo o también conocidas actualmente como economías emergentes, es uno de los principales factores que darán lugar a la aparición de lo que se conocería como el modelo neoliberal en este tipo de países y por consecuencia a que dicho modelo se sustente preponderantemente en los aspectos monetarios para dar solución al crecimiento de precios y de esta forma a que la política económica estuviera influida en gran medida por medidas de corte monetario.

Los problemas de alta inflación que se registraron en las economías emergentes al inicio de la década de los ochenta implicó un cambio en el modelo económico de crecimiento y por consecuencia en los lineamientos en la Política Económica (P.E.) a seguir, en este sentido, las principales acciones se centrarían en un ajuste fiscal permanente y en una política monetaria restrictiva, asociada a medidas de liberación de sus mercados y desregulación del aparato económico incluyendo al sector financiero y de esta forma dar lugar a lo que conocemos actualmente como globalización económica, en donde una de sus principales características será el libre flujo de los capitales internacionales.

Su origen lo podemos encontrar en lo que se conoce como la aplicación de la Nueva Teoría Neoclásica, en donde se considera al mercado como el principal factor asignador eficiente de recursos y por consiguiente el Estado debe retornar a realizar sus actividades fundamentales para que los agentes económicos privados sean los que determinen el ritmo de crecimiento de la inversión productiva y, por tanto, de la producción, el ingreso y el empleo.

En este sentido la liberación del mercado financiero es una condición fundamental para la promoción del ahorro interno y el incremento de recursos para financiar a la inversión, bajo estas consideraciones se dice que el modelo neoliberal y por consecuencia la P.E. deberá estar caracterizada por los siguientes aspectos generales:

“La insuficiencia del ahorro total y de la intermediación financiera se agrava por la falta de un mercado de dinero eficiente, tasas de interés controladas y un sistema bancario excesivamente regulado” (Aspe, 1993: 15).

Es decir de acuerdo a los teóricos del neoliberalismo en el aspecto financiero, no es conveniente que un mercado se encuentre excesivamente regulado por parte del Estado, ya que esta situación provocará que dicho mercado se vuelva ineficiente y por consecuencia limite el crecimiento del ahorro y de la intermediación bancaria eficiente por parte de la banca comercial, así se buscará, la forma para la reducción de dichos controles a fin de que sea el mercado el que determine los niveles adecuados de tasas de interés.

“Ronald I. McKinnon (1973) y Edward S. Shaw (1973) ponen en tela de juicio los presuntos beneficios de unas tasas de interés bajas, controladas, y represión financiera: *Propugnan, en cambio, la liberación y el desarrollo financieros, como políticas económicas favorables al crecimiento.* McKinnon y Shaw critican específicamente los modelos monetarios de Keynes, y de los economistas keynesianos y neoestructuralistas. Ambos autores argumentan que los supuestos cruciales de esos paradigmas son erróneos tratándose de los países en desarrollo. Ambos proponen marcos teóricos para analizar el papel del desarrollo financiero en el proceso de crecimiento económico. McKinnon ofrece un modelo optativo en el que los saldos monetarios reales son complementos, en vez de sustitutos, de la inversión tangible” (Fry, 1990: 8).

Los neoliberales establecen que es necesaria la liberación de los mercados con objeto de que estos se vuelvan eficientes tanto a nivel del sector financiero como del sector real, acompañadas estas medidas con una profunda reestructuración fiscal del Estado.

Es evidente que estos planteamientos serían apoyados por los organismos financieros internacionales, incluyendo al Fondo Monetario Internacional ya que esto permitiría exigir a las economías con problemas de inflación altos, que su política económica se orientará a la toma de acciones sustentadas en los preceptos neoliberales.

“En la mayoría de los casos, el acceso a estos fondos (créditos externos) se condiciona a la adopción de programas de estabilización concertados con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en los cuales se plantean recortes considerables en el gasto público, realineación de precios relativos (incluyendo precios y tarifas del sector público), la modificación de los controles de precios en los sectores rezagados y el compromiso de mantener políticas de crédito restrictivas, así como un tipo de cambio real subvaluado” (Aspe, 1993: 15).

De esta forma, las recomendaciones del FMI en materia de P.E. de acuerdo a los preceptos del modelo neoliberal, es que las acciones se centren en el control de los factores que provocan una fuerte expansión de la cantidad de dinero en la economía y que provocan presiones de demanda en la economía con los consiguientes efectos sobre la inflación, ya que se considera que bajo la óptica monetarista la oferta de dinero es exógena ya que es controlada por el banco central.

“La teoría neoclásica de la política económica que ofrece los fundamentos de las condiciones impuestas por el FMI y, en general, de los programas de estabilización de corte ortodoxo, hace mayor hincapié en el uso de políticas de demanda agregada y, consecuentemente, otorga menor importancia a los aspectos estructurales de la inflación. A riesgo de simplificar, podría afirmarse que este punto considera que la inflación es esencialmente un fenómeno monetario causado por la excesiva expansión del crédito, que sólo puede corregirse mediante una política monetaria restrictiva” (Aspe, 1993: 18).

De la cita anterior, se desprende con claridad que bajo el esquema neoliberal la política económica que se sigue privilegia a la política monetaria restrictiva como uno de los instrumentos más importantes con que cuenta el Estado para enfrentar los desequilibrios de precios y tipo de cambio en una economía, sin que esto signifique, que la disciplina fiscal que debe seguir el gobierno deba de relajarse por el contrario esta deberá de mantenerse permanentemente, a fin de que la estabilidad y el crecimiento económico se mantengan en el largo plazo.

Evidentemente, el modelo neoliberal además que implica que el Estado debe de jugar sólo un papel de regulador de las relaciones económicas en el mercado y no intervenir directamente en la actividad económica, implica un cambio importante en el ejercicio de la P.E. que debe llevar el Estado, en tanto que deberá de vigilar que los agentes económicos privados mantengan expectativas favorables sobre la evolución de la economía en el largo plazo, y además, garantizar una estabilidad de sus finanzas públicas mediante la reducción de su participación en la economía. Se considera asimismo, que las expectativas de los agentes económicos son racionales, es decir que poseen información para la toma de decisiones sobre sus inversiones.

Es importante destacar también que en este proceso de aplicación de la política monetaria se descuida en parte el papel del Banco Central en la supervisión de la banca comercial, lo cual puede inhibir los esfuerzos de la propia política monetaria en el siguiente aspecto:

“Justo como la política monetaria está vinculada a la declinación de la convertibilidad, así la supervisión bancaria está vinculada al aumento de los depósitos bancarios en el total del stock monetario. La confianza en la perfecta sustituibilidad entre el dinero de los bancos comerciales y del banco central es una precondition para convertirse en un medio ampliamente aceptado. Desde que la responsabilidad de la sustituibilidad descansa últimamente en el banco central, éste necesita verificar y promover la sana operación de los bancos comerciales

El eslabón entre la supervisión bancaria y los otros dos elementos de la tríada de las funciones del banco central está igualmente claro. Con depósitos del banco que representan el volumen del suministro de dinero, el sistema bancario se convirtió no sólo el actor principal del sistema de pagos, sino también el canal principal de transmisión de impulsos de la política monetaria a la economía real”(Padoa-Schioppa, 1994: 534).

Si consideramos, el aspecto anterior señalado por Padoa-Schioppa nos lleva a que el objetivo de estabilización de la moneda que tienen en la actualidad la mayoría de los bancos centrales en sus economías emergentes, lleven a que estos descuiden un aspecto

importante de la política monetaria que es el de la supervisión de la banca comercial, lo cual puede tener efectos negativos sobre el sector real de sus economías (incluso dar lugar a un proceso de transnacionalización de su propia banca comercial).

Por tanto, si bien bajo el modelo neoliberal pareciera ser que la P.E. pierde importancia por el hecho de que el Estado reduce su participación en la economía para encargarse únicamente de las áreas que le son propias como las de educación, salud y seguridad pública principalmente, no significa que la P.E. pierda importancia, por el contrario, está asumiendo una nueva dirección en torno de los instrumentos que utiliza para lograr garantizar en el largo plazo la estabilidad del propio sistema de economía capitalista ya que de lo contrario se generarían contradicciones al interior de la propia economía que pudieran dar lugar a conflictos sociales que ponen en riesgo la existencia misma de capitalismo de mercado que tanto preocupa al propio F.M.I. y a las economías más desarrolladas del mundo.

En este sentido,... “es importante reconocer que las instituciones y el marco legal regulador del sector financiero pueden tener una influencia muy significativa sobre el crecimiento y el desarrollo económico, por lo menos en las siguientes tres formas:

- a) Las instituciones financieras pueden magnificar o amortiguar los choques internos y externos en la economía. La forma en que legalmente se les permite operar afecta la aplicación, por parte de las autoridades monetarias y fiscales, de una política anticíclica eficaz.
- b) En la medida en que el crecimiento requiere de inversión y ésta requiere de ahorro, los intermediarios financieros pueden obstruir o facilitar este proceso, proporcionando los instrumentos para que la gente ahorre y canalizando esos ahorros a actividades con tasas de rendimiento atractivas.
- c) Debido a las economías de escala existentes en los servicios financieros y al costo de la información en los países en desarrollo, el crédito no suele estar al alcance de las pequeñas empresas. Esto significa que proyectos rentables se dejan de realizar, además de

que los mercados financieros incompletos pueden tener un efecto regresivo sobre la distribución del ingreso” (Aspe, 1993: 64-65).

Bajo las condiciones anteriores, la P.E. llevada a cabo en un esquema neoliberal implica de entrada que el mercado financiero y las instituciones que lo componen (bancos y mercado de valores), deberán de funcionar eficientemente con objeto de promover el crecimiento del ahorro y favorecer la generación de expectativas positivas sobre el crecimiento económico y la estabilidad del tipo de cambio. Este proceso sólo se logra mediante la desregulación del propio sector financiero eliminando los controles y regulaciones impuestas por el Estado, por tanto, la P.E. se debe de enfocar a llevar a cabo este tipo de acciones a fin de lograr una eficiencia del mercado y de las instituciones que lo integran.

De todo lo anterior podemos derivar que en las economías emergentes la política monetaria entra en un conflicto al definir las prioridades de la política monetaria en términos de lograr la estabilidad de la moneda o bien lograr una supervisión bancaria eficiente, al respecto Padoa-Schioppa plantea. “Un nuevo debate sobre la adecuación de las atribuciones de supervisión de la banca central se ha desarrollado recientemente en Francia, en el Reino Unido y en Estados Unidos, la profundización de esto excedería los límites del presente documento: es suficiente recalcar que el conflicto de intereses entre el riesgo moral se refiere como un motivo para el rompimiento de la tríada. No dudamos que sea técnicamente factible tomar la responsabilidad de la supervisión al margen de los bancos centrales justo como se concibió la separación de la unidad de cuenta de los medios de pago, volviendo a la analogía que hago sobre el banco central y el dinero. ¿Pero es deseable hacerlo y para qué?

En mi perspectiva, los argumentos que se han expuesto, hasta ahora no llevan el peso decisivo. *Un conflicto entre la estabilidad de precios y la estabilidad del banco*, apenas inicia si se hace una cuidadosa ponderación de los pros y contras de políticas alternativas en curso es más probable que sea una sola institución que la siempre difícil coordinación de agencias individuales” (Padoa-Schioppa, 1994: 535).

En consecuencia, la banca comercial y el mercado de valores juegan un papel importante en la intermediación de recursos a fin de contribuir a elevar el ahorro financiero y por consecuencia a financiar la inversión productiva a un menor costo que permita la reactivación de la producción y el empleo. Sobre todo a la luz de que los bancos centrales de las economías emergentes se encuentran más enfocados al objetivo de protección del valor de la moneda que de la propia supervisión de la banca comercial con fines de promoción del financiamiento para el crecimiento de sus economías.

## **1.2 Acciones actuales de política monetaria**

Considerando las funciones a las cuales hace referencia Padoa-Schioppa, en cuanto al Banco Central en relación al ejercicio de la política monetaria se plantea que: “en 1967 John Hicks resumió su visión sobre la economía monetaria en una bien conocida serie de lecturas, en la cual le da el título de “Las dos triadas”. La esencia de esos argumentos fue que el dinero es inherente a fenómenos complejos, en términos de las tres funciones que realiza, medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor, y de los tres motivos por los cuales la gente mantiene dinero, motivo transacción, motivo precaución y motivo especulación” (Padoa Sschioppa, 1994: 530).

Derivado de este reconocimiento los bancos centrales establecen su política monetaria a fin de preservar y dar certidumbre a las tres funciones principales del dinero. Sin embargo, con la evolución del sistema financiero internacional en la actualidad al parecer la prioridad de la política monetaria se ha enfocado a la estabilidad de precios, más que a la de apoyar el crecimiento de las economías

Al respecto Pado-Schioppa plantea “... en este clima intelectual, cuando los objetivos de corto plazo de estabilización y estabilidad de precios entra en conflicto bajo las presiones de los primeros choques petroleros y los aumentos de las demandas sindicales, a principios de los setenta, no fue sorpresa que la estabilidad del precio asumiera esa manera. Bajo acuerdos instirucionales forzados en ese momento, los bancos centrales poco pudieron hacer para prevenir la corriente o la marea...

La notable excepción de la tendencia general fue Alemania, donde la conducta económica de los negocios, gobierno y trabajo, así como la opinión pública estableció como alta prioridad la preservación de la estabilidad de precios, incluso a veces a costa de un alto desempleo. En este ambiente, era útil una amplia autonomía operativa de la banca central para otorgar prioridad absoluta a la estabilidad de precios, que significaba una tasa de inflación tan cercana a cero como fuera posible” (Padoa-Schioppa, 1994: 536).

Es evidente que el control de la oferta monetaria con fines antiinflacionarios se convertiría en el objetivo prioritario de la política monetaria por parte de los bancos centrales autónomos en el mundo, prueba de ello fue que en las economías emergentes, sería retomada esta concepción de la política monetaria, tal como sucedió en muchos países de América Latina desde finales de la década de los setenta y los ochenta.

La estrategia de la política monetaria basada en el control de la base monetaria a fin de evitar presiones de precios (sobre todo en el caso de México a partir de 1995), tuvo resultados inmediatos ya que desde mediados de ese año se observó una trayectoria descendente de la inflación provocada por costos, es decir se evitó caer en un proceso de espiral inflacionaria de devaluación-inflación-devaluación, como la registrada en la década de los ochentas.

En este sentido, la política monetaria actual aplicada sobre todo en economías emergentes se ha centrado sobre una política de tipo ortodoxo en su totalidad, es decir, se puede afirmar que la llamada política neoliberal fue retomada con mayor énfasis a partir de 1995, debido a que la expansión o movimientos de la liquidez en la economía se manejaría en función de las variables objetivo de precios (p), crecimiento económico (q) y el proceso de remonetización (velocidad de circulación del dinero v), de la economía que se presentará con base a la trayectoria que registrara la inflación. Por tanto, la expresión matemática de esta estrategia se establecería de la siguiente manera:

$$m * v = p * q$$

En consecuencia la oferta monetaria y los movimientos de la base monetaria se ajustarían a las previsiones de crecimiento previstas por la política económica, de las economías emergentes que presentarán altas tasas de inflación, en este sentido se tendría el siguiente esquema:

$$m = (p * q) / v$$

Por consecuencia el movimiento de la inflación se vería determinado por la liquidez en la economía como se puede apreciar en la siguiente expresión:

$$p = (m * v) / q$$

Donde p= tasa esperada de crecimiento de precios en el año t

m= tasa de crecimiento nominal requerida para la inflación en el año t

v= es la velocidad de circulación del dinero reconocida como la relación de M1 entre el PIB de la economía en el año t

q= tasa de crecimiento real del PIB esperada en el año t

Es decir que la trayectoria de los precios se verían alterados por un tipo de política monetaria restrictiva o expansiva. Lo anterior, se puede observar claramente si consideramos que la liquidez en la economía altera directamente el numerador, razón por la cual entre mayor sea éste, suponiendo un crecimiento económico del Producto Interno Bruto Real de alrededor del 2.0%, el efecto de una política expansiva de la liquidez derivada de un mayor gasto público implicaría por si mismo un impacto al alza en el nivel general de los precios.

Las expectativas de los agentes económicos ante una situación de este tipo se moverían al alza provocando una mayor inflación de carácter inercial en el sentido que se adelantarían a las decisiones de política económica, es por ello que en la actualidad la autoridad monetaria deberá mantener una relación adecuada en términos del crecimiento de la base monetaria a

fin de lograr señales claras y confiables a los agentes económicos para no alterar sus expectativas inflacionarias.

Sin embargo, estudios recientes sobre el papel del banco central en una economía como responsable de la política monetaria presentan algunos retos actuales como son el caso de los flujos de capital y operaciones con derivados, etc., que obligan a la banca central a tener presente su actualización para establecer mecanismos de regulación que eviten poner en riesgo los objetivos de la política monetaria.

De acuerdo a los planteamientos de Padoa-Schioppa Tommaso, afirma que en la actualidad los bancos centrales enfrentan desafíos importantes en cuanto a la modernización y apertura de los sistemas financieros en las economías que en un momento ponen en riesgo sus funciones tradicionales como son el de establecer la moneda de curso legal, regular el sistema de pagos, pero sobre todo la política monetaria y la supervisión de la banca comercial.

Lo anterior obedece principalmente a que dentro de los objetivos de la política monetaria que tienen los bancos centrales se establece el de proteger el valor adquisitivo de la moneda es decir evitar repuntes en la inflación de sus economías, el mantener este como uno de sus objetivos principales provoca que los bancos centrales descuiden la otra función que tienen que es la de supervisar el funcionamiento de la banca comercial.

El conflicto entre la estabilidad del precio y la estabilidad bancaria surge de: si se sopesan los pros y los contras del curso de las políticas alternativas. El grado del riesgo moral es probablemente inevitable e incierto en las funciones de las políticas. El íntimo conocimiento del estado de los Bancos es indispensable para un Banco Central que formalmente no cuenta con la función de supervisión bancaria.

En la espectacular transformación de la estructura financiera que nosotros hemos dado testimonio en las últimas dos décadas, tres componentes principales pueden ser identificados: el desproporcionado y rápido desarrollo de los mercados financieros y las

transacciones comparadas con la economía real; y la eliminación de las fronteras, por la especialización financiera; y la internacionalización, que dificultan el manejo de la política monetaria.

“Con la eliminación de fronteras operacionales entre las diferentes clases de intermediación, las tres funciones actuales de los Bancos Centrales son afectadas (1.- La política monetaria; 2.- Regular el sistema de pagos y; 3.- La Supervisión bancaria). La política monetaria que se orienta a la estabilización del valor real de la unidad de cuenta o la moneda de curso legal; Supervisión apunta a la protección y eficiencia de los servicios que presta la banca comercial en las operaciones de ahorro e inversión en la economía; y el de hacer eficiente al sistema de pagos para que no se entorpezca el crecimiento de la economía real” (Padoa-Schioppa, 1994: 530-531).

En este sentido el autor refiere que al entrar en conflicto los objetivos de la política monetaria con la evolución de la banca comercial se dificulta a esté la supervisión de la banca comercial con lo que se presentan riesgos que pueden llevar a la generación de crisis financieras en las economías, en la medida que dado que el banco central privilegia en las economías emergentes el objetivo de la inflación se descuida el de la supervisión bancaria, lo cual conlleva a que la banca comercial se vea favorecida por este descuido en virtud del establecimiento de altas tasas de interés en el mercado de bonos públicos y en la especulación que la banca comercial realiza con el margen financiero.

Las innovaciones en los sistemas del pagos como: el cambio del correo y envío por télex con la información moderna y la tecnología de telecomunicaciones, dinero electrónico, etc. y la combinación de estos desarrollos ha creado nuevos problemas, posibilidades y riesgos a la política monetaria y por consecuencia al papel del banco central.

Para el Banco Central, el problema está en proporcionar la cantidad de dinero en proporción y en la cantidad que satisfaga al sistema de pagos y en función de la política monetaria requerida.

El nuevo desafío que los bancos centrales están enfrentado en los sistemas de pago es encontrar una manera satisfactoria de combinar la eficiencia, la seguridad, y un efectivo control monetario. Pero, cualquier solución adoptada, tendrá un impacto en el rumbo del Banco Central permaneciendo en el mercado; el rumbo del mercado es controlado, el rumbo de la política monetaria que es implementada, y el rumbo de la liquidez que es proporcionada a los bancos individuales es todo el límite que puede ser afectado. En este respecto, la desmaterialización y el crecimiento de los pagos intra-día son un cambio radical comparados con el papel tecnológico que ponen en riesgo la política monetaria del banco central.

“En 1992 la crisis monetaria mostró un rápido flujo de capitales que respondía a incentivos económicos y al cambio de las expectativas. Desde entonces esta confirmado que aun si la política monetaria independiente concediera un tipo de cambio flotante, puede ser una ilusión. Los arreglos para los pagos internacionales pueden afectar la estructura bancaria y los mercados financieros y tienen implicaciones de largo alcance para la supervisión, monetaria, y de las políticas de préstamo de última-instancia” (Padoa-Schioppa, 1994: 537). De esta forma, otro de los problemas que dificultan incluso la aplicación de la política monetaria como mecanismo de estabilización de precios en las economías que registran procesos de desregulación y apertura de sus sistemas financieros, provocan que las entradas de capital libres, sin ningún tipo de regulación hacen que se dificulte el manejo de la política monetaria y, por tanto, el manejo de la supervisión de la banca comercial a fin de que esta no genere daño moral a los clientes que participan en ella.

En este sentido Padoa-Schioppa, propone que para reducir los riesgos que la propia globalización impone a los bancos centrales es necesario que, se promueva la adaptación de un sistema regulador que contemple la eliminación de las fronteras financieras que han seguido varias rutas; una primera ruta abandono gradualmente --la cual está aún en marcha y no ha sido totalmente completada-- la distinción tradicional entre bancos comerciales y de inversión heredada de los años treintas. Incluso en Estados Unidos y Japón, las barreras regulatorias entre los dos segmentos financieros han sido significativamente reducidos.

Una segunda ruta se ha orientado de nociones completamente legales a una noción económica de supervisión institucional. El avance más significativo, -- en este sentido se dio a mitad de los años 80's, y ahora ha sido aceptado en la mayoría de países-- ha sido la introducción de la supervisión bancaria consolidada. La supervisión de los conglomerados financieros es una tarea mucho más compleja que los supervisores están ahora intentando lograr.

Una tercera ruta se ha dirigido al establecimiento de regulaciones uniformes para cada tipo de negocios. Esto puede llamarse un enfoque "funcional", en el cual cada función, tipo de servicio financiero o producto, es sujeto a un supervisión particular, sin importar el tipo de institución financiera que lo ofrece. Esto pareció un avance respecto al más "tradicional" enfoque institucional en el cual cada una de las categorías de la institución está sujeto al mando de su propia autoridad supervisora para el rango entero de sus operaciones, porque asegura, como se dice en el argot, nivelar el campo de juego.

El enfoque funcional, sin embargo, tiene serias limitaciones, elevadas por el peligro de la concentración de partes individuales de una realidad compleja, sin comprender totalmente: si al final son las instituciones las que fallan o las funciones que ellas realizan.

“En mi país, Italia, hemos tratado de superar esos problemas mediante la organización de instrumentos y responsabilidades de supervisión de acuerdo a objetivos, más que por funciones o instituciones. El enfoque se base en el reconocimiento de que la regulación tiene dos objetivos:

El primero es adoptar la eficiencia del mercado en la administración de información y precios de activos financieros. Se da seguimiento a través de todas las formas de intervención del mercado como tal, las reglas de conducta para los participantes, identificando requerimientos, e imponiendo normas contractuales

El segundo objetivo es preservar la estabilidad. Incluso un sistema bien diseñado de identificación de estándares no pueden eliminar todas las fuentes de inestabilidad. Porque

algunas transacciones o intercambios tienen lugar fuera del mercado, algunos agentes producen información incorrecta, alguna información relevante simplemente no está disponible o no es recuperable, y así sucesivamente. De ahí que, rumores y malentendidos o información falsa pueden distorsionar los procesos internos (allocative) incluso llevar a crisis financieras” (Padoa-Schioppa, 1994: 544).

Pese a los avances que algunos bancos centrales han buscado a fin de mejorar la supervisión bancaria y mantener al mismo tiempo un manejo eficiente de la política monetaria, el mismo autor establece que sin embargo que la entrada de los flujos de capital externo puede poner en riesgo las medidas antes señaladas debido a que entorpecen los niveles de liquidez interna o pueden nulificar la actitud del banco central.

Derivado de lo anterior las autoridades de Basilea han establecido una serie de recomendaciones para que los bancos centrales a través del llamado “Coke Comité”, establezca acciones tendientes a regular las concentraciones, estándares de supervisión bancaria y supervisión consolidada, de tal forma que los bancos centrales puedan extender su papel no sólo a los objetivos básicos sino que también, consideren los aspectos ligados al proceso de globalización y la integración de mercados a nivel internacional para de esa manera cumplir con su papel de supervisor y regulador de liquidez adaptándose a los cambios actuales en la evolución de los mercados financieros altamente tecnificados y apoyados por los manejos de las operaciones electrónicas para la transferencia de fondos y de inversión en un mercado globalizado, como lo ha intentado actualmente el banco central de la Unión Europea.

Asimismo, Padoa-Schioppa plantea cuatro acciones básicas para la actualización de las funciones del banco central y hacer eficiente el manejo de la política monetaria en el sentido siguiente:

1. Prevención de las presiones que surgen de los precios de los salarios y el financiamiento a los gobiernos que presionan la expansión de dinero, a fin de mantener la estabilidad de precios en la economía.

2. Revisar la estructura regulatoria a fin de mantener la estabilidad financiera en un escenario en donde se realizan contratos más complejos y se diversifican los mercados como es el caso de los derivados.
3. Readaptación del sistema de pagos actualizándolo mediante un uso más intensivo de los sistemas computarizados y la información tecnológica.
4. Extender las tres funciones del banco central tradicionales (sistema de pagos, liquidez y supervisión bancaria) dentro de la globalización e internacionalización de los mercados financieros, buscando mecanismos de cooperación entre los bancos centrales.

Lo anterior puede verse reforzado con las propuestas que lleva a cabo la Dra. Alicia Girón que dice que... “en la etapa de inserción de los sistemas financieros nacionales a la globalización, emergen mercados financieros contestatarios con ciertas características que van conformando un mercado financiero integrado, haciéndose parte de éste los mercados emergentes donde imperan tendencias hacia las monedas comunes y tasas de interés únicas. Por ello, la tasa de interés de los fondos federales determinada por la Reserva Federal de Estados Unidos incide en las *políticas monetarias de cada país en particular en los niveles de tasas internas*” (Girón, 2002: 48).

Es decir que en un mercado globalizado los factores exógenos a los mercados financieros nacionales en particular de los llamados emergentes nos llevan a que estos se vean sobredeterminados en su política monetaria por dichos cambios en el mercado financiero internacional que les exige un mayor grado de competencia y por tanto a modificar sus niveles de tasas domésticas.

Asimismo, la Dra. Eugenia Correa complementa lo dicho por la Dra. Girón en el sentido de que las políticas monetarias seguidas por los mercados emergentes, están derivadas de las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), y que ha sido uno de los principales causantes de las crisis financieras y por consecuencia de la ineficiencia de la política monetaria y de regulación a las instituciones bancarias privadas en el sentido que dice que:

“Si buscamos en documentos y trabajos de corte académico, éstos se enfocan en explicar la dinámica del crédito, de la innovación y del cambio tecnológico. Los trabajos del FMI y de otras instituciones (como GAO; Task Force del IFI, BM, etc.) se han dedicado a analizar los orígenes de las crisis bancaria y a la recomendación de políticas económicas sin que haya una preocupación sobre el futuro del sistema financiero local y de financiamiento” (Correa, 2002: 71).

O sea que en buena medida las distorsiones en la política monetaria y el proceder de los bancos centrales se encuentra influida por las recomendaciones del FMI en países emergentes.

En este mismo tenor continúa diciendo que... “Las acciones del FMI, mostrando una creciente ortodoxia, incluso mayor a la existente en la gestación de la crisis de deuda de 1982, han agudizado las condiciones de vulnerabilidad y de fragilidad de las economías y de sus sistemas financieros al punto en que su reconstrucción parece mucho más costosa de lo que están dispuestos a solventar los actores del Washington Consensus” (Correa, 2002: 87).

La propia globalización de los sistemas financieros en los mercados financieros emergentes, resultado de las recomendaciones del FMI, han provocado en buena medida que las acciones principales de la banca central en materia monetaria se enfoquen a lograr la estabilización de precios y de tipo de cambio de manera indirecta, descuidando así los mecanismos de supervisión bancaria que les permita reducir la vulnerabilidad de sus mercados y por tanto, lograr un adecuado manejo de su política monetaria acorde con las condiciones de la evolución en la producción de bienes y servicios y del mejoramiento en el empleo.

*“Si uno mira los estatutos de bancos centrales individuales – muchos de los cuales fueron bosquejados en el momento en que la convertibilidad del oro era aún la base del sistema monetario. ---no es fácil encontrar una idea precisa de los objetivos que perseguía la política monetaria. El objetivo no está especificado, o se describe con expresiones vagas*

*como: “proporcionar elasticidad a la moneda” (la Reserva Federal) “regulación monetaria” (el Banco de Japón), “salvaguardar la moneda” (el Bundesbank), “vigilar la moneda y el crédito” (el Banco de Francia de acuerdo con los estatutos de 1973, recientemente reformado), o “regular el valor de la moneda en forma que sea conducente a la prosperidad y bienestar de la nación” (el Banco Nederlandsche ). La experiencia de los años 70’s y principios de los 80’s convenció mucho de que en un mundo en el cual la política monetaria había perdido cualquier naturaleza de ancla, los comités de estabilidad de precios de las autoridades monetarias habían sido un hecho inequívoco y creíble a los ojos del público. Un sólido y explícito comité para la estabilidad de precios sustenta la confianza del público en medio del intercambio y, al final, preserva la estabilidad de la moneda” (Padoa-Schioppa, 1994: 542).*

En resumen, si bien a partir de la década de los setenta en que se da la caída del acuerdo de Bretton Woods y se inicia el proceso de flotación de las monedas y del propio tipo de cambio, se inicia una nueva corriente de pensamiento monetarista que lucha por la liberación del mercado financiero justificando esta propuesta en que los mercados reprimidos por una fuerte participación del Estado no generan una eficiencia de su mercado financiero, por tal razón deben de desregularse y liberarse, de tal forma que sea el mercado el que fije la tasa de interés de equilibrio.

En este proceso, el papel del Banco Central deberá prioritariamente el de mantener el poder de compra de la moneda, con base en una política monetaria restrictiva, aunque esto le signifique, descuidar su papel de regulador de la actividad de la banca comercial privada.

Sin embargo, a más de treinta años de puesta en marcha el inicio de la desregulación financiera –como por ejemplo el caso de México a poco más de veinte-, se ha observado que la desregulación en el campo del análisis empírico parece no haber dado resultado ya que la captación y el financiamiento a la inversión no han crecieron como se esperaba por el contrario la globalización y desregulación financiera dio origen al proceso de crisis financieras en los mercados emergentes, en lugar de promover el crecimiento de la producción y el empleo.

Es decir en la actualidad enfrentamos un fuerte dilema por un lado tenemos un fuerte crecimiento del sector financiero internacionalmente, en tanto que el sector real de las economías parece no haberse contagiado de este crecimiento por el contrario este apenas logra pequeños avances, lo cual haría pensar que se encuentra desligado el sector real del financiero, siendo todo lo contrario, lo que sucede ya que la valorización del capital financiero continua llevándose a cabo en el sector real de las economías, escondiendo detrás que la relación entre el crecimiento de la productividad y el aumento del salario real no ha sido pareja, dando lugar a una mayor apropiación de beneficios por parte de los empresarios y propietarios del capital bancario en detrimento de la clase trabajadora, sobre todo en las economías emergentes.

El cambio en los avances de la productividad industrial sobre todo la electrónica y de sectores exportadores ha implicando cambios en los procesos de producción pasando de una producción basada en el Fordismo a una producción flexible con una división internacional, basada en el trabajo por hora que implica una mayor productividad y explotación del trabajo que implica una obtención de excedente mayor (véase a Roberto Frenkel: 2003).

Por tanto, al parecer una política monetaria restrictiva sólo es compatible con la estabilidad de precios en las economías emergentes, pero no lo es con el crecimiento de la producción y el empleo en estas economías, en virtud de que favorece tasas de interés reales altas que favorecen la especulación del margen financiero a la banca comercial, lo cual permite la obtención de altas utilidades sin exponer sus activos al riesgo y por consecuencia de promover el financiamiento de la inversión productiva en la economía.

## ***2.- Globalización Financiera y Banca Comercial***

En el presente apartado se sostiene que el proceso de desregulación y globalización del sistema financiero en las economía emergentes, profundizo los desequilibrios de este sector, generando un proceso de mayor vulnerabilidad derivada en buena mediada de la

libre entrada y salida de capitales externos, que ha dado lugar a un proceso de oligopolización y transnacionalización del sector bancario en estas economías.

“En la espectacular transformación de la estructura financiera que hemos presenciado en las últimas dos décadas, pueden identificarse tres componentes principales: El desproporcionado crecimiento del mercado financiero y de las transacciones comparados con los de la economía real; la eliminación de fronteras a la especialización financiera y la internacionalización.

Las pocas figuras a menudo citadas, son suficientes para dar una idea de cómo muchos de los sistemas financieros se han desarrollado a paso diferente del crecimiento de la economía real. Entre los últimos años de los 70's y al principio de los 90's la Tasa de Interrelación Financiera Goldsmith, la cual mide el tamaño del sector financiero en proporción a la riqueza real, se eleva más allá del 30% en promedio en los seis países más industrializados. En el Reino Unido y en E.U. en particular se eleva en alrededor de 90 y 40 por ciento respectivamente. En el mismo periodo, la capitalización de la bolsa de valores aumentó, como porcentaje de PNB aproximadamente cuatro veces en Francia e Italia, tres en Japón y el Reino Unido y dos en Alemania, entretanto, en estos cinco países la emisión de acciones se ha incrementado en promedio en alrededor de 0.8 a 1.7 por ciento del GNP” (Padoa-Schioppa, 1994: 534).

La globalización financiera aplicada en las economías emergentes como parte del programa de estabilización económica implementada a partir del llamada modelo neoliberal en este tipo de economías, fomento el incremento de la tasa de interés para hacer atractivo el mercado financiero a los flujos de capital internacional, pero a la vez las entradas de capital esencialmente de corto plazo, y altamente especulativo, deterioraron al mercado de valores que una vez valorizado el capital salieron, creando situaciones de crisis financieras que obligaron al Estado a participar en mismo, a fin de evitar el colapso de sus sistemas financieros, generando un alto costo para las finanzas públicas y una mayor vulnerabilidad de los mismos debido a la apertura a que están expuestos actualmente.

Por ello, el “efecto de los flujos de capital en escala internacional en las economías emergentes y el comportamiento de la inversión extranjera directa en dichas economías, distorsionan las estructuras productivas internas en la fase donde los sistemas económicos inician su integración con el proceso global.

Por lo anterior, la hipótesis central para poder entender las crisis financieras es no sólo el efecto de los flujos de capital internacional en los países emergentes sino también cómo la inversión extranjera directa se comporta en esas naciones.

Las crisis bancarias se enmarcan en los procesos de desregulación financiera de los sistemas bancarios mundiales y de su inserción en un modelo global” (Girón, 2002: 27-28).

Existe un consenso entre gran parte de los investigadores actuales en el sentido de plantear que en efecto las crisis financieras y bancarias suscitadas en la década de los noventa tienen su origen en el propio proceso de desregulación y globalización de los mercados emergentes ya que “no es casualidad que los mercados financieros nacionales se encuentran integrados a un único mercado, pues no sólo poseen características semejantes, sino que responden en su desempeño a las variaciones de tasas de interés y tipos de cambio internacionales, así como a los lineamientos de política monetaria y financiera hegemónicos” (Girón, 2002: 32).

## **2.1 Origen y evolución de la globalización financiera**

Considerando los aspectos anteriormente señalados podemos decir que la mayor integración a la economía mundial se persiguió a través de una rápida liberalización del comercio, las finanzas y los flujos de inversión; lo que se consideró como trayectoria o receta más idónea para prevenir los retrocesos en el proceso de desarrollo causados tradicionalmente por recurrentes crisis de pagos. Así, la liberalización comercial aseguraría la mejor asignación de recursos de acuerdo a las “ventajas comparativas”, generando los ingresos de exportación necesarios para importar bienes y servicios claves para garantizar un mayor crecimiento económico. La liberalización financiera atraería al capital extranjero

en busca de altos rendimientos hacia estos países con “escasez de capital”, permitiéndoles invertir más de lo que ahorran sin enfrentar las restricciones financieras correspondientes. Un mayor flujo de inversión extranjera directa (IED) aceleraría el crecimiento no sólo complementando los recursos domésticos para la acumulación de capital, sino también a través de la transferencia de tecnologías y de habilidades organizacionales.

Existe una interacción estrecha y espacial entre la evolución de un mundo financiero que se liberaliza gradualmente y el crecimiento de las economías emergentes y en desarrollo. Pero en un país que crece rápidamente, donde por definición el ahorro es escaso y el capital lo es aún más.

Por lo tanto, "este tipo de economías requiere una supervisión bancaria sólida y una liberalización responsable de los mercados financieros. Sin embargo ningún milagro financiero ni ninguna política macroeconómica, por sofisticada que sea, puede sustituir a una inversión y a un perfil de ahorros adecuados" (Aninat, 1995: 269).

Desde el punto de vista cualitativo de la taxonomía económica-política de Emmanuel Wallerstein, los mercados emergentes corresponden a la periferia inmediata al núcleo de la globalización que ha dividido al planeta en países “globalizadores” (G-7, sector Nordatlántico ) y “globalizados” (20 países emergentes). Cabe mencionar que de los 188 países que integran la Organización de las Naciones Unidas (ONU), un número apenas mayor a los 150 países se encuentran “desglobalizados” en la periferia lejana, el retraso y el abandono total. La globalización ha implicado pasar a una nueva fase de la “regionalización” de bloques comerciales y monetarios, que traducen los oligopolios y monopolios de las mega fusiones regionalizadas por sus empresas transnacionales. El auge de estas megafusiones se observa en el Grupo de los Siete, en particular en el sector del petróleo (BP/Amoco), las telecomunicaciones/Internet (AOL/TimeWarner), y en la farmacéutica (Glaxo/Smith Kline Beecham), por mencionar algunos de ellos.

Cuando se intentan resumir las principales tendencias que han caracterizado a las finanzas internacionales en la década de los 90, saltan inmediatamente tres conceptos claves: integración, liberalización e innovación.

La liberalización da cuenta de los procesos de creciente interconexión entre todos los segmentos del mercado financiero y del hecho de que –sobre la base de las posibilidades tecnológicas que ofrece el desarrollo de la informática y las comunicaciones– en la actualidad prácticamente funciona un único mercado global con transacciones continuas entre las diferentes plazas financieras del orbe. Unido a esto, y como prerequisite, se consolidó el proceso de eliminación paulatina de las barreras que existían para los movimientos transfronterizos de capitales, en el marco de las políticas de desregulación financiera desplegadas al interior de los principales países capitalistas.

En el marco de una acelerada competencia transnacional, se fueron creando nuevos instrumentos financieros, que aunque se identifican con la categoría “titularización”, realmente fueron el resultado de la creciente sofisticación en dichos mercados. Así surgieron y se desarrollaron nuevos procesos e instrumentos “híbridos”, “derivados” y operaciones de ingeniería financiera; que aunque no se deben identificar absolutamente con la especulación, explican en parte la exuberancia de la misma a partir de la década de los noventa.

El vínculo con lo anterior, se han producido modificaciones significativas en los flujos financieros internacionales, a saber:

- a) han crecido de manera acentuada, los flujos de recursos financieros entre países industrializados, quienes concentran tanto el origen como el destino del grueso del financiamiento mundial. Sin embargo, entre 1990-1997 se produjo un aumento perceptible en la canalización de fondos hacia países en desarrollo; aunque dichos desembolsos se concentraron en un reducido grupo de países.
- b) La financiación privada ha sustituido prácticamente a los fondos oficiales (tanto bilaterales como multilaterales).

c) Aunque la inversión extranjera directa (IED) es el tipo de flujo preponderante –y el más estable– dentro del financiamiento externo total a países en desarrollo, en períodos prolongados, las inversiones en cartera, acusaron un mayor dinamismo en importantes regiones de las economías emergentes.

d) El crecimiento de los denominados “inversionistas institucionales” (fondos mutuos”, “fondos de pensión”, etc) han tenido un papel protagónico como fuentes del financiamiento internacional.

e) Una parte significativa de las operaciones financieras más voluminosas se han asociado al acelerado proceso de fusiones y adquisiciones corporativas que se han producido (especialmente) en los países industrializados. No obstante, también procesos de privatización y de concentración de la propiedad de los activos en economías en desarrollo han sido financiados con recursos externos.

f) Dada la volatilidad marcada de los tipos de cambio y los crecientes volúmenes incorporados en las transacciones realizadas, se ha estimulado el desarrollo de mercados de instrumentos derivados que se han especializado en dar cobertura, entre otros, al riesgo cambiario.

Un rasgo esencial que tipifica un cambio importante en la orientación de las colocaciones internacionales de ciertos inversionistas, es que los mismos han tendido a privilegiar esencialmente los “rendimientos esperados” a corto plazo en detrimento del interés por controlar activos físicos y el propio aparato productivo. Esto se ha asociado al interés por lograr los mayores grados posibles de flexibilidad para facilitar tanto la rápida localización de la inversión, como el cambio de instrumento financiero en que esta se concreta; sin graves quebrantos en términos de rentabilidad, buscando también un alto grado de liquidez.

Al respecto la Dra. Mántey señala “... la desproporción entre el acelerado crecimiento del financiamiento internacional en monedas de reserva, y el lento crecimiento del ingreso real mundial, han generado flujos de capital especulativo altamente desestabilizadores para las economías nacionales. Esta distorsión en la liquidez mundial ha llevado a un gran número de países a aplicar políticas monetarias y fiscales restrictivas, a fin de arraigar al capital y

evitar la devaluación de sus signos monetarios. La estrategia de política económica aplicada ha sido muy similar en los diferentes países y presenta las siguientes características:

- I. Establecimiento de un amplio diferencial de rendimientos financieros frente al exterior;
- II. Finanzas públicas equilibradas, para generar expectativas de baja inflación;
- III. Virtual congelamiento del tipo de cambio;
- IV. Políticas de estímulo a la inversión extranjera;
- V. Creciente desregulación y apertura de la economía, particularmente en el sector de servicios financieros.

Este esquema de medidas de política ha propiciado la aparición del llamado “mal holandés”, consistente en la sobrevaluación de la moneda local, la pérdida de competitividad en el comercio internacional, y el financiamiento del déficit creciente en cuenta corriente a través de las entradas de capital” (Mántey, 2002: 354-355). Las tendencias anteriormente descritas, en un contexto de liberalización financiera “descontrolada”, acentuó la disparidad entre el mundo de las finanzas y la economía real. Según varios analistas, en esta “perversa” relación está la explicación esencial de la presente inestabilidad y crisis financieras recurrentes.

Como se señaló desde 1990 la UNCTAD, “la ascendencia de las finanzas sobre la producción, junto a la globalización de los mercados financieros, se han convertido en las fuentes subyacentes de inestabilidad e incertidumbre de la economía mundial. Los mercados financieros han tenido –en varios momentos– una capacidad independiente de desestabilizar las economías en desarrollo; y hay ahora crecientes indicios de vulnerabilidad de todos los países a las crisis financieras. La evidencia indica que los costos de la desregulación y liberalización pudieran ser muy altos...” (UNCTAD. Trade and Development Report, 1990).

La opinión de círculos del “mainstream” dominante conceden que ciertamente la naturaleza de los mercados financieros los hace más volátiles que los mercados de bienes, pero tal

diferencia sólo sugiere que la liberalización de capitales debe proceder con cautela y no que la misma debe evitarse(The Economist, 1998: Mayo).

La economía internacional viene enfrentando una creciente vulnerabilidad de los mercados financieros internacionales, así como de los mercados monetarios y de divisas, que han configurado bajas tasas de crecimiento del PIB, con el consecuente rezago de la esfera productiva, el empleo y la caída de los salarios reales. La liberalización y desregulación de los mercados financieros han facilitado y ampliado las prácticas especulativas que han alterado la estructura de ganancias en favor de la esfera financiera, con la consecuente mayor canalización de recursos a dicho sector, generando ello booms bursátiles, que han retroalimentado las acciones especulativas, las cuales han revertido en crisis financieras. Asimismo, las políticas que han acompañado al proceso de liberalización y desregulación financiera han relegado la atención de la esfera productiva y no han configurado fundamentos económicos sólidos para el crecimiento sostenido.

A diferencia de las características de la creciente integración entre las economías que venía dándose hasta la década de los setenta donde comandaba dicho proceso el capital productivo, en los últimos años es el capital financiero internacional el que liderea la llamada globalización.

La reducción y eliminación de las barreras al libre movimiento de capitales entre países, ha traído por resultado mayor interrelación de los mercados financieros, lo que ha favorecido a los mercados de capitales, y sobre todo a los que especulan en dichos mercados.

Con la liberalización y desregulación financiera, el capital tiene la libertad de establecerse en el país y en el mercado de bienes o de capitales o de divisas, donde más le convenga para mejorar su dinámica de acumulación. Con dicho proceso los bancos dejan de estar sujetos a la reglamentación y supervisión de las autoridades monetarias en torno a la determinación de sus tasas de interés, así como de su acceso al financiamiento externo y de la política de disponibilidad y asignación de los créditos. De tal forma, se han acentuado los

movimientos de capitales, aprovechando los diferenciales de tasas de interés, las paridades monetarias y los rendimientos ofrecidos en los mercados de capitales.

Es importante destacar algunos aspectos relevantes que plantea el Dr. Alejandro Alvarez Béjar, en cuanto a que... “ una, el proceso de desregulación financiera encierra peligros de crisis, sin que existan mecanismos internacionales pactados sobre como acceder a apoyos, sobre como fijar una condicionalidad razonable y sobre como evitar las grandes oscilaciones de la economía real.

Dos, que la globalización financiera actual muestra tremendas lagunas regulatorias, lo mismo en las economías maduras que en las economías emergentes. Como avanza con lentitud la configuración de la nueva arquitectura financiera internacional, y como está acentuándose la tendencia mundial a la regionalización, es probable que se profundice la tendencia a enfrentar las crisis financieras con criterios fundamentalmente nacionales y eventualmente regionales.

Tres, que aunque dentro del total de fondos mundiales, el flujo que se destina a las economías emergentes es una proporción pequeña, sin una regulación adecuada puede convertirse en un factor profundamente desestabilizador...

Cuatro, que la repetición de las crisis financieras y de los costosos rescates bancarios, señala límites políticos muy concretos a la continuidad de ese patrón de liberación de la cuenta de capital a escala mundial” (Alvarez, 2002: 375-376).

Como acertadamente lo refiere el Dr. Alvarez en efecto pese a que el proceso de globalización del sector financiero ha significado un importante flujos de capitales a nivel internacional por encima del flujo de mercancías en los últimos años en si mismo este proceso, encierra la posibilidad de nuevas crisis financieras en las economías emergentes y de los propios mercados financieros desarrollados debido sobre todo a la interconexión que existe actualmente, por tal motivo es necesario replantear la nueva arquitectura financiera internacional sobre la base de acuerdos internacionales que establezcan las bases de regulación de los flujos de capital internacional a fin de evitar desequilibrios fundamentales en las economías en donde estos se ubican.

La creciente integración de mercados que ha propiciado la liberalización económica está siendo comandado por el capital financiero. La dinámica de acumulación a nivel mundial ha pasado a ser comandada por el capital financiero. De ahí el auge mostrado en los mercados de capitales, de dinero y de divisas. La liberalización financiera incentiva prácticas especulativas que aumentan las oscilaciones entre las monedas, el valor de las acciones bursátiles y las ganancias ficticias por arriba de las obtenidas en la esfera productiva, lo que ha realimentado el movimiento de capitales financieros a nivel mundial en dichos mercados, por lo que la dinámica de éstos, ha sido muy por arriba a la de los mercados de bienes, como al del comercio internacional.

La liberalización financiera ha impulsado el movimiento de capitales en mayor proporción que los movimientos de mercancías. "El volumen de las transacciones financieras con el exterior creció de menos de 10% del PIB de los países centrales en 1980 para más de 100% de los respectivos PIB en 1992" (Coutinho, 1995: 23). Asimismo, los flujos de inversión extranjera directa están teniendo un crecimiento exponencial en los últimos años. Se duplicaron en la primera parte de los ochenta (50 billones de dólares anuales) en relación a la década de los setenta (que eran 27.5 billones anuales), y en la segunda parte de los ochenta pasaron a ser 166 billones anuales, más de tres veces en relación a la primera de dicha década, y en la primera parte de los noventa dichos flujos pasaron a ser 318 billones de dólares anuales, siendo el doble respecto a la segunda parte de los ochenta. Es decir, el dinamismo de los mercados de dinero y de capitales que ha propiciado la liberalización financiera, no ha ido acompañada de igual dinámica en la esfera productiva.

## **2.2 Impacto de la globalización en la banca comercial de países emergentes**

La liberalización y desregulación financiera aparta a la banca de la esfera productiva en favor de los mercados financieros. En ello destaca el gran dinamismo de los flujos financieros, la transnacionalización de los bancos y la gran compenetración de los mercados financieros, de capital y de divisas a nivel internacional, cuya dinámica no fue como hasta hace pocas décadas, asociada a la esfera productiva y al comercio internacional, sino que ahora se centra y se retroalimenta fundamentalmente en sus propios mercados

financieros, sin tener impacto favorable sobre la esfera productiva y la dinámica de las economías. Así, "el comercio promedio diario en el mercado de cambios global ha aumentado de 15 billones en 1973 a 880 billones en 1992 y sobre 1300 billones en 1995" (UNCTAD, 1997: 70).

A raíz de la crisis de inicios de los ochenta y de los problemas de pago del servicio de la deuda externa, los países latinoamericanos vieron restringidos el flujo de capitales a sus economías en los ochenta, tanto por su problemática interna, como por la escasez de financiamiento internacional. Asimismo, tales países padecieron la política de alza de la tasa de interés internacional, lo que incrementó el costo de la deuda y las presiones sobre el sector externo, y evidenció la fragilidad de dichas economías, viéndose obligados a instrumentar políticas contraccionistas y devaluatorias (en el caso de México de 1982 a 1987) para generar superávit de comercio exterior para hacer frente a los mayores pagos del servicio de la deuda externa y evitarles problemas a la banca acreedora norteamericana.

En este sentido se dice que "tanto a nivel teórico como institucional se creó una corriente de opinión que otorgó supremacía al libre movimiento de capitales y a la política de profundización financiera como formas más eficientes para el financiamiento de la inversión, relegándose la discusión sobre el efecto del fondeo en la estabilidad económica. Se sostuvo, por la corriente económica dominante, que las fuerzas del mercado impondrían una tasa de interés de equilibrio que incrementaría el ahorro, y que éste se distribuiría eficientemente entre los proyectos de inversión más redituables" (Levy, 2002: 161).

Para superar el contexto recesivo e inflacionario configurado, y para encarar los altos niveles de endeudamiento externo, se pasó a privilegiar desde fines de los ochenta, políticas de liberalización financiera, acompañadas de políticas de estabilidad monetaria-cambiaria, de ajuste fiscal, tasas de interés atractivas, y privatización de grandes empresas públicas, en favor del capital financiero internacional, para asegurar el flujo de capitales al país, así como para retomar la inserción en los mercados internacionales de capitales (aprovechando la gran abundancia de éstos en dichos mercados), para así financiar el pago del servicio de

la deuda externa, el contexto de apertura externa y condiciones de reducción de la inflación y cierto crecimiento económico(Huerta, 1994).

Se han instrumentando políticas de liberalización comercial y financiera impulsadas por EUA y los organismos financieros internacionales, para permitir el libre movimiento de mercancías y capitales. En dicho contexto, se procedió a disminuir la participación del Estado en la regulación de la economía, y acelerar las transformaciones estructurales de orientación de mercado en la perspectiva de permitir que las libres fuerzas del mercado regulasen y reestructurasen la economía y generar condiciones de confianza para atraer capitales.

Tales políticas, junto a la disminución de la tasa de interés en E.U.A. a fines de los años ochenta, propició la atracción de fondos de pensión por parte de mercados emergentes rentables, ubicados tanto en América Latina como en Asia. Los flujos de capitales provenientes de los países desarrollados hacia los países latinoamericanos más que se cuadruplicaron en los primeros años de los noventa.

“Una de las funciones principales del Banco Central y de la política económica en general fue la coexistencia virtual entre la jurisdicción del banco central con el “mercado” Pensando que el comercio internacional y financiero siempre ha existido, los mercados nacionales fueron por mucho tiempo suficientemente segmentados para hacer política y economía soberanas, ambos lados de una misma moneda. Esta correspondencia empezó rápidamente a corromperse. Usando una figura discursiva, que se usa para dar contenido, a saber, que la actividad de los agentes económicos individuales, (incluyendo los bancos) dentro de un sistema nacional, rebasa las posibilidades del área de competencia y autoridad del banco central.

Como un resultado de la alta movilidad de capital internacional, se removieron los controles de intercambio y el incremento de la liberalización de barreras a servicios financiero, los agentes económicos implicados en las transacciones financieras, la moneda

usada y el mercado financiero o la intermediación no propagaban para llevar la misma etiqueta nacional” (Padoa Schioppa, 1994: 540).

Con la liberalización económica, las grandes corporaciones transnacionales, aumentan su esfera de influencia y de acumulación a nivel mundial. Sus activos reales y financieros, al igual que sus pasivos están presentes en un número cada vez mayor de países, lo que aumenta la interconexión de los mercados de mercancías y de capitales. Están presentes tanto en los mercados de producción, de comercialización, así como en los de dinero, de divisas y de capitales, por lo que exigen la homologación de políticas económicas entre los países para salvaguardar los rendimientos de dichos capitales. De ahí el predominio de las políticas de liberalización comercial y financieras.

La globalización comandada por el capital financiero, asume características muy diferentes al período de internacionalización que fue comandado por el capital productivo. El capital financiero impone políticas de liberalización económica, de estabilidad monetaria-cambiaria, así como de superávit (o bajos déficit) fiscal, y la autonomía de los bancos centrales, lo que facilita el libre movimiento del capital y asegura su rentabilidad.

La gran interconexión de los mercados de dinero, de divisas y de capitales a nivel mundial que propicia la liberalización financiera, hace que la movilidad de capitales entre éstos mercados esté íntimamente interrelacionada a la variabilidad de las tasas de interés y de tipo de cambio. Nos dice Cornford y Kregel que "como los flujos de capital se han incrementado, los factores monetarios tomaron un creciente predominio" (Cornford y Kregel, 1996: 20).

La libre movilidad de capitales ejerce presiones permanentes sobre las paridades cambiarias y las tasas de interés, lo que genera acciones especulativas que desestabilizan al sector financiero.

El contexto de vulnerabilidad y de alto riesgo que configura la liberalización financiera, lleva a que los activos financieros acorten su tiempo de maduración y traten de cubrirse

ante expectativas cambiarias, además de exigir alta liquidez y libre movilidad. Un instrumento de protección que exige el capital financiero internacional es la estabilización nominal del tipo de cambio. Esta salvaguarda a las inversiones financieras de eventuales desvalorizaciones de su capital. De ahí, que la política monetaria, crediticia, fiscal y de tasa de interés, tienen que adecuarse para asegurar la estabilidad cambiaria nominal, y la confianza y rentabilidad para promover la entrada de capitales.

De tal forma, la liberalización financiera ha obligado a la homogeneización de las políticas monetarias y cambiarias entre los países para asegurar la estabilización monetaria-cambiaria para salvaguardar la valorización del capital financiero, y evitar acciones especulativas que desestabilicen los mercados cambiarios y financieros. En ello se inscribe el ajuste fiscal (superávit o bajo déficit), y las tasas de interés atractivas. Se establecen políticas monetarias y fiscales contraccionistas para evitar presiones sobre precios y el sector externo para asegurar la estabilidad cambiaria nominal y así garantizar la rentabilidad del capital financiero para evitar prácticas especulativas que impacten negativamente al sector financiero.

Para el FMI, la inestabilidad será reducida si todos los países introducen políticas económicas basadas en los fundamentos económicos de estabilidad. De ahí que justifican las políticas de estabilidad monetaria-cambiaria para impedir acciones especulativas que puedan desestabilizar al sistema financiero, dado el libre movimiento de capitales.

“El contexto de liberación financiera nos obliga a trabajar con estabilidad cambiaria, *por lo que presiona a las autoridades monetarias a establecer tasas de interés internas por arriba de la tasa de interés internacional* ( además de cubrir el diferencial de precios internos versus externos) para atraer capitales para financiar el déficit externo, como para incrementar las reservas internacionales, necesario ello para asegurar la estabilidad cambiaria.

*De tal forma, la tasa de interés no puede responder a las necesidades financieras y de crecimiento de la esfera productiva, sino que se establece en función de las necesidades de*

*entrada de capitales*. Nos dice Basil Moore que “los límites superiores e inferiores –de la tasa de interés interna- dependerán del nivel de la tasa de interés mundial, del nivel del tipo de cambio interno y del tamaño y apertura de la economía interna, donde los diferenciales de la tasa de interés inducen flujos de capital internacional en los mercados de cambio” (Huerta, 2002: 264).

De lo anterior podemos desprender de que además de los efectos que la globalización financiera tienen sobre la economía en países emergentes en cuanto a la determinación de la tasa de interés en función de los niveles internacionales con objeto de atracción de capitales, esto produce al interior del sector bancario nacional primero, una pérdida de competitividad frente al exterior ya que la fijación de sus tasas de interés activas y pasivas no son fijadas en términos de las necesidades de financiamiento de la inversión doméstica, segundo, esto produce una pérdida en la intermediación de recursos en la economía que es compensada mediante la inversión en activos financieros con riesgo cero (valores públicos), tercero, lo anterior da lugar a la conformación de sector bancario que tiende rápidamente hacia un proceso de concentración y oligopolización de los servicios financieros que presta y quinto, se vuelve un sector altamente rentable domésticamente sujeto a los intereses de la inversión extranjera, mostrándose posteriormente un proceso de transnacionalización del mismo en el mediano plazo.

La liberalización financiera obliga al predominio de políticas de reducción de la inflación, por lo que no permite políticas fiscales y crediticias expansionistas para dinamizar el mercado interno, debido a que presionarían sobre precios y afectarían la rentabilidad financiera.

La liberalización de los mercados financieros y el predominio de las políticas que aseguran la rentabilidad de dicho capital, han aumentado el flujo de capital financiero, a costa, de no tener una política macroeconómica para el crecimiento productivo.

La política económica de estabilidad monetaria instrumentada se sustenta en la entrada de capitales, para lo cual se ha procedido a la liberalización comercial y financiera, así como a

la contracción fiscal, altas tasas de interés, apreciación cambiaria y creciente proceso de privatización y extranjerización de la economía.

Se ancla la moneda nacional al dólar a una paridad nominal fija para asegurar la rentabilidad del capital financiero y estimular su entrada al país, aprovechando la gran abundancia de capitales de corto plazo en los mercados internacionales. Dicha estabilización se logra, no a través de condiciones endógenas, sino con la entrada de capitales. Nos dice Tavares que "a los países periféricos no les queda otra alternativa que la de entrar a un juego defensivo en materia cambiaria" (Tavares, 1996), en la perspectiva de evitar su salida y estimular su entrada.

Se cae en un círculo vicioso, donde la entrada de capitales requiere de estabilidad monetaria-cambiaria y ésta se alcanza con la entrada de capitales. Al descansar la liberalización económica y la estabilidad monetaria-cambiaria en la entrada de capitales, la economía es altamente vulnerable al comportamiento del capital internacional, como a los shocks externos que puedan impactar sobre el sector externo, como sobre las finanzas públicas.

La estabilidad monetaria-cambiaria y el contexto de liberalización económica permanecerán mientras se mantenga un flujo de capitales suficientes para financiar el déficit externo.

La entrada de capitales determina el tipo de cambio, y su gran entrada aprecia la moneda, por lo que la paridad cambiaria es determinada independientemente de la situación que guarde la balanza de comercio exterior, así como "del poder adquisitivo de las monedas", es decir, sin considerar el diferencial de precios entre países (Medeiros, 1997: 307).

De tal forma, la reducción de la inflación se alcanza a través del predominio de la apreciación cambiaria y de la entrada de capitales que la financia, a costa de establecer altas tasas de interés y de ampliar la esfera de influencia internamente a dicho capital. Ello evidencia la clara dependencia a la entrada de capitales, los cuales se constituyen en el

patrón de financiamiento para mantener la reducción de la inflación, la liberalización económica y cierto crecimiento económico, debido a que la economía no tiene condiciones endógenas de estabilización y crecimiento.

Cualquier oscilación del tipo de cambio más allá de los niveles de flotación permitidos, las autoridades monetarias proceden a aumentar la tasa de interés y a restricciones monetarias, crediticias y fiscales para eliminar expectativas inflacionarias y de desestabilización cambiaria que pueda ahuyentar al capital financiero internacional. Se prefiere contraer la actividad económica y acentuar los problemas de insolvencia e inestabilidad bancaria, antes que permitir presiones inflacionarias y devaluatorias que puedan comprometer la operatividad de la liberalización financiera predominante.

En las economías emergentes los problemas del sector externo no sólo son generados por el déficit comercial externo, sino también por las crecientes erogaciones financieras que se derivan de las obligaciones tanto de la deuda externa, como del rendimiento de los capitales ubicados en el mercado de capitales y de dinero, los cuales son crecientes. La economía es más vulnerable y dependiente a la entrada de capitales, lo que obliga a la política económica a dirigirse a asegurar las condiciones de estabilidad monetaria y de rentabilidad para atraer capitales y así financiar el contexto de liberalización económica. De ahí que nos condenamos a políticas de altas tasas de interés, apreciación cambiaria y ajustes fiscales, que nos alejan de la estabilidad macroeconómica para el crecimiento sostenido y para generar confianza para asegurar la entrada de capitales.

Al ser la dinámica de acumulación comandada por el capital financiero, lleva a las economías a depender en forma creciente de la entrada de capitales. Ello nos hace altamente vulnerables a las oscilaciones de los mercados internacionales. Tal situación es insostenible en la medida que no se generan condiciones de pago para hacer frente a las obligaciones que de ello se derivan. En dicho contexto, no se puede flexibilizar el gasto público y el crédito para retomar la dinámica económica y responder a los reclamos de la sociedad, por lo que nos condenamos a contextos recesivos.

Las políticas de estabilidad monetaria-cambiaria, de superávit fiscal y las tasas de interés atractivas, aseguran la transferencia de recursos en favor del capital financiero, a costa de menores gastos públicos, de menor crecimiento del mercado interno y de los salarios y de la pérdida de competitividad que descapitaliza la producción nacional. El sector productivo, así como los gastos de bienestar social y los activos públicos se sacrifican para asegurar el superávit fiscal y las condiciones de valorización del capital financiero.

La política de liberalización y desregulación económica, conjuntamente con la estabilidad monetaria-cambiaria, han desmantelado al sector público con graves consecuencias sobre la infraestructura económica, sobre los servicios públicos, como sobre la esfera productiva. Además, han desregulado la actividad económica, y favorecido acciones especulativas y el mayor crecimiento de importaciones, lo que ha desestabilizado al sector externo y financiero de la economía, todo lo cual atenta sobre la dinámica económica del país.

Las políticas en favor del capital financiero, descapitalizan a las empresas productivas y las llevan al sobreendeudamiento, y además aumentan las presiones sobre la balanza de comercio exterior y la vulnerabilidad externa de la economía.

La apreciación cambiaria en el contexto de apertura comercial, se ha traducido en coeficientes de importación crecientes que han disminuido los encadenamientos productivos internos en detrimento del ingreso, del empleo, del ahorro interno, y de la balanza comercial externa.

Los países latinoamericanos en su afán de mantener la liberalización económica y las políticas de estabilidad monetaria-cambiaria, lo hacen a costa de enfrentar problemas de desindustrialización y de presiones crecientes en el sector externo. Las políticas de liberalización comercial y financiera atentan sobre la esfera productiva y el sector externo de los países subdesarrollados, los que los hace más dependientes de la entrada de capitales y por lo tanto más dependientes del comportamiento del capital financiero internacional. Esto obliga a que la política económica garantice la estabilidad cambiaria nominal y altas

tasas de interés para asegurar la valorización del capital financiero internacional para estimular su ingreso al país, a costa de sacrificar la rentabilidad de la esfera productiva.

Al generarse mejores condiciones de rentabilidad en la esfera financiera, no solo se relega la esfera productiva, sino que se atenta sobre el ingreso y el ahorro interno, y aumenta las presiones sobre el sector externo. Por lo tanto, no se configuran condiciones productivas y macroeconómicas capaces de mantener una dinámica endógena de crecimiento. La propia UNCTAD reconoce que "la globalización financiera está creando efectos sistémicos que socavan la estabilidad global y el crecimiento... grandes cambios en la tasa de cambio y en la balanza de cuenta corriente resultan de la volatilidad de los flujos de capital"(UNCTAD, 1997: 94).

La liberalización financiera afecta las condiciones de acumulación de las empresas, lo que las hace depender más de la disponibilidad crediticia, la que es restringida ante los problemas de inestabilidad bancaria que generan los problemas de insolvencia derivados de la baja dinámica de acumulación. De tal forma, la liberalización financiera atenta sobre el financiamiento de la inversión y del crecimiento sostenido de la economía.

Las transformaciones estructurales de orientación de mercado impulsadas por la liberalización comercial y financiera, junto a las políticas de estabilidad monetaria-cambiaria que acompañan a dicho proceso, han mermado las condiciones endógenas de acumulación y crecimiento, reflejados en retrocesos industriales, que mantienen latentes las presiones sobre el sector externo.

Ello ha llevado a la economía a crisis económicas recurrentes y a ser más vulnerable en relación a la entrada de capitales y de la situación que guarden los mercados financieros internacionales. El hecho que la política económica se subordine exclusivamente a estimular la entrada de capitales, a costa de descuidar la esfera productiva, el ajuste de la balanza de comercio exterior y la estabilidad del sector bancario nacional. El ajuste externo requiere de política devaluatoria, la cual no puede instrumentarse debido a que desvalorizaría al capital financiero y provocaría salida de capitales. Asimismo, para encarar

el problema de insolvencia y de inestabilidad bancaria, se requiere de liquidez y de dinamismo del mercado interno para generar condiciones de pago y ello no se consigue con las políticas de reducción de la inflación.

En resumen, observamos que el propio proceso de globalización y desregulación del sistema financiero, lleva a que la banca comercial en los mercados emergentes registre un proceso de concentración y transnacionalización en donde lo que importa no es los requerimientos que la banca debe otorgar al financiamiento a la inversión bajo la óptica poskeynesiana, sino que lo único que favorece es la valorización del capital internacional.

Por tanto, es necesario replantear la participación del Estado en la economía para hacer frente a los embates que produce la desregulación y globalización del sistema financiero en las economías emergentes, a fin de que se pueda restablecer una orientación del financiamiento al sector productivo, por tanto, la refuncionalización del Estado en la economía se manejaría dentro de los márgenes estrechos de participación que concede el nuevo modelo neoliberal.

Finalmente requerimos que no sólo se privilegie al sector financiero y bancario, es necesario reconocer que las imperfecciones del mercado capitalista actual no permiten una asignación de precios eficiente en la economía, por tanto, el replanteamiento de la participación del Estado en la economía, debe enfocarse a partir de objetivos claros de industrialización en donde las acciones de política económica y financiera estimule la participación de la banca comercial y de desarrollo en el financiamiento de la inversión productiva a fin de conformar condiciones endógenas de generación de ahorro e ingreso que promuevan un crecimiento sostenido de largo plazo y así reducir la vulnerabilidad del mercado financiero respecto a los flujos internacionales de capital.

Asimismo, la globalización del sector financiero en las economías emergentes genera un proceso en donde el sector bancario tiende hacia un proceso de concentración, oligopolización que desemboca en la transnacionalización del mismo debido a la alta rentabilidad que genera en comparación al sector productivo. Dado que también las tasas de

interés domésticas no son fijadas en función de los requerimientos de financiamiento del mercado interno, sino en función de la entrada de capitales externos que influyan en la estabilidad del tipo de cambio, se facilita a que la banca comercial mantenga un manejo del margen financiero alto, dado el carácter en la determinación de las tasas pasivas y activas domésticas.

En consecuencia, en las economías emergentes se hace necesario hacer compatible el programa de estabilización económica seguido con fines inflacionarios, con los objetivos de crecimiento en el financiamiento a la inversión y de crecimiento de la economía a fin de incrementar el empleo, lo cual puede ser aplicado si existe voluntad política en la determinación de lograr una Refuncionalización de la participación del Estado en estas economías.

### ***3.- Banca Comercial y Margen Financiero en Economías Emergentes***

Una de las preguntas que surgen inmediatas, es el hecho de, ¿por qué la banca comercial en lugar de llevar a cabo un proceso de mayores competidores en el mercado -de acuerdo a los teóricos de la represión financiera-, que permitiera la reducción de los márgenes de intermediación de recursos, que fue el objetivo principal del proceso de desregulación financiera, en la actualidad se está generando un proceso de concentración del sector bancario que impide la reducción de los márgenes de intermediación?

Por ejemplo, en este caso Teresa López afirma lo siguiente respecto a los márgenes de intermediación de la banca comercial. “Antes de la nacionalización de la banca en 1982, el margen real de intermediación bancaria se mantuvo en 7 por ciento durante dos décadas, e incluso después de la nacionalización y hasta 1985 dicho porcentaje se mantuvo. Con la liberalización financiera este margen registró un crecimiento acelerado, mismo que se acentuó después de la reprivatización que se concluyó en 1990. De tal forma que para 1993 el margen real de intermediación fue de 13.78 por ciento, en tanto que para 1994 alcanzó el

16.38 por ciento, lo que significa el doble del 7 por ciento que históricamente se venía registrando”(López, 2002: 117-118).

Lo anterior es contradictorio –como fue en el caso de México en la década de los noventa- con lo que se suponía que se lograría con la desregulación del sistema financiero según los teóricos del neoliberalismo –ó conocidos también como los teóricos de la represión financiera-, en el sentido de que la mayor competitividad de la banca comercial al igual que la aparición de nuevas instituciones bancarias, derivado del proceso reprivatizador de la banca comercial y la apertura del mercado financiero, contribuirían a una reducción del margen de intermediación derivado de una mayor competitividad de la banca comercial, sin embargo, este proceso no se produjo, por el contrario se elevó dicho margen.

Derivado de lo anterior tenemos que. “Los efectos de la elevación de tasas de interés sobre la evolución del crédito previstos por McKinnon, han sido cuestionados aun por otros teóricos de la misma corriente. Al respecto, debe mencionarse que Galbis (1981) se opuso a una liberación absoluta de las tasas de interés por parte de la autoridad monetaria, y consideró preferible una política gradual, *argumentando que en estructuras bancarias oligopólicas era muy probable que los márgenes de intermediación no disminuyeran, sino por el contrario, tendieran a ampliarse, lo que llevaría a una contracción de créditos*” (López- A, 2002: 67).

El proceso de desregulación y apertura del sistema financiero en las economías emergentes, no favoreció una mayor competencia en beneficio de sus clientes, lo que parece haber sucedido es que con la liberación de las tasas de interés pasivas y activas para la banca comercial le permitió elevar su margen de intermediación bancaria con lo que, se produjo al inicio fue un aumento en la captación y una expansión del crédito al consumo una vez que las instituciones privadas aprovechaban las condiciones de estabilidad y crecimiento económico. Sin embargo, un elemento importante que también estuvo presente en este proceso fue el hecho de que la expansión del crédito se asocio también al alto margen de utilidad que le proporcionaba el mercado financiero de ahí que poco importó el destino del crédito ya fuera o no canalizado al financiamiento de la inversión productiva.

Es importante destacar que derivado de mantener una política monetaria restrictiva con fines antiinflacionarios se favoreció el establecimiento de altas tasas de interés de bonos públicos con fines de regulación monetaria más que con fines de financiamiento del déficit financiero del sector público que promoviera el crecimiento económico de los mercados emergentes.

“De lo anterior se deduce que el alza en la tasa de interés no asegura el incremento del ahorro, ni de la disponibilidad crediticia, y menos aún la expansión y consolidación del sector financiero. Por el contrario, la liberación del sistema financiero puede provocar el reforzamiento de la estructura oligopólica del mismo, y la penalización del ahorro y la inversión productiva, que conduciría a la recesión, en un contexto de fragilidad financiera (Mántey, 1996). En estas circunstancias, sería sumamente difícil lograr un crecimiento económico sostenido” (López, 2002a: 68).

Derivado de las consideraciones teóricas de la política neoliberal implementada en las economías emergentes dio lugar a su aprovechamiento por parte del sector bancario, primero, para establecer tasas de interés pasivas por debajo del nivel de la tasa libre de riesgo y dado que no existe ninguna regulación en cuanto a la aplicación de tasas activas al crédito esto conllevó a la elevación del margen financiero de la banca comercial; y segundo, dado los atractivos niveles de interés que ofrece el mercado de bonos públicos la banca comercial y la inversión extranjera de cartera encontrara en este mercado una importante fuente de beneficios con riesgo cero, lo cual ha promovido el crecimiento de la deuda interna en este tipo de economías a favor del sector bancario.

Asimismo, la Dra. Girón plantea que en la evolución de la banca comercial en las economías emergentes y en particular en el caso de México han confluído varios factores entre los que destacan los siguientes:

“1. Después de la caída de los préstamos internacionales posterior a la crisis económicas de los ochentas, cuya variable fue el endeudamiento externo, las economías emergentes

iniciaron nuevamente la ampliación del financiamiento externo, vía los mercados bursátiles, mediante instrumentos financieros de mayor riesgo.

2. Los países elevaron la participación de los flujos de capital vía mercado de valores y la inversión extranjera de cartera, este incremento supera con creces el ritmo de crecimiento del PIB de los países, en particular en las economías emergentes. Esto genera un fenómeno asimétrico entre las tasas de crecimiento del PIB y de los recursos financieros disponibles para el desarrollo de la economía.

3. La integración y globalización financiera hacia un mercado único, homogéneo, permanente e ininterrumpido las 24 horas es resultado de la revolución tecnológica en las comunicaciones pero se origina en los Acuerdos de Bretton Woods y con la creación del Banco Mundial y el Fondo Monetaria Internacional, que propugnaron y homologaron la política monetaria de los países.

4. Las últimas experiencias de las crisis financieras muestran al menos dos lineamientos en común: primero, el sistema bancario no puede quebrar tan fácilmente como una industria; segundo, el sistema financiero de un país representa el ahorro de la sociedad y el crecimiento económico futuro de al menos una generación” (Girón, 2002: 50-51).

Los procesos anteriores que son señalados por la Dra. Girón evidentemente, influyeron en la política al sector financiero y en particular al sector bancario de la economía en el sentido que les permitió operar con márgenes de intermediación altos además de ir mostrando una estructura desigual poco homogénea que posteriormente se reflejó en un proceso de fusiones y de concentración de la actividad bancaria en las economías poco desarrolladas financieramente o también llamadas mercados emergentes.

De esta manera se señala también en el caso específico del sector bancario en México que... “a partir de los cambios que produjo la privatización de 1991 se está conformando una nueva estructura bancaria para el siglo XXI. Con la crisis bancaria se han delineado dos tipos de bancos: por un lado aquéllos con participación extranjera y los nacionales que se

han ido fusionando a lo largo de sus propias crisis de capitalización, y por otro, la banca de desarrollo, que también han presentado elevados índices de morosidad y ha sido rescatada por el gobierno federal. Así, ésta se ha ido acoplado a las necesidades de inserción de la política económica del país en un modelo exportador y necesitado de divisas, pero con una declinante participación en el mercado como un todo. Es probable que la fusión de los bancos continúe y el rescate de los mismos también” (Girón, 2002: 61-62).

De esta forma este proceso, empezó a delinear la próxima estructura oligopólica que presentaría la banca comercial después de la crisis financiera de 1995, ya que, los bancos pequeños que fueron saneados por el Estado para después venderlos fueron absorbidos por las grandes instituciones bancarias, y posteriormente a este proceso derivado de las nuevas exigencias de capitalización que se exigieron mediante el saneamiento financiero a través del Estado (situación que se presentó en todos los mercados emergentes que registraron crisis financieras durante la década de los noventa), dio lugar a que los grandes grupos financieros internacionales buscaran alianzas estratégicas con la banca nacional de estos países, dando lugar a fusiones y en algunos casos a la compra total de los grupos financieros, por parte de la banca extranjera principalmente de origen español, inglés y norteamericano.

Es evidente que, como lo señala la teoría poskeynesiana la banca extranjera buscó aprovechar los altos márgenes de intermediación y además la obtención de rendimientos adicionales por las altas tasas de interés existentes.

Esta situación, favorece a que la inversión extranjera colocada en la banca comercial posea un horizonte bien definido y acelerado de la recuperación de su inversión con bajo riesgo, lo cual explica porque el interés de bancos extranjeros en el mercados financieros emergentes.

Al respecto la Dra. Eugenia Correa en una de sus investigaciones más recientes confirma lo que se señala, ya que plantea que a ... “todo lo largo de América Latina en los años ochenta

y noventa encontramos un paulatino posicionamiento de bancos extranjeros en los sistemas financieros nacionales, e incluso en algunos casos una presencia en general mayoritaria.

Cuando la expansión del crédito está en manos extranjeras, cuando todo el aparato crediticio opera desde las estrategias y políticas de empresas financieras cuyas matrices se encuentran en otras naciones, pierde sentido la existencia de la moneda local, puede y es sustituida por una moneda extranjera y la política fiscal desaparece, para convertir a los gobiernos locales en un mero intermediario de recursos con mayor o menor legitimidad para emprender modestos programas de asistencia social” (Correa, 2002: 67-69).

Asimismo, la investigadora propone una serie de medidas para evitar que el sistema bancario transnacionalizado pueda perder de vista sus objetivos hacia las economías de esos países en donde... “se formulan las propuestas contenidas en la Nueva Arquitectura Financiera Internacional que incluye, entre otras cuestiones: reformar el marco jurídico, regulatorio, contable e institucional de los sistemas financieros tendiendo hacia una homogenización de éstos; modificar los sistemas de seguro de depósito; cambiar la legislación de quiebra y liquidación de intermediarios financieros y de empresas; constituir autoridades monetarias autónomas y, hasta donde sea posible, avanzar hacia alguna modalidad de cajas de conversión o consejos monetarios; reformar los sistemas de pagos, con el objeto de transparentar la operación de garantías; remover las restricciones a la operación de intermediarios financieros extranjeros”(Correa, 2002: 68-69).

Por tanto, en la medida que no existen en la mayor parte de la economías emergentes mediadas de regulación apropiadas para la banca comercial en un escenario de apertura financiera (determinada por los preceptos neoliberales), es evidente que la banca comercial, seguirá aprovechando la existencia de un fuerte diferencial entre tasas pasivas y activas, además que esto, se ve incrementado si consideramos que esta puede fondearse a través de sus matrices en moneda extranjera a costos bajos con lo cual se incrementa aún más la obtención de altos márgenes de intermediación en términos reales.

En este sentido, podemos decir de acuerdo a los planteamientos poskeynesianos que el proceso de concentración bancaria responde a la lógica de valorizar el capital lo que implica que la existencia del ahorro financiero no necesariamente signifique un aumento de la inversión productiva. Por ejemplo, así, el “sistema bancario mexicano, tras la crisis de 1994, ha entrado en una etapa contractiva, víctima de su propia estructura oligopólica. Su poder de mercado, le permite pagar tasas de interés a los depositantes por debajo de las tasas de equilibrio (del activo sin riesgo); pero esta práctica sólo le asegura una débil captación” (Correa, 2002: 81-82).

De lo anterior podemos decir que dado el grado de concentración de la banca comercial y el poder que tiene esta sobre el mercado para pagar tasas bajas y cobrar altas, permite entender que la banca en la actualidad poco le interesa financiar a la inversión productiva, sino por el contrario, mantener utilidades altas mediante la inversión de sus pasivos en el mercado de dinero con bajo riesgo y en particular en instrumentos financieros ofrecidos por el propio Estado, (valores públicos) que les permite obtener rendimientos reales positivos con riesgo cero.

Si consideramos el planteamiento poskeynesiano, en el sentido que uno de los principales problemas para lograr el crecimiento de la inversión productiva es el fondeo que se haga para ella y que por tanto, el financiamiento de largo plazo dependerá de la captación que el mercado de valores realice del ingreso generado por la inversión, desde el punto de vista del enfoque de demanda efectiva.

Lo anterior, nos lleva a que evidentemente, el financiamiento en un inicio para la inversión fluye en primer término del sector bancario en una economía, por consecuencia normalmente en economías emergentes la mayor parte de los recursos para el financiamiento que ofrece la banca comercial, provienen de la captación de corto plazo de la banca, por tanto, es importante que la banca ofrezca rendimientos reales que estimulen la captación y se promueva el financiamiento ofrecido por la banca comercial al sector privado no financiero.

En este sentido plantea la Dra. Correa que... “La irrestricta protección de los intereses de los grandes depositantes nacionales y extranjeros, manteniendo altas tasas de interés reales continúa siendo uno de los principales problemas financieros y de financiamiento. La justificación es el sostenimiento de una expectativa rentable para los inversionistas extranjeros y la estabilidad cambiaria.

El mantenimiento de altas tasas de interés reales conservará el limitado nivel del crédito, dificultará el refinanciamiento e incluso podría nuevamente incrementar las carteras vencidas, lo agudizará la quiebra bancaria y continuará mermando la capacidad de expansión de la actividad económica vinculada al mercado interno” (Correa, 2002: 86-87).

Debido a la lucha que existe en los mercados emergentes por captar ahorro externo para sus economías y fortalecer su tipo de cambio que tiende a sobrevaluarse, esto provoca una distorsión en el financiamiento al sector productivo, este sentido, se confirma lo dicho por Grabel (1995), donde señala que el capital tiene múltiples opciones de valorización, bajo condiciones de globalización financiera e incertidumbre. De esta forma tenemos, que mientras que la banca comercial ha reducido el financiamiento en términos reales a la inversión productiva, esta obtiene fuertes beneficios mediante sus inversiones en activos con bajo riesgo, principalmente bonos públicos, lo cual hace altamente especulativo el funcionamiento de la banca comercial en las propias economías emergentes.

Lo anterior ha dado como resultado que en las economías emergentes, la inversión extranjera directa, ha sido una importante fuente de financiamiento de la inversión productiva durante los últimos años, sin embargo, es importante destacar que su orientación no responde a las prioridades de inversión de dichas economías sino que responde a los intereses de las grandes empresas transnacionales, lo que tiende a distorsionar el desarrollo industrial en estas economías, los sectores más favorecidos por este tipo de inversiones, son los que representan un alto potencial de rendimiento futuro –como puede ser el caso del sector eléctrico en México- o bien cuya producción se orienta principalmente al comercio exterior.

Es importante señalar por ejemplo, que buena parte del crecimiento de la inversión productiva en México después de 1995, se vio fuertemente impulsada por el financiamiento externo es decir mediante la inversión extranjera por lo cual permitió el crecimiento de la inversión.

En este sentido, la aversión al riesgo por parte de la banca comercial para financiar la inversión después de la crisis de las crisis financieras por las que han atravesado las llamadas economías emergentes, implicó que esta redujera su papel en la intermediación de recursos y financiamiento de la inversión lo que dio lugar a que en los últimos años la inversión extranjera fuera un importante factor de financiamiento a la inversión productiva. Por su parte, en el caso del financiamiento de capital de trabajo las empresas o bien crédito de corto plazo, ha utilizado de manera importante el crédito de proveedores en lugar del obtenido a través de la banca comercial, debido al menor costo que representa este, lo cual ha contribuido a que ésta mantenga una reducción del crédito de manera importante.

Así... “El financiamiento de los proveedores es una herramienta que les permite impulsar sus ventas. Surge como consecuencia de las relaciones comerciales y tiende a ser de importancia cuando las empresas vendedora y compradora de los bienes establecen una relación de largo plazo. Permite a la empresa que lo recibe optimizar el manejo de su capital de trabajo. Dada la naturaleza de corto plazo de este financiamiento, en algunos casos es sustituto del crédito que otorgan los intermediarios financieros; en otros, puede ser complementario, si la empresa que lo obtiene la canaliza a las que no podrían obtenerlo directamente” (Demirguc-Kunt, 2001: 63).

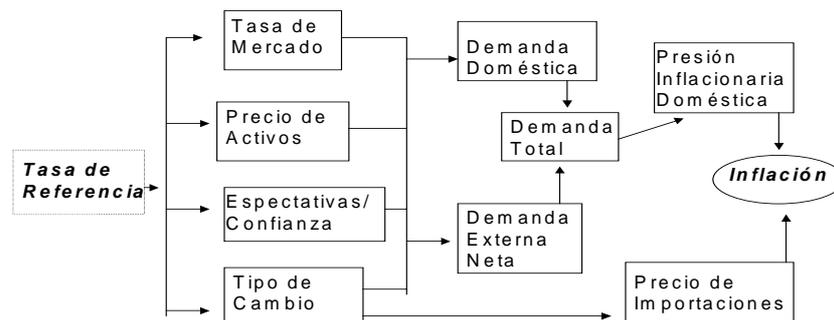
El crédito de proveedores ha sido un importante instrumento que se ha utilizado por parte de las empresas pequeñas y medianas, lo cual indica la importancia de este mecanismo y de cómo, las empresas han tratado de compensar el crédito de corto plazo ofrecido por la banca comercial a un costo mayor, por el crédito de proveedores entre las propias empresas, aunque esto signifique que vean limitadas sus posibilidades de crecimiento debido a que el crédito de proveedores se destina principalmente a capital de trabajo y no al financiamiento de ampliaciones de producción que requiere la compra de maquinaria y equipo, por tanto,

no deja de ser importante el que la banca comercial financie a este tipo de empresas que son importantes generados de empleos en las economías emergentes.

Podemos observar también que los niveles de tasas de interés influyen de manera importante en el destino de la inversión entre el sector real y financiero de la economía. El comportamiento de la inversión productiva es compatible con la trayectoria de la tasa de interés libre de riesgo, es decir que a mayor tasa de interés libre de riesgo implica una reducción de la inversión productiva en tanto que a menor nivel de tasa libre de riesgo se estimula la inversión productiva, lo cual confirma en parte la posición teórica Keynesina en cuanto a la eficiencia marginal del capital y su relación con las tasas de interés existentes en el mercado financiero, como se ilustra en el siguiente esquema.

Figura 1

*Mecanismo de Transmisión de la Tasa de Interés sobre la Demanda Efectiva*



Todo lo anterior nos lleva a considerar que en la actualidad, si bien la banca comercial ha reducido su actividad fundamental de intermediar los recursos financieros en la economía a fin de financiar la inversión productiva, las empresas han compensado esta reducción mediante la atracción de inversión extranjera directa y el crédito de proveedores.

Sin embargo, es importante destacar que la banca pese a la reducción de sus niveles de captación y crédito mantiene altos niveles de margen financiero, lo que apoya a la posición pskeynesiana en el sentido que la banca aprovecha su poder oligopólico para establecer

sus tasas activas, dado que no existen mecanismos de regulación bancaria que establezca mínimos y máximos en cuanto a las tasas pasivas y activas que aplica la banca comercial en sus operaciones corrientes.

Finalmente, la obtención de sus beneficios de la banca están siendo obtenidos por dos fuentes básicas el cobro de comisiones y sus inversiones en valores públicos libres de riesgo (a través de sus sociedades de inversión). Y la segunda aunque de menor importancia mediante la colocación de créditos a un reducido número de empresas que cumplen con las garantías establecidas en sus políticas de crédito, dejando fuera a un gran número de pequeñas y medianas empresas que no tienen acceso ó bien no cumplen con las garantías establecidas en donde se dan casos en que se exigen que el monto solicitado de crédito este respaldado por un valor tres veces mayor de sus activos.

La evolución de la banca comercial en los últimos años nos ofrece un claro ejemplo, que su interes actual no ha sido el promover un proceso de eficiencia en la intermediación de los recursos en la economía con impacto positivo sobre la inversión productiva, por el contrario, su objetivo a sido por una parte, reducir su exposición al riesgo mediante la recuperación de cartera vencida y por otra, el cobro de comisiones por el servicio que ofrece.

Si consideramos, el primer aspecto es evidente que la reducción al riesgo la ha llevado a que sólo ofrezca crédito si existen garantías suficientes por parte de sus clientes y además que le reditúe un alto margen de ganancia con lo cual el crédito se vuelve selectivo y a la vez aprovecha su carácter oligopólico y le permite valorizar el capital financiero externo, ya que en parte su fondeo proviene justamente del exterior (como ha sido el caso de Banamex en donde City Group, encontró mediante la compra de esta institución bancaria una fuente importante de valorización del capital norteamericano mediante la compra de valores públicos).

Sin embargo, podemos prever que una banca concentrada, y trasnacionalizada no puede mantener en el largo plazo una situación como la que ha mantenido en los últimos años,

razón por la cual la presionarán para que esta retome su papel de intermediaria de recursos y no únicamente mantenga márgenes altos por su poder oligopólico, ya que ninguna economía puede mantener un sector financiero de este tipo en el largo plazo, de ahí la importancia de la regulación Estatal que se pueda establecer en este sector a fin de acelerar este proceso, sin que esto signifique establecer trabas al libre flujo de capitales, sino que su intervención estaría dirigida a establecer los mínimos en las tasas de interés sobre depósitos y máximos en el cobro por el otorgamiento de créditos a fin de reducir el margen de intermediación y promover su actividad intermediadora de recursos.

Por otra parte, debemos reconocer que para que la banca comercial en el corto plazo retome su papel de intermediaria, será necesario contar con estabilidad macroeconómica, destacándose la estabilidad en el tipo de cambio, inflación y tasas de interés, además de la disciplina fiscal a fin de que paulatinamente esta inicie un proceso de reducción en sus tasas de interés activas, que promuevan la demanda de crédito orientado al sector productivo y de esta forma se logre mayores inversiones que se puedan traducir en mayores niveles de ingreso que permitan incrementar la captación de largo y plazo y por consecuencia la banca comercial pueda incluso lograr la creación de instrumentos de captación de largo plazo también, con menores niveles de riesgo y reducción del riesgo moral, como lo refiere la propuesta teórica poskeynesiana.

En este aspecto se señala... “Son los bancos los que permiten incrementar los fondos para invertir, a través del incremento de la oferta de crédito, la cual depende del comportamiento de sus reservas. En consecuencia, es probable que la inversión aumente, aun cuando la tasa de ahorro permanezca constante; en otras palabras, un crédito bancario puede incrementar el nivel de la inversión y, por tanto, del ingreso. Esto hace posible que el ahorro aumente (expost), permitiendo igualar el incremento en la inversión <sup>5</sup>.

La evidencia empírica apoya esta relación de causalidad. En un estudio reciente, el Fondo Monetario Internacional (1996) reporta un conjunto de países que han observado altas tasas

---

<sup>5</sup> / Véase autores poskeynesianos como, Chick, 1988; Wolfson, 1996; Moore, 1988; Wray, 1990.

de ahorro y bajo crecimiento del producto, mientras que en otros han coexistido tasas de ahorro relativamente bajas, con un crecimiento alto del producto” (López, 2002 a: 71).

De acuerdo al planteamiento poskeynesiano la importancia en el financiamiento de la inversión otorga prioridad a la banca comercial en las economías para lograr un mayor crecimiento sin la previa existencia del ahorro, en ese sentido es importante que en las economías emergentes el Estado requiera refuncionalizar su papel hacia el sector financiero y bancario en particular.

Asimismo, se requiere una mejora en el marco legal de supervisión de la banca comercial, y también una mejora en la normatividad a fin de que el banco acreedor pueda en un momento dado reducir sus costos de recuperación en el crédito ya que como definen en una investigación del Grupo Financiero BBV-Bancomer, establece que “...un marco legal propicio y eficiente para el crédito impulsará un sano desarrollo y, por lo mismo, funcionará como factor de avance económico. Así, mediante mayores tasas de crecimiento del PIB alcanzables a partir del momento en que el crédito fluya hacia las actividades económicas, debido a un mejor marco regulatorio, aumentará el bienestar de la población y la generación de empleos” (Bancomer, 2002: 24).

La visión de BBV-Bancomer, deja ver que la reducción en el crédito se asocia en parte al problema de la falta de un marco legal eficiente que permita la reducción en la cartera vencida y la reducción en el costo por la recuperación de cartera. Sin embargo, si bien es cierto que esto es necesario, la banca comercial debe también que reducir sus niveles de tasas activas y mejorar sus análisis de riesgo en el otorgamiento de los créditos, lo cual ha sido un factor que impulsa en sí mismo el riesgo moral y la elevación de la cartera vencida.

Por tanto, la existencia de un mercado bancario concentrado y transnacionalizado tiende a reducir las posibilidades de una reducción en el margen financiero, pero a futuro esta será una exigencia básica si se quiere contar con un sistema financiero eficiente que estimule el crecimiento de la economía de lo contrario podría caerse una crisis financiera como las que se registraron en varias economías emergentes durante la última década del siglo XX.

Para el logro de un sistema bancario eficiente, será necesario también contar con una menor incertidumbre de mercado que sea apoyada en una estabilidad de mediano plazo de las principales variables fundamentales de la economía entre las que destacan: inflación, tipo de cambio, tasas de interés, cuenta corriente y finanzas públicas entre otras.

En resumen, el replanteamiento de la intervención del Estado en el sector financiero, deberá primero tener en cuenta las imperfecciones que están presentes en este sector y que por tanto a diferencia de lo que planteaban los teóricos de la represión financiera, no se dio un proceso de crecimiento del crédito y captación bancarias a partir de la liberación de tasas de interés, por el contrario, la propia política monetaria restrictiva ha contribuido al mantenimiento de altas tasas de interés que dada la falta de regulación en las tasas activas promueve los niveles altos de margen financiero en la banca comercial, de ahí la importancia de la regulación que deba establecer el Estado en este sector a fin de promover el financiamiento a la inversión y promover una mejor en las expectativas de rentabilidad del sector productivo y contribuir a la reducción de la incertidumbre.

Con lo cual, de acuerdo al planteamiento teórico poskeynesiano se impulsaría el financiamiento a la inversión productiva por parte de la banca comercial y por tanto, podría lograrse un crecimiento sostenido de la economía.

**SEGUNDA PARTE**

**ANÁLISIS EMPÍRICO SOBRE LA POLÍTICA MONETARIA Y  
BANCA COMERCIAL EN MÉXICO: EL CASO DEL MARGEN FINANCIERO  
1995-2005**

### ***Introducción***

Si bien en los capítulos anteriores analizamos el estado del arte referido al proceso de inversión-ahorro en las economías emergentes y la influencia que tiene la política monetaria sobre el comportamiento del margen financiero de la banca comercial en este tipo de economías. En la presente sección que corresponde a la segunda parte de la investigación doctoral en la cual se realiza el análisis empírico para el caso de México, la referimos a la aplicación analítica que nos presenta la corriente de pensamiento *Poskeynesiana* en cuanto a la importancia que se le asigna al financiamiento bancario a la inversión productiva, como mecanismo de promoción del ingreso y el ahorro en las economías y el impacto del margen financiero de la banca comercial en este proceso.

En este sentido, considerando como referencia el marco teórico poskeynesino, analizaremos el papel de la política monetaria, la evolución de la banca comercial y su efecto en el financiamiento a la inversión productiva en relación a la evolución del margen financiero y como ello influye sobre el proceso de inversión y ahorro para el caso de México durante el periodo de 1995 al 2005.

Asimismo, suponemos entonces que el problema para la economía mexicana no estriba en la insuficiencia de ahorro previo como se consideraría si basáramos nuestro análisis en el marco teórico de Keynes, el cual establece que una condición para financiar la inversión es la existencia del ahorro previo en donde la banca únicamente es una intermediaria de recursos y por consecuencia la oferta de dinero es exógena al proceso de crecimiento económico y el dinero es considerado no neutral debido a que impacta el nivel de las tasas de interés y por consecuencia al costo del crédito que se dirige al sector real de la economía.

Por tanto, nuestro análisis empírico se basará en la aplicación del cuerpo teórico Poskeynesiano, el cual establece como premisas principales que el problema del crecimiento económico se ubica en la insuficiencia de financiamiento a la inversión

productiva por parte de la banca comercial, por consecuencia, el ahorro previo deja de ser una limitante para el financiamiento a la inversión, dado que el proceso de financiamiento que ejerce la banca comercial a la inversión con base a las expectativas de rendimiento, da lugar a la generación de ahorro en la misma magnitud de la inversión.

Derivado de lo anterior la banca comercial no es únicamente una intermediaria de recursos en la economía (como se propone en la óptica keynesiana), sino que juega un papel fundamental en el proceso de financiamiento a la inversión, el cual sólo puede estar limitado por los niveles de reservas requeridos por la banca comercial, en consecuencia tenemos que el dinero en el marco teórico poskeynesiano además de no ser neutral es endógeno al proceso de crecimiento de la economía, dado el efecto del multiplicador bancario, de ahí, que la política monetaria puede ser insuficiente para promover la estabilidad de precios, dado que el crecimiento de la oferta de dinero no es exógena, derivado de los efectos que tiene sobre esta la oferta de crédito que proporcionan los bancos en la economía, por tal motivo se habla de oferta de dinero en el sentido estricto del Banco de México de la oferta de crédito proporcionada por los bancos comerciales y de sus efectos sobre los cambios en la oferta de dinero, como lo señala Randal Write recientemente.

*Es importante, destacar entonces que el aporte al análisis teórico de la presente investigación doctoral se deriva justamente de la aplicación al análisis económico de la política monetaria y banca comercial, bajo la perspectiva de la corriente teórica Poskeynesiana, lo cual nos permitirá validar o invalidar nuestra hipótesis central que ha sido mencionada en la primera parte de esta investigación.*

Finalmente, la segunda parte de la presente investigación doctoral esta abocada a la aplicación y análisis empírico bajo la óptica poskeynesina de la política monetaria, banca comercial y margen financiero dentro del proceso de inversión- ahorro en la economía mexicana durante el periodo de 1995 a 2005.

### ***i) Periodización***

Dado que el enfoque teórico poskeynesiano, otorga un papel fundamental al papel de la banca comercial en el proceso de financiamiento a la inversión, tenemos que si bien el periodo de análisis esta referido a los años de 1995 al 2005, se presenta también el estudio previo de la evolución del sector bancario en México durante el periodo que va de 1983 a 1994, el estudio de los antecedentes se basa, primero en los cambios que sufre la banca comercial al ser nacionalizada en 1982 y segundo, como a partir de 1989 se revierte el proceso para ser de nueva cuenta privatizada y se inicia el proceso de desregulación del sector financiero en México; de ahí entonces la importancia de la evolución histórica reciente que se hace de su análisis.

Asimismo, el estudio de los antecedentes es compatible también con los cambios que se operan en la política monetaria en nuestro país, sobre todo, si se considera que durante el segundo periodo la estructura y reglamentación del Banco de México sufre un cambio fundamental que es la creación de la autonomía del Banco a partir de abril de 1994, con lo cual se le asignan objetivos específicos al ejercicio de la política monetaria en nuestro país.

Por su parte, el periodo de estudio de 1995 al 2005, se establece en función del cambio que opera en la política monetaria a partir de 1995 en donde observamos de manera clara como dada la autonomía del Banco de México, este se enfocará prioritariamente a preservar el poder adquisitivo de nuestra moneda, con lo cual de alguna manera se descuidan los aspectos de regulación y supervisión de la banca comercial, al mismo tiempo que esta última inicia un proceso de oligopolización y trasnacionalización que dificulta el que ésta contribuya al financiamiento de la actividad económica, asumiendo un papel de especuladora en el propio mercado financiero.

Asimismo, durante el mismo periodo se analizaran los cambios más importantes en el proceso de financiamiento a la inversión y ahorro, y su impacto en el crecimiento económico considerando la importancia del margen financiero de la banca comercial

durante el periodo de 1995 al 2005 a fin de validar nuestro enfoque teórico poskeynesiano para el caso de México.

## **ii) Metodología**

Considerando que el objetivo general de la presente investigación doctoral que esta referido con *el análisis de la relación de la política monetaria neoliberal instrumentada por el Banco de México en el periodo de 1995-2005, con el nivel del margen financiero de la banca comercial. Así como, investigar y discernir acerca de sí la política monetaria tiene un impacto directo sobre el margen financiero y por consecuencia en la evolución de la actividad de intermediación de recursos de la banca comercial.* Se llevará a cabo el análisis primero de los cambios en la estructura de la banca comercial, así como, la evolución en el proceso de captación y financiamiento al sector productivo y el costo que representa para el público el margen financiero que es aplicado por la banca en el proceso de financiamiento, el cual será medido a partir del diferencial existente en la tasa de interés que paga promedio por los depósitos y la tasa de interés cobrada promedio por los créditos otorgados o bien por el diferencial entre los intereses cobrados y pagados por la banca comercial.

Por otra parte, se analizará el comportamiento de la política monetaria aplicada por el Banco de México, mediante el estudio de los cambios en la base monetaria durante el periodo previo establecido y los que están vinculados al periodo de 1995 al 2005.

Lo anterior nos permitirá determinar la importancia del proceso de financiamiento a la inversión por parte de la banca comercial y el impacto de dicho proceso en el crecimiento de la formación bruta de capital fijo y del ahorro financiero, e interno en la economía mexicana.

Finalmente por lo que se refiere a la información que se utilizará se referirá principalmente a los créditos o financiamientos que otorga la banca comercial al sector productivo, mediante los registros contables que registra la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, así como, las estadísticas generadas por el Banco de México referidas a la inversión

extranjera directa, el uso de crédito de proveedores que utilizan las empresas, el crecimiento de sus ventas y utilidades, para complementar con las estadísticas proporcionadas por el Instituto de Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI), referidas a la formación bruta de capital fijo y ahorro interno. Es importante señalar también que algunos indicadores referidos con los objetivos de nuestro análisis tendrán que ser inferidos o derivados de los que actualmente se presentan en la economía mexicana, haciendo uso de las técnicas estadísticas actuales.

### **Capítulo III.- Antecedentes Históricos y Cambios en la Política Monetaria, Banca Comercial, Margen Financiero y el Proceso de Inversión-Ahorro en México 1983-1994**

En el presente capítulo analizaremos tres aspectos importantes vinculados con el desarrollo de la política monetaria y la banca comercial en México durante el periodo de 1983 a 1994, incluyendo en este el comportamiento que mantuvo el margen financiero de la banca nacionalizada, así como los cambios institucionales que se producen justamente como resultado de su nacionalización en septiembre de 1982 y la posterior privatización de la banca comercial que se inicia a principios de la década de los noventa.

En el periodo 1983-1988, el sector financiero y en particular la banca comercial nacionalizada poco se avanzó en su desarrollo por el contrario en algunos casos se observó un retroceso importante como fue el caso tanto de la captación como del financiamiento otorgado por la ella, esta situación dio lugar a que las voces del cambio y la liberación del sistema financiero encontraran eco en la política económica aplicada por el Estado, bajo la administración del presidente Carlos Salinas, en donde se observara la profundización de la liberación comercial y la desregulación del sector financiero que culminaría con la privatización de la banca de comercial a partir de 1990.

En este sentido, conforme a los lineamientos teóricos de la represión financiera y en concordancia con los preceptos establecidos en el Consenso de Washington, se decía que era necesaria la desregulación del sector financiero, es decir, era necesario establecer acciones que llevaran a que fuera el mercado el que determinara la tasa de interés, además de que la aplicación de encajes legales limitaba la actividad crediticia de la banca comercial al reducir la disponibilidad de recursos para el financiamiento del sector privado<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> “En los ochenta la teoría económica dominante postulaba que los mercados financieros debían liberalizarse para cumplir de manera eficiente su función de arbitraje. Para los economistas neoliberales, la represión financiera, es decir, el establecimiento de topes a las tasas de interés como vía para estimular la acumulación de capital, reducía el tamaño del mercado financiero y retardaba el desarrollo” (Fry, 1982 citado por Mántey, 2004b:102)

Por tanto, la participación del Estado en el sector financiero en particular en la propiedad de la banca comercial reducía las posibilidades de crecimiento y modernización de la misma a la vez que limitaba su competitividad tanto interna como externa, en un entorno en donde la globalización de los mercados dominaba el quehacer de la política económica.

En los hechos a partir de 1989 se inicia la aplicación clara de lo que sería el Modelo de Crecimiento Neoliberal, basado en la apertura de la economía y la desregulación de los mercados incluyendo la del Estado mismo, el cual debería ser únicamente regulador de la actividad y no un agente activo ya que ello distorsionaba el funcionamiento del mercado, en consecuencia era urgente reducir su tamaño, así como su participación en la economía, para que alcanzará un nivel de equilibrio en el manejo de las finanzas públicas y reducir sus requerimientos financieros.

Los objetivos prioritarios eran lograr la estabilidad del tipo de cambio y la reducción de la inflación en el país para lo cual se requería la aplicación de una política monetaria restrictiva asociada al control de la demanda interna a fin de reducir las presiones de demanda sobre los precios.

El tipo de cambio sería utilizado como ancla nominal de precios a fin de mejorar las expectativas de los agentes económicos y reducir la incertidumbre existente, dicho proceso se lograría primero mediante la renegociación de la deuda externa a fin de reducir las presiones sobre la cuenta corriente de balanza de pagos, previa la devaluación del peso que redujera el margen de sobrevaluación real, para posteriormente establecer su deslizamiento a partir de la inflación esperada y no la pasada con el objeto de eliminar el componente inercial de la inflación y mejorar las expectativas de crecimiento en la economía.

Dichas acciones, fueron tomadas en el marco de un acuerdo social que involucró a los diferentes sectores participantes en la economía, trabajadores, empresarios y al Estado a fin de aceptar los compromisos para lograr la reducción en el crecimiento de los precios y promover la estabilidad del tipo de cambio, con efectos directos sobre las tasas de interés y

la recuperación de la actividad de intermediación de la banca comercial que mejorara su competitividad y la reducción del margen financiero.

Bajo esta perspectiva, se analizarán los cambios que ocurren en la política monetaria, el papel de la banca comercial ya privatizada como intermediadora de recursos bajo la óptica poskeynesiana y su impacto en el financiamiento al sector real de la economía, con el fin de dar un seguimiento coherente y metodológico de la presente sección de la investigación empírica.

Es importante señalar que los aspectos relacionados con la crisis financiera de la economía que se manifiesta en 1995 de manera clara serán abordados en el capítulo cuatro de la presente investigación por lo que el análisis del presente capítulo no abordará de manera profunda los factores macroeconómicos y políticos que dieron origen a la crisis financiera en México.

### ***1.- Estrangulamiento Financiero y Crisis del Modelo de Sustitución de Importaciones***

Antes de iniciar nuestro análisis sobre los principales cambios operados en el sector financiero de la economía producto de la implementación del Modelo Neoliberal en México durante la década de los ochenta se presentará la discusión en torno a los principales factores que dan lugar a la crisis del llamado Modelo de Sustitución de Importaciones implementado en nuestro país desde finales de la década de los treinta y que cobra mayor fuerza después de la posguerra de mediados de la década de los cuarenta. Lo anterior nos permitirá entender de mejor manera el porqué se operan los cambios en la política económica basados en los grandes postulados básicos del Modelo Neoliberal cuyos principales objetivos fueron, la apertura económica -liberación de los mercados-, desregulación del sector financiero y la privatización de las empresas públicas a fin de reducir el peso específico del sector público en la economía (Stiglitz, 2006: 81).

Al respecto José Valenzuela establece que en las economías de América Latina como resultado el Modelo de Sustitución de Importaciones se produjeron dos estrangulamientos principales que impactaron negativamente el proceso de acumulación de capital y por consecuencia la insuficiencia de generación de ahorro suficiente para promover el proceso de financiamiento a la inversión desde el punto de vista poskeynesiano con efectos directos sobre el crecimiento el empleo y por tanto, del ingreso en las economías. El primero de los estrangulamientos lo refiere al problema crónico que presentaban estas economías en cuanto a su incapacidad de poder financiar las importaciones necesarias para lograr un crecimiento industrial sustitutivo que incluyera a la producción de bienes de capital, por tal razón la industrialización imperfecta los llevo a una estructura de importaciones rígida que promovió la permanencia del déficit en la balanza comercial.

Un segundo estrangulamiento, es el que se origina a partir de la insuficiencia de recursos por parte del Estado para financiar su déficit financiero con lo cual se limitó el crecimiento el ahorro interno y fortaleció la salida de capitales con los consecuentes efectos negativos sobre el crecimiento del endeudamiento externo principalmente y su impacto sobre la estabilidad del tipo de cambio y la inflación que influyeron de manera importante sobre los requerimientos de financiamiento adecuado y oportuno para la industria enfocada a la producción para el mercado doméstico.

En este sentido José Valenzuela señala que en ... “América Latina, por lo menos en los países de mayor nivel de desarrollo relativo, ya hacia finales de los sesenta se comienza a observar la crisis del patrón de acumulación tradicional vigente en la posguerra, el que la CEPAL denominara de “desarrollo hacia adentro basado en la industrialización sustitutiva de importaciones”... Hay dos rasgos cruciales de la fase de industrialización sustitutiva y que aquí conviene recordar; primero, el carácter trunco o escasa diversificación vertical que tipifica al desarrollo industrial. Más precisamente, el punto a resaltar sería el muy menguado avance de la producción interna de bienes de capital; segundo, la escasa alteración manifiesta –en relación al patrón primario exportador previo- el perfil de las exportaciones del país. Por factores conocidos (dinámica de la demanda, términos de intercambio, etc.) lo expuesto se traduce en una capacidad para importar crónicamente

deficitaria y, al final de cuentas, en el denominado estrangulamiento externo de la acumulación y el crecimiento” (Valenzuela, 1991: 95-96).

El déficit estructural crónico que generó la falta de una integración industrial nacional en México y los países de América Latina, presionó a que dichas economías además de padecer una insuficiencia permanente de recursos para financiar las importaciones en periodos de crecimiento de sus economías les significó presiones sobre el tipo de cambio que eran difundidas al interior de las economías vía aumentos de precios relativos lo cual limitaba las expectativas de inversión y en consecuencia el crecimiento económico. Ante esta situación se plantea bajo el esquema neoliberal que la alternativa de solución sería el iniciar un proceso de liberación comercial que presionara a la industria a la competencia internacional se mejorara la productividad y por tanto, diversificar la estructura de sus exportaciones.

Valenzuela sugiere que los planteamientos de “solución”, al agotamiento del modelo de acumulación de la posguerra responden en buena medida a las contradicciones propias de dicho modelo en el siguiente sentido:

“De uno y otro rasgo se desprende una consecuencia crucial: el sistema funciona con una baja capacidad material de acumulación normal. Al cabo, es la agudización de este problema el que lleva al agotamiento y crisis del patrón de acumulación clásico de la posguerra. Por lo mismo, no puede extrañarse que la misión clave del patrón de reemplazo (Modelo Neoliberal) resida en la ampliación de tal capacidad real de acumulación. De aquí también se desprenden los dos ejes centrales del nuevo patrón secundario y exportador: uno, impulsar la industrialización avanzando a la producción interna de bienes de capital y de bienes intermedios más complejos; dos, dinamizar a las exportaciones, lo que equivale a diversificarlas. Es decir, impulsar las exportaciones manufactureras” (Valenzuela, 1991: 96).

Lo que se intenta bajo el esquema neoliberal es primero vía liberación comercial fomentar la productividad y abrir a la competencia a la industria nacional a fin de hacerla eficiente y segundo, lo anterior promoverá la diversificación de la estructura de las importaciones y las

exportaciones con lo cual se tendiera a eliminar el desequilibrio crónico de balanza comercial en periodos de crecimiento de las economías y por tanto, tener las condiciones vía exportaciones para financiar las compras externas y de esta manera favorecer el equilibrio de la balanza comercial y mejorar la estabilidad del tipo de cambio en las economías.

El segundo estrangulamiento que se plantea esta relacionado con el sector financiero y el papel que tuvo el déficit financiero del sector público bajo el Modelo de Sustitución Importaciones. El esquema de acumulación se vio también limitado por el fuerte crecimiento del endeudamiento externo del sector público, por cuanto, la insuficiencia de ahorro interno para financiar el mayor gasto respecto a los ingresos públicos incrementaron tanto la deuda interna pero sobre todo la externa durante la implementación del modelo de posguerra en las economías latinoamericanas.

Así,... “Suponiendo que es conocido el monto del excedente generado por la economía ( $=P_p$ , plusvalía potencial). Asimismo, podemos suponer conocidos el nivel de  $(I_p+C+X-M$ ; Inversión privada, consumo, exportaciones menos importaciones). Con ello detectaríamos el monto de la plusvalía por realizar y, por lo tanto, las responsabilidades a asumir por el gasto público. Es decir, el monto adecuado del déficit financiero del sector público. Si éste no coincide, con el monto del plusvalor no realizado por los otros factores de absorción, se generan tendencias al estancamiento (si el DFSP es insuficiente) o los desbordes inflacionarios (si el DFSP es excesivo)” (Valenzuela, 1991: 88).

Como podemos desprender en un primer momento el déficit financiero del sector público puede ser cubierto por los excedentes de plusvalía no realizada del sector privado con lo cual el papel del déficit público se convierte en un factor incentivador de la producción ya que permite la realización de parte del plusvalor del sector privado que no ha podido ser absorbido por otros sectores, pero cuando dicho déficit es excedente al superávit existente en el sector privado, el sector público a la vez que se ve obligado a elevar las tasas de interés y promover la inflación se presiona para recurrir al endeudamiento externo para cubrir la insuficiencia de recursos internos, lo cual da lugar a una limitación de la

acumulación y a la generación de ahorros y se convierte en un promotor del estancamiento económico y a la promoción de la fuga de capitales de la economía.

Así,... “el incremento del endeudamiento externo se explica en su totalidad por las fugas de capital. Es decir, el gobierno se endeuda para, al final de cuentas, financiar tales fugas... Pero que las fugas pueden llegar a jugar un papel importante –vide el caso de México- es un fenómeno indesmentible; ii) las fugas, al sustraer fondos prestables del mercado nacional, contribuyen a elevar las tasas de interés” (Valenzuela, 1991: 90).

Es claro que los requerimientos del financiamiento del sector público podían ser financiados con deuda externa, incluso tenían que ser utilizados para financiar la salida de capitales de la economía, lo cual estrangula aún más las posibilidades de disponibilidad de recursos para el financiamiento de la inversión además de que se presionaba su costo, pero el verdadero problema surge cuando los flujos de endeudamiento externo se detienen por problemas de solvencia de las economías, en consecuencia el problema de recursos y ahorro se agudizan en la economía por consecuencia el... “el financiamiento externo se considera imprescindible pero no puede llegar, en la medida necesaria, bajo la forma de capitales de préstamo. Si descartamos una política mínimamente nacionalista (por ejemplo, moratoria, no pago o pago parcial de la deuda externa) la vista espontánea debe orientarse hacia la otra forma básica con que puede arribar el capital extranjero: la inversión privada directa.

Si tal es el objetivo, las implicaciones son obvias: el país debe ofrecer condiciones atractivas a la inversión extranjera. Esto significa usualmente una fuerza de trabajo barata y dócil, concesiones tributarias, infraestructura adecuada y funcional, libertades cambiarias, etc.” (Valenzuela, 1991: 90).

Las presiones que sobre la deuda externa se hicieron sentir en la economía a finales de la década de los ochenta y la necesidad contar con recursos para su financiamiento y pago del servicio en México dieron lugar primero a buscar los mecanismos de su renegociación y segundo a emprender el proceso de desregulación del sector financiero y de modificaciones

a la Ley de Inversiones Extranjeras que permitieron que dicha inversión pudiera participar en la compra de valores públicos como en el sector bancario aunque todavía no mayoritariamente. Sin embargo, el nuevo modelo neoliberal abrió las puertas a la inversión extranjera para que fácilmente pudiera valorizarse tanto en el sector productivo como el financiero de la economía lo cual explica en buena medida las posteriores acciones de desregulación del sector financiero en México al inicio de la década de los noventa y la participación de esta en la compra de los bancos comerciales de nuestro país, estimuladas dichas modificaciones por la necesidad de la economía de contar recursos suficientes para financiar el desequilibrio externo e interno reflejado en las limitaciones de ahorro para promover la acumulación de capital, por lo que la inversión extranjera era una buena alternativa. En este sentido, se valida buena parte de la crítica que realiza José Valenzuela en el sentido de que expresa que... “ A corto y mediano plazo, los beneficiarios son el capital dinero de préstamo autóctono y foráneo. A la larga, el conjunto del gran capital financiero internacional. Dicho de otro modo, todo parece indicarnos que las políticas que hemos venido analizando no son sino la expresión –en el Tercer Mundo y en América Latina en particular- de un proyecto más global y de dimensiones internacionales: *el de reestructuración del capitalismo mundial que impulsa la potencia capitalista aún hegemónica: Estados Unidos*” (Valenzuela, 1991: 91).

Sin duda que en dicho proceso el liberalismo financiero como parte del modelo neoliberal sería uno de sus principales ingredientes, ya que ello favorecería la valorización de los excedentes de capital extranjero que en sus países no pueden ser absorbidos o bien obtienen una menor rentabilidad por tal motivo el proceso de liberación financiero se convierte para los mercados financieros desarrollados en un instrumento fundamental en la valorización y extracción de plusvalía de los países emergentes que asumen el nuevo modelo de apertura y desregulación financiera.

Todo lo anterior, se irá fincando no en mercados perfectos y de competencia sino en mercados que irán conformando una estructura oligopólica como va ser el caso del sector bancario en las economías lo cual a diferencia de lo que presentaban los teóricos de la liberación financiera como Mckinnin, Shaw, Frey y Gurley, entre otros planteaban que

dado el proceso de desregulación del mercado financiero favorecería la competencia y el establecimiento de tasas de interés de mercado acorde a las condiciones de oferta y demanda de recursos, lo cual promovería el crecimiento del financiamiento a la inversión productiva y por tanto su crecimiento sostenido de largo plazo. Sin embargo, si consideramos la conformación de un mercado oligopólico en el sector bancario las cosas no ocurren de esa manera, sobre todo en lo que respecta a la reducción de las tasas de interés activas por efecto del proceso de desregulación del sector financiero, en consecuencia podemos decir que en... “la fase de prosperidad, la producción y los precios tienden a elevarse. Por lo mismo, y a igualdad de otras condiciones, la demanda de dinero se eleva. El auge de la inversión, por la vía del motivo de financiamiento de Keynes también contribuye a acrecentar la demanda. En la fase recesiva se da el fenómeno inverso y la demanda debería reducirse: si se produce una baja general de los precios de las mercancías, el dinero sobrante refluirá a los bancos en forma de depósitos, la plétora de dinero inactivo hará bajar a un mínimo la tasa de interés... En condiciones de predominio oligopólico, la situación se altera en virtud de la rigidez a la baja de los precios” (Valenzuela, 1991: 75).

En suma, el proceso de liberación financiera contrario a lo que establecían los teóricos de la represión financiera en términos de la mejora en el proceso de intermediación de recursos en el mercado bancario no se cumple debido a que dado el carácter oligopólico que se mantiene en los mercados emergentes las tasas de interés por cobro de préstamos no se reducen con lo cual se encarece el crédito y por tanto el financiamiento deja de fluir al sector productivo, produciéndose un mayor nivel de estancamiento de la producción. Si a este proceso, añadimos que uno de los mecanismos concebidos por el neoliberalismo es llevar a cabo una política monetaria restrictiva con fines antiinflacionarios ello no hará más que profundizar las limitaciones al crecimiento de la producción, el empleo y el ingreso lo que conlleva a favorecer el mantenimiento de tasas de interés reales altas en cuanto al costo del crédito.

Al respecto se dice que: “una política monetaria restrictiva agrava la crisis. Pero de esto no se deduce que una política monetaria elástica las pueda eliminar. Al respecto, Marx escribe que:

...todas las engañosas de Herrenschwand se reducen a hacernos creer que aumentando los medios de circulación se evitarán las contradicciones que brotan de la propia naturaleza de las mercancías y que se revelan, por tanto, en la circulación de éstas. Por lo demás, de esa ilusión popular que atribuye las paralizaciones del proceso de producción y circulación a la escasez de los medios circulatorios no se deriva, ni mucho menos, la conclusión contraria, a saber: que la verdadera escasez de medios circulatorios, causada v.gr. por las chapucerías oficiales en que se incurre a veces al regular el curso del dinero, no provoquen a su vez paralizaciones” (Valenzuela, 1991: 79-80).

La política monetaria restrictiva conduce en buena medida a la elevación de la tasa de interés en la economía sobre todo si se trata de un mercado bancario oligopólico, con lo cual se reducen los flujos de financiamiento a la producción se limita el proceso de crecimiento del ahorro y por consecuencia se limita la capacidad de la economía para mejorar mejores condiciones vida de su población sobre todo en materia de empleo. Es este aspecto en cuanto a los cambios de la política monetaria y su impacto sobre las tasas pasivas y activas el que pasaremos a analizar en el siguiente apartado para el caso de México a fin de precisar los aspectos aquí planteados y que nos dan clara idea de los objetivos del Modelo Neoliberal en los mercados financieros emergentes, a saber, mejor las condiciones de reproducción del capital de manera ampliada dando lugar a la hegemonía de los capitales financieros internacionales en el proceso de acumulación de capital a escala mundial a costa del empobrecimiento de la población de éstas economías.

## ***2.- Política Monetaria***

El ejercicio de la política monetaria en la economía se encuentra en manos del banco central el cual mediante el manejo de la base monetaria (billetes y monedas en circulación, que son un pasivo para el banco central) provee de la liquidez a la economía para hacer frente a las transacciones, asimismo, es a través de este instrumento que el banco central puede entonces afectar la oferta de dinero y de esta forma impactar en el comportamiento de las tasas de interés en el mercado financiero.

Por su parte, las operaciones de mercado abierto en cuanto a la compra y venta de valores vienen a complementar los objetivos de liquidez en la economía que pretende el banco central aumentar, bajo esta perspectiva se consideraría entonces que la oferta de dinero es exógena al proceso de crecimiento de la economía, lo cual validaría la posición keynesiana en el sentido que se reconoce que la oferta de dinero es exógena, pero dado que esta afecta la tasa de interés y en consecuencia el costo del crédito para la inversión productiva, el dinero deja de ser neutral.

Sin embargo, si consideramos que bajo la perspectiva poskeynesiana la oferta de dinero no es exógena sino endógena, debido a que los bancos comerciales a través del efecto que tienen los niveles de reserva respecto a los depósitos que captan dan lugar al multiplicador monetario, en consecuencia tenemos que el proceso de crecimiento de la liquidez en la economía es endógeno ya que responde en parte al propio proceso de la evolución macroeconómica, por tanto, esto tiende a afectar la eficiencia de la política monetaria.

¿Que tipo de política monetaria ejerció el Banco de México durante este periodo?. La respuesta a la pregunta anterior la podemos encontrar en el análisis de la evolución de la base monetaria en términos reales y segundo al comportamiento del crédito interno <sup>6</sup> del Banco de México.

El desorden financiero que se inició con la devaluación del peso frente al dólar en 1982, el cual pasó de un nivel de 26.23 pesos por dólar en 1981 a un nivel de 91.67 pesos por dólar al cierre del año que significó una devaluación del orden de casi 250%, llevó a que la economía mexicana iniciara un proceso de espiral inflacionaria derivado de la inestabilidad que en los años siguientes presentara el tipo de cambio en nuestro país.

---

<sup>6</sup> / Se define como crédito interno del Banco de México a la diferencia que existe entre la base monetaria menos los activos internacionales en su poder, teniendo que una política monetaria restrictiva es aquella en donde el diferencial es negativo, en tanto que una política monetaria expansiva se deriva del signo positivo del diferencial, en tanto, que una política monetaria permisiva expresa que la diferencia es igual a cero, es decir que la expansión de la base monetaria es igual al crecimiento de los activos internacionales medidos en moneda nacional.

Sin embargo, durante 1988 se observa una reducción tanto en el nivel del tipo de cambio como de la inflación que empezó a mostrar signos de desaceleración ya que en ese año el tipo de cambio varió en sólo 3.1%, mientras que la inflación alcanzó poco más del 50 %.

Ante esta situación, la política monetaria implementada por el Banco de México mantuvo como objetivo prioritario el de contribuir a la reducción de la inflación mediante la contracción en el crecimiento de la base monetaria a partir de 1982 a fin de que el menor crecimiento de la liquidez tendiera a la contracción de la demanda interna y de esta forma al abatimiento de la espiral inflacionaria que se presentaba.

Sin embargo, esto no significó que la política monetaria del Banco de México fuera eficiente en el combate a la inflación debido a que pese a que el crecimiento de la base monetaria fue inferior al de la inflación durante el periodo de 1983 a 1988, parte de sus aumentos no se encontraban respaldados por activos internacionales, lo cual provocó que el crédito interno neto del Banco de México fuera positivo, es decir se estaba produciendo una expansión de la base monetaria con base en la impresión de billetes y monedas sin ningún respaldo situación que explica en parte, porqué la contracción en el crecimiento de la base monetaria no apoyó una reducción rápida de la inflación como se esperaba, por el contrario, la percepción de los agentes económicos percibía que la expansión de la base se debía al incremento del crédito interno sin ningún soporte en los activos internacionales, lo cual evidentemente presionaba la demanda de dólares y por consecuencia a la propia devaluación del peso.

De esta forma, podemos establecer que la política monetaria operada por el banco central en nuestro país durante el periodo de 1983 a 1988, presenta dos tipos de comportamiento, el primero que va de 1983 a 1986, en donde se observa una clara política monetaria expansiva presionada en buena medida por el enorme déficit financiero del sector público que en 1986 llegó a más del 16% en relación al PIB, en tanto que en los años de 1987 y 1988, se observa ya una política monetaria restrictiva en donde el aumento de la base monetaria fue ligeramente menor al aumento que se registro en los activos internacionales, lo que de alguna forma contribuyó a que la inflación en este último año mostrará por primera vez una

clara tendencia a la baja que se reflejaría hasta 1994, así como a la propia estabilidad del tipo de cambio.

Es hasta 1987, en el Banco de México en efecto asume una política monetaria restrictiva, lo cual coincide con la relativa estabilidad de precios y tipo de cambio que se manifiesta durante 1989.

Por tanto, podemos desprender que la política monetaria seguida por el Banco de México en este periodo fue resultado principalmente de las presiones del financiamiento del déficit financiero del sector público y de la escasez de recursos externos para incrementar los activos internacionales y apoyar la certidumbre en el tipo de cambio, de ahí que este último no pudiera detener su descenso hasta octubre de 1987, en que se originó la última devaluación fuerte del tipo de cambio en la década de los ochenta.

De lo anterior podemos adelantar que evidentemente el comportamiento de la política monetaria expansiva, además de estimular el crecimiento de las tasas pasivas en el mercado financiero, estas mantuvieron un nivel inferior al ritmo de crecimiento de la inflación en promedio anual, lo cual significó que el rendimiento real de los depósitos bancarios ofrecieran rendimientos negativos, lo cual nos permite explicar en parte el porqué la llamada banca paralela compuesta principalmente por casas de bolsa logra un crecimiento significativo en ese periodo, desplazando a la banca comercial –en ese momento propiedad del Estado mayoritariamente- y contribuyendo al manejo especulativo de las inversiones en la Bolsa Mexicana de Valores, hasta antes del crack bursátil de octubre de 1987.

Podemos, concluir entonces que el manejo de la política monetaria por parte del Banco de México, presento dos tipos, el primero que es de tipo expansivo que va de 1983 a 1987 y que corresponde al fuerte periodo de inestabilidad de inflación y tipo de cambio, que además se vio presionada por los fuertes requerimientos financieros del sector público, en un entorno internacional de astringencia crediticia. Por su parte, el segundo periodo que va 1987 a 1988, en donde se inicia realmente una restricción en la política monetaria, manifestada en un crecimiento negativo del crédito interno neto por parte del Banco de

México, lo cual evidentemente contribuyó de manera importante en la estabilidad en el tipo de cambio y la inflación que se presentaron durante 1988.

Por otra parte, la eficacia en la operación de la política monetaria se deriva también porque evidentemente el crecimiento de la liquidez se vio presionada endógenamente -tal como lo propone el pensamiento poskeynesiano-, en el sentido de que parte de la expansión monetaria estuvo derivada por las operaciones que realizaron las casas de bolsa mediante el proceso de captación de recursos e inversión en la bolsa de valores que presionó el multiplicador monetario, al operar como una banca paralela con fines especulativos, haciendo que los esfuerzos por reducir el aumento de la liquidez por parte del banco central se vieran limitados.

En cuanto a la endogeneidad de la oferta monetaria, Mántey menciona lo siguiente: “el comportamiento que han mostrado algunas variables monetarias en relación con el ingreso real y la inflación, durante el proceso de desregulación financiera, indica que en México la oferta monetaria es endógena [...] la desregulación financiera llevó a un rápido incremento del multiplicador monetario durante la segunda mitad de los años ochenta y los primeros de la década de los noventa, el cual no se vio asociado con aumentos en el nivel de precios” (Mántey, 2004a:109-110).

Uno de los principales objetivos de la política económica global del gobierno del presidente Salinas de Gortari, era el de reducir la espiral inflacionaria mostrada en los años anteriores y lograr la estabilización del tipo de cambio<sup>7</sup>. Esto podría lograrse primero a partir de un manejo restrictivo de la política monetaria, que mostrara una baja en el crédito interno del Banco de México, sin embargo, esto supuso un aumento en términos reales de la tasa de interés que bajo una mejor expectativa de crecimiento llevaría a mejorar la captación de la banca comercial y a la atracción de capitales externos que mucha falta hacían para mejorar

---

<sup>7</sup> “Para lograr tal prioridad [estabilizar los precios], se aplicaron los programas de ajuste que implicaron una política en la que la reducción en el gasto público, el control del circulante vía encarecimiento del crédito; la política salarial que consistía en casi congelar salarios, así como adoptar un tipo de cambio semifijo; despedir a miles de burócratas y privatizar la mayor parte de la empresas paraestatales “ (Wadgyamar, 2001:118)

los niveles de activos internacionales y de esta forma coadyuvar a la estabilidad del tipo de cambio.

La estrategia de política monetaria iniciada a partir de 1989 se centraría en lograr incrementar los activos internacionales vía tasas de interés reales positivas que permitieran una contracción de la base monetaria a fin de contribuir a la reducción de la inflación y la estabilidad el tipo de cambio. “El abatimiento de la inflación contribuyó crucialmente a la política cambiaria de mantener a lo largo del año un desliz de un peso diario, en promedio, del tipo de cambio controlado (equivalente a una depreciación de 16 por ciento al año). Asimismo, el esquema de concertación del PECE se conservó como un instrumento eficaz para la estabilización de los precios clave en la economía” (Banxico, 1989: 13).

Es importante destacar que durante el periodo de 1989-1994 el manejo del tipo de cambio como ancla nominal de precios jugaría el papel central en el abatimiento de los precios internos de la economía y el manejo de la política monetaria restrictiva sería complementaria para el cumplimiento de este objetivo ya que dicho manejo posibilitaba la existencia de tasas de interés reales positivas lo cual hacía competitivo al mercado financiero nacional en la atracción de capitales<sup>8</sup>.

Así el Banco de México en el informe anual citado, expresaba que... “El segundo factor que influyó en la evolución de la actividad financiera fue la política cambiaria. Como es sabido, con la reducción de las barreras al comercio exterior, la adopción de una fórmula de deslizamiento nulo o moderado del tipo de cambio se convirtió a partir de 1988 en un instrumento fundamental para reducir el crecimiento de los precios. *Sin embargo, dicha fórmula sólo podía resultar viable a condición de que un manejo congruente de los instrumentos de política financiera y presupuestal evitara una continua disminución de las reservas internacionales del Banco Central. En particular, el crédito primario del Banco Central no podía aumentar desmedidamente*” (Banxico, 1989: 19).

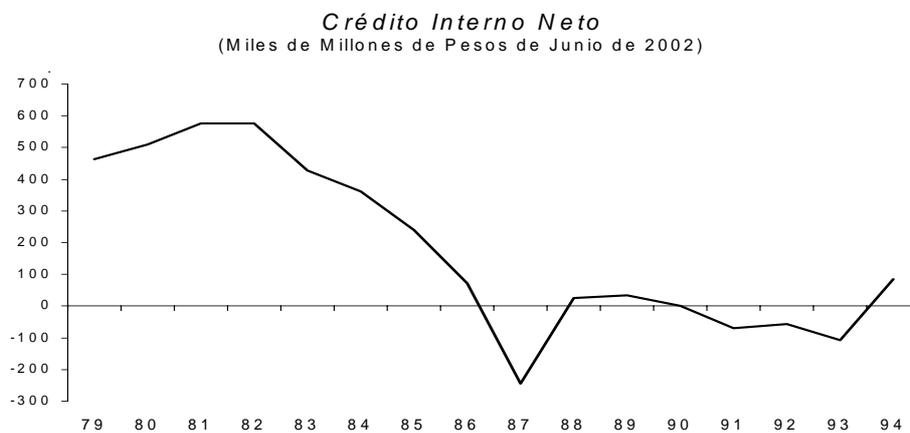
---

<sup>8</sup> “Las devaluaciones sucesivas del peso entre 1982 y 1987, y la contención de la demanda interna, no habían impedido que la economía entrara en un franco proceso de hiperinflación, del que sólo se pudo sustraer a través de un pacto social que congeló el tipo de cambio y otros precios clave [...] la elevación de las tasas de interés, por lo tanto contribuiría también a sostener el tipo de cambio acordado, y por esta vía permitiría mantener controlada la inflación” (López, Teresa, 2002:73).

Lo anterior nos refuerza que la política monetaria debería mantener su carácter restrictivo, es decir que el crédito interno del banco central mostraría una evolución negativa, lo cual muestra que el aumento de la base monetaria sería inferior al crecimiento de las reservas internacionales (ver gráfica de crédito interno) y se convertiría en un instrumento complementario en el abatimiento de precios, dado que la prefijación del tipo de cambio era el instrumento principal de anclaje de precios.

Sin embargo, los desajustes que se empiezan a presentar en 1994 derivados del crecimiento del déficit en cuenta corriente y los eventos políticos derivaron en aumento de la incertidumbre entre los agentes económicos lo cual provocó una mayor demanda de dólares y por consecuencia una reducción de las reservas internacionales que hizo que el crédito primario del banco central disminuyera a octubre de 1994 a un nivel de -0.5 miles de millones de pesos de junio de 2002, situación que provocó que al cierre de ese año la base monetaria fuera mayor respecto al nivel de reservas internacionales como resultado de la devaluación de diciembre de ese año.

Gráfica No. 1



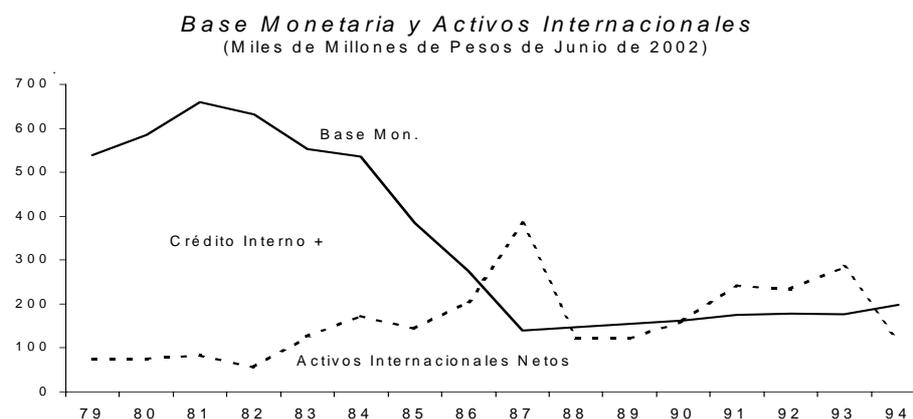
Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México.

Así de acuerdo a los datos presentados en la gráfica de base monetaria y activos internacionales, se puede observar que a partir de 1990 y hasta 1993 la política monetaria mantuvo un carácter restrictivo dado que el crecimiento de la base monetaria fue menor en relación al incremento que se producía en los activos internacionales.

Es importante señalar que pese a los efectos negativos que se registran en 1994, el manejo de la política monetaria fue consistente con la prefijación del tipo de cambio desde 1988 en que observamos en la gráfica de base monetaria e inflación como la evolución de la primera mantuvo una trayectoria descendente acorde con el menor crecimiento de precios lo cual coadyuvó a que pese al proceso deflacionario que se registra en el periodo de 1988-1994, el menor nivel de tasas de interés (ver gráfica de tasas e inflación) estas empezaron a ofrecer rendimientos reales positivos lo cual nos permite explicar el incremento de las entradas de capital que fomentaron el crecimiento de los activos internacionales a favor del mantenimiento de la política cambiaria adoptada a partir de 1989.

Podemos decir que dos factores fueron fundamentales en el proceso de desinflación y estabilidad del tipo de cambio a principio de la década de los noventa, el primero de ello fue el establecimiento de la flotación del tipo de cambio en base a dos bandas que daban lugar a que mientras que el tipo de cambio no rebasara la banda superior establecida por el Banco de México en base a un deslizamiento diario prefijado por esta institución en base a la inflación esperada el tipo de cambio permitía el anclaje de precios.

Gráfica No. 2



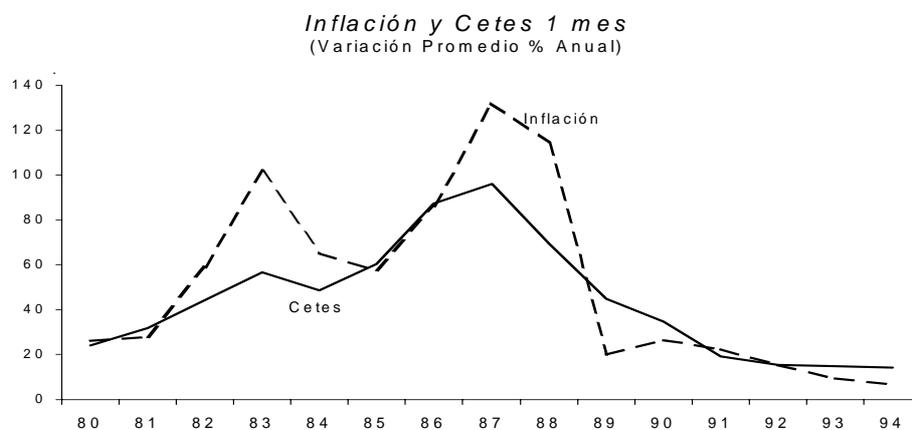
Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México.

Un segundo factor de apoyo a este proceso fue la contracción en el crecimiento de la base monetaria dando lugar a un manejo restrictivo de la política monetaria, que incidía directamente sobre el nivel de la tasa de interés real en la economía a la vez que favorecía

la entrada de capitales y con ello el incremento de activos internacionales necesarios para mantener la estabilidad del tipo de cambio.

Es importante destacar que en... “1994 se alcanzó la inflación más baja registrada en el país en los últimos 22 años. El crecimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), medido de diciembre de 1993 a diciembre de 1994, fue de 7.1 por ciento. La moderada inflación de 1994 fue posible gracias a la concurrencia de los siguientes factores: a) la consolidación de la apertura comercial de la economía, que ha propiciado el rompimiento de situaciones monopólicas y ha dado lugar a una mayor flexibilidad de la oferta de bienes y servicios; b) la reducción de los márgenes de comercialización de las mercancías importadas y, en consecuencia, en las producidas internamente; y c) *la aplicación de una política monetaria orientada a disminuir la inflación*”(Banxico, 1994: 3).

Gráfica No. 3



Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México.

Es claro, que el objetivo prioritario de la política monetaria fue el de reducir el crecimiento de precios en la economía de hecho la evolución del INPC lo demuestran durante el periodo de 1998-1994 a pesar de los eventos adversos que se registran en este último año, esto supone desde el punto de vista de Padoa Schioppa que el manejo de los objetivos del Banco de México fueron exclusivamente el de mantener un esquema restrictivo de la base monetaria en apoyo a la elevación de las tasas de interés, pero en detrimento del

crecimiento de la economía dado el alto nivel de la tasa real que provocaba en un entorno de desregulación financiera un mercado atractivo para el capital especulativo internacional, pero que era necesario para fortalecer los niveles de reservas internacionales.

Como se desprende de la gráfica de crédito interno neto del Banco de México, observamos como en efecto el manejo de una política monetaria restrictiva con fines antiinflacionarios que se implementó de manera clara desde 1990 se fortaleció con el carácter de autonomía que le es otorgada al instituto central en 1994, la cual perseguiría en el futuro el mantener el poder adquisitivo del peso, de esta forma podemos entender que pese a este objetivo el crecimiento del crédito interno en 1994, resulto ser positivo, como resultado de la reducción de las reservas internacionales y no de un cambio en la política monetaria implementada por el banco central.

De hecho, la política monetaria no varía desde finales de 1987, el carácter restrictivo de esta se manifestó en el alza de la tasa de interés real de Cetes a 28 días y por consecuencia presionó a la tasa de interés activa del mercado bancario, lo cual elevó el costo del crédito. Así, pese a los eventos adversos en la economía en 1994, ... “el mercado de cambios estuvo sujeto a múltiples perturbaciones, las cuales, en las etapas más álgidas, redundaron en pérdidas de reservas internacionales. Durante esos episodios, el Instituto Central se vio obligado a reponer la liquidez que se perdía en el mercado de dinero, para lo cual amplió su crédito interno neto... De ahí que la causalidad y la secuencia de los acontecimientos sea clara: fue el abatimiento de las reservas lo que produjo el incremento en el crédito interno neto del Banco Central, y no al revés” (Banxico, 1994: 9).

Sin embargo, como lo afirma el propio banco central en... “resumen, durante 1994 la política monetaria estuvo en muy buena medida condicionada por el comportamiento del mercado cambiario. Este comportamiento exigió del Banco Central la aplicación de una política crediticia astringente. Dicha política se implantó fundamentalmente mediante el establecimiento de términos más onerosos para la atención de la demanda de base monetaria” (Banxico, 1994: 10).

De esta forma podemos concluir que el manejo de la política monetaria restrictiva jugó un papel importante en el abatimiento de la inflación desde 1989 y contribuyó al crecimiento de las reservas internacionales que vía tasas de interés reales competitivas fomentaron el acceso de capitales y facilitaron la estrategia de política cambiaria en las bandas de flotación<sup>9</sup>. Sin embargo, la salida de capitales que se presenta en 1994 como resultado de los problemas políticos y el fuerte aumento del déficit externo en cuenta corriente determinaron el abandono de dicha estrategia cambiaria a finales de diciembre de ese año, con cual se fortalecería el manejo de la política monetaria como el elemento fundamental de ataque inflacionario en los años posteriores a 1994 y la flotación libre del tipo de cambio vendría a apoyar esta acción del banco central apoyado en la autonomía que este asume en abril del mismo año.

Sin embargo, el carácter restrictivo de la política monetaria presionó el alza de la tasa real activa de crédito bancario, lo cual condujo al mismo tiempo a que se convirtiera en una limitante importante en el crecimiento sostenido de la economía y a una crisis financiera y de pagos nunca antes vista en nuestro país, fomentada también por el propio proceso de apertura económica y desregulación del sistema financiero como acertadamente lo afirma la Dra. Alicia Girón: “La volatilidad financiera, el entorno recesivo, *la política monetaria restrictiva (cuyo principal instrumento es la reducción del crédito interno)*, el repunte inflacionario, la falta de liquidez, *el incremento de los márgenes de intermediación*, el sobreendeudamiento de empresas y particulares con la banca comercial y la deuda externa de ésta, son los factores que explican la grave crisis bancaria que se precipitó después de la devaluación de diciembre de 1994.

Si bien la política monetaria contribuyó a la reducción de la inflación en el periodo de 1989 a 1994, fue gestando también fuertes limitaciones a un crecimiento sostenido de largo plazo que terminó por desencadenar la devaluación del peso en diciembre de 1994, debido a que

---

<sup>9</sup> “[...] a partir de 1988 se hace evidente el papel central que cumpliría la política monetaria restrictiva en la instrumentación de la política económica antiinflacionario. En efecto, entre 1989-1994, con el amplio margen de maniobra que se logró con el ajuste fiscal, la renegociación de la deuda externa y la entrada masiva de flujos externos de inversión en cartera, en el contexto de una política monetaria de esterilización tendientes a mantener estable el peso y la inflación, la economía mexicana pasaba en una década de la escasez-a la abundancia de divisas” (López, Teresa, 2003:168).

el impacto de ésta sobre las tasas de interés estimulaba el ingreso de capital externo especulativo de corto plazo<sup>10</sup> que sólo respondía a las expectativas de rentabilidad ante la propia globalización de la economía, que se reflejó en una salida abrupta de dólares ante el deterioro de las expectativas que se presentaron en ese año.

### ***3.- Evolución de la Banca Comercial***

Es claro que durante el periodo de análisis que se presenta como antecedentes, la banca comercial en México atraviesa por cambios profundos como resultado del papel que tuvo previo a la crisis financiera que se presenta en 1982, dado que esta aprovecha la etapa de bonanza de los altos precios del petróleo durante el periodo de 1977 hasta el verano de 1981, en que los mismos disminuyen de manera importante y sitúan a la economía en un problema de fuerte de insolvencia para hacer frente a sus compromisos de pago del servicio de la deuda externa.

El aprovechamiento de dicha bonanza por parte de la banca comercial fue la de captar los recursos en moneda extranjera derivados de las exportaciones petroleras para posteriormente colocarlos en los principales mercados internacionales, con lo cual se impidió un proceso de acumulación de recursos externos que le hubieran permitido a la economía enfrentar con mayor margen de maniobra la crisis financiera que se registra en 1982 y que origina la fuerte devaluación del peso frente al dólar.

A partir de 1989, se inicia un cambio profundo en la estructura institucional de la banca comercial que tiene importantes efectos sobre el proceso de intermediación de recursos y en consecuencia en el proceso de financiamiento a la inversión productiva y de la captación, así como en los aspectos de una mayor competencia esperada por el proceso de

---

<sup>10</sup> “[...] los flujos de capitales internacionales de corto plazo, [...], no dependen de los indicadores de rentabilidad de la inversión productiva sino de la rentabilidad y solvencia de los intermediarios financieros, así como del grado de incertidumbre que sobre la economía se tenga. En otras palabras, los movimientos de colocación de la inversión financiera en cartera, que afectan al tipo de cambio y a las tasas de interés, dependen de las expectativas del oferente y no de las necesidades de financiamiento productivo del país receptor [...] por su alta volatilidad, estos flujos obstaculizan el fondeo de la inversión productiva y generan inestabilidad financiera” (López, Teresa, 2003:169).

reprivatización que se inicia en 1990, en el marco de la aplicación del modelo neoliberal, con base en la apertura y la desregulación tanto económica como financiera, que implicó también la reducción del papel del Estado en la economía mexicana.

Así la desincorporación de la banca comercial por parte del Estado y la apertura al capital extranjero hasta por un máximo del 30% en el capital social de este sector marca un cambio significativo en lo que sería la evolución de la banca en México, se inicia así la aplicación del marco conceptual de los teóricos de la represión financiera en el sentido de que se elimina el encaje legal y se deja que la tasa de interés fluctúe libremente en el mercado con el fin de lograr una mayor competitividad y eficiencia en el sistema financiero mexicano.

Se buscaba también que la propiedad mayoritaria quedara en manos de mexicanos a fin de que con la mayor apertura del sector financiero se lograra el desarrollo eficiente del sector bancario a partir de la creación de nuevos instrumentos tanto de crédito como de financiamiento, teniendo presente que el financiamiento bancario al sector productivo se otorgara a un menor costo y promoviera el crecimiento real de la economía.

En este sentido abordaremos en el presente apartado, los cambios institucionales a que dieron lugar, el comportamiento que había tenido la banca comercial, así como los efectos a que dio lugar la nacionalización de la misma, sobre su actividad en términos de la captación, financiamiento a la inversión productiva y el margen financiero.

### **3.1.- Cambios institucionales de la banca comercial**

El sector financiero mexicano presenta diversas modificaciones, en cuanto al sistema bancario cabe señalar los siguientes cambios: en 1970, mediante la fusión de capitales, se presenta una formación de poderosos grupos bancarios, en 1974 la reforma del marco jurídico hace posible el surgimiento de la banca múltiple, es decir, se permite que un solo banco realice las operaciones de ahorro, crédito y venta de divisas. Para 1978 se aprueba la ley bancaria, cuya reglamentación fortalece a los grandes grupos financieros, que comienzan a desplazar a los pequeños bancos.

“En los años setenta fue la deuda externa, nuevas condiciones de contratación en vencimiento, tasas de interés, preeminencia de nuevos acreedores, la puerta que condujo a los países de la región, uno a uno a profundas transformaciones en los sistemas financieros domésticos, al rompimiento de relaciones más o menos estables de financiamiento entre las empresas locales y los bancos y al descrédito y quebranto de la moneda local, del crédito y de las relaciones financieras e instituciones vinculadas a esta” (Correa, 2003:2).

Las concesiones otorgadas a los dueños de la banca, fomentaron una concentración del sistema bancario, a tal grado que solo 4 grandes bancos mantenían una participación de 75% en los activos bancarios. A este hecho hay que agregar que los bancos empezaron a comprar acciones de las empresas rentables, lo que permitió la concentración del capital financiero y empresarial en pocas manos.

“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 [...] La banca de desarrollo asumía los costos y riesgos derivados de la obtención del financiamiento en moneda extranjera necesario en el proceso de formación de capital” (Correa, 2002:71).

“La crisis se desencadenó en 1982 cuando los recursos en los mercados financieros externos escasearon en virtud de la elevación de las tasas de interés de la Reserva Federal, además nuestro principal mercado externo, Estados Unidos, se contrajo y, de conjunto todo ello detuvo el refinanciamiento del servicio de la de la deuda, imprescindible desde años atrás” (Correa, 2004:146).

Ante este escenario el primero de septiembre de 1982 el presidente López Portillo en su VI informe de Gobierno, da 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; el control de cambios busca frenar la fuga de divisas.

La nacionalización de la banca fomento, la fusión de instituciones bancarias que provocó una disminución del número de bancos, por tanto la concentración del sistema bancario que se venía forjando desde la década de los setenta se ve fortalecida. Prueba de esta concentración 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. Así, el número de bancos disminuyó de 59 a 18 instituciones de cobertura nacional y regional para 1986 los tres bancos más grandes de cobertura nacional, Banamex, Bancomer y Serfin, concentraban 62.7% del total de activos bancarios” (Hernández, 1998).

El rompimiento del sistema monetario internacional Bretton Woods (1973), aumentó de manera drástica la liquidez internacional generándose la liberalización y globalización del sistema financiero. El incremento de la especulación en el mercado internacional, provocó que los tipos de cambio se volvieran flexibles y las tasas de interés dejaron de ser determinadas únicamente por las expectativas internas de cada país<sup>11</sup>.

La liberalización económica y la consecuente internacionalización de los mercados de capitales, obliga a las economías a trabajar con estabilidad monetaria y cambiaria para generar las condiciones de confianza y rentabilidad al capital financiero que opera en los mercados. Por tanto, la globalización financiera ha modificado las características de los activos financieros, así como el monto y la variabilidad de la tasa de interés.

“El sistema monetario internacional reformado en conjunción con la tendencia mundial hacia la desregulación de los servicios financieros, el desarrollo de nuevos productos en este campo, y los avances tecnológicos en informática y telecomunicaciones han

---

<sup>11</sup> “La segunda etapa [de la desregulación de los servicios financieros] abarcó de 1989 a 1993. En ella se redujo drásticamente la participación directa del gobierno en los servicios financieros: se reprivatizó la banca expropiada al inicio de la crisis, se favoreció la reconfiguración de grupos financieros privados bajo el modelo de Banca Universal, proceso que se había truncado con la nacionalización de los bancos; y se permitió una moderada apertura a la inversión extranjera en las instituciones de crédito” (Mántey, 2004a:109).

constituido un ambiente favorable a la inversión especulativa en detrimento de la inversión productiva” (Mántey y Levy, 1998:9), es decir, la desregulación financiera, no ha sido proporcional al crecimiento de la economía real, por tanto todos los activos financieros que se están creando ante la imposibilidad de lograr una valorización de largo plazo, se mueven de un lugar a otra en busca de una valorización a corto plazo.

En México, el rompimiento del orden monetario mundial, “generó una creciente inestabilidad financiera expresada en: a) incrementos en el volumen de la tasa de interés y su variabilidad, b) modificación de la estructura del tipo de cambio de fijo a variable, y c) una mayor actividad bursátil dominada por activos financieros de corta duración y desligados del financiamiento de la inversión” (Levy,1998:204) y d)un aumento del riesgo cambiario, que generó desintermediación financiera y fuga de capitales

“Desde finales de los años ochenta, en México se llevaron a cabo diversas reformas al sistema financiero siguiendo los principios generales de desregulación, liberalización y privatización que orientaban el conjunto de la reforma económica del país. El objetivo general de la reforma era que dicho sistema pudiera contribuir efectivamente en la consolidación de un nuevo modelo económico, promoviendo la formación de ahorro financiero y su aplicación a la inversión en condiciones de competitividad internacional” (Manrique, 2002:89-90).

En 1988 ante la situación de inflación y bajo crecimiento económico, se iniciaron una serie de medidas que incluían: un ajuste económico y una reestructuración de la deuda externa en el esquema del Plan Brady<sup>12</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).

---

<sup>12</sup> “[...] en 1987, aparece el Plan Brady que antepuso como requisito indispensable la aplicación de un riguroso programa de ajuste que: 1. Elimine el déficit presupuestas; 2.Privaticice las empresas estatales; 3.Otorgue mayores incentivos a la inversión nacional y extranjera; 4.Liberalice el comercio exterior; y 5. Liberalice los sistemas financieros” (Maya, 2004:227)

La reprivatización de la banca tenía como objetivos:

- ✓ *Reducir los márgenes financieros o de intermediación (hacer más competitivos los márgenes de intermediación).*
- ✓ Promover la competencia de las instituciones bancarias, para que la alta concentración de los activos bancarios, se fuera gradualmente reduciendo<sup>13</sup>.

Las modalidades de la reforma financiera que impactaron el funcionamiento de la banca comercial, se caracterizan por:

- ✓ Condiciones para la formación de las tasas de interés: se liberalizaron las tasas de interés y comisiones por servicios financieros.
- ✓ Cambios regulatorios y legales, que permitieron la creación y transformación de las instituciones: eliminación gradual del mecanismo de encaje legal.
- ✓ Promover la apertura del sistema financiero nacional a la competencia externa: se permitió que los capitales extranjeros tuvieran una participación accionaria de hasta un 30% en la banca.
- ✓ Autonomía del banco central (1994)
- ✓ Una redefinición de las funciones de la banca comercial, que toman en cuenta los cambios en el ámbito financiero mundial.

Para promover la competencia en las instituciones bancarias, era necesario realizar cambios en la regulación del sector bancario que estipularan los requisitos para entrar al mercado; siendo principalmente los mínimos de capital, las condiciones de participación de las

---

<sup>13</sup> Mediante este objetivo, se buscaba que la participación de Banamex, Bancomer y Serfin, que en conjunto era de 63% en 1986, se viera disminuida ante la entrada de nuevos competidores.

instituciones extranjeras y la política de autoridades reguladoras para autorizar nuevas instituciones bancarias. Estos requisitos se reflejaron en la ley de instituciones de Crédito de 1990, es decir, se establece un mínimo de capital, y se considera la participación del capital extranjero como socio minoritario de los bancos nacionales, estipulándose una participación extranjera máxima de 30% en la propiedad del capital social de las instituciones de banca múltiple.

Varios bancos fueron comprados por grupos financieros que están organizados desde casas de bolsa<sup>14</sup>, como son: Grupo Bursátil Mexicano, Invermérico, Inverlat<sup>15</sup>.

Una vez que se inició la reprivatización de los bancos, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, permitió la entrada de un gran número de nuevos bancos: “Entre 1992 y 1994 se autorizaron 14 nuevas instituciones bancarias nacionales y a finales de 1996 se alcanzó un total de 52 instituciones de banca múltiple, de las cuales 18 fueron filiales extranjeras” (Hernández, 1998). Con la entrada de nuevos bancos, la participación de los tres bancos más grandes (Banamex, Bancomer y Serfin) en los activos bancarios, pasó de 63.6% en 1992 a 54.7% en 1994.

En la década de los noventa se constituyeron 4 grupos bancarios: 1) bancos privatizados entre 1991 y 1992, 2) el grupo de bancos domésticos formados después de 1992, 3) el grupo constituido por los bancos filiales de instituciones extranjeras formadas a partir de 1995, y 4) fusiones y compras de bancos a partir de 1998.

Si bien uno de los objetivos de la reprivatización de la banca fue incrementar la competitividad de las instituciones bancarias, es evidente que esto no se ha logrado, ya que al ser comparada su participación con la prevaleciente en 1986, se observa que estos mismos bancos (Banamex, Bancomer y Serfin) concentraban 62.7% del total de activos

---

<sup>14</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 tiene 28.12, mientras que las casas de bolsa 1.16%. Cuatro años después las cifras son 25 y 4.6% respectivamente” (Vidal, 2002:26).

<sup>15</sup> El cambio en la propiedad de los bancos se sucedió en unos cuantos meses, trasladando la administración del balance de los bancos a diversos grupos empresariales, con distintos intereses y ritmos de expansión” (Correa, 2004:151).

bancarios, en 1992 su participación fue de 63.6%, y aun en 1994 ante la entrada de nuevos bancos, su participación fue de 54.7%. Ante estos resultados se concluye que la reprivatización de la banca no logró incrementar su competitividad, e incluso a raíz de la crisis se ha dado un proceso de concentración bancaria, que se refleja en el aumento de la participación de Banamex, Bancomer y Santander Serfin, en el total de activos bancarios.

En cuanto a los márgenes de intermediación, cabe señalar que la nueva arquitectura financiera, ha propiciado una instrumentación de la política monetaria tendiente a mantener tasas de interés atractivas, para atraer los recursos del exterior, creándose un piso de tasas de interés pasivas elevadas, que conllevan a tasas de interés activas elevadas, que impiden un descenso en el margen financiero de los bancos. Además ante su estrategia de maximización de los bancos comerciales, cualquier reducción en la tasa de interés, que propicie disminuciones en la tasa activa,<sup>16</sup> se ve compensada por aumentos en la utilidad por valorización y en la intermediación “trading” (lo que ganan por compra y venta de títulos) y por aumentos en comisiones.

### **3.2.- Captación**

El ambiente de incertidumbre económico que se inicia en México a partir de 1982, como resultado de la devaluación del tipo de cambio y el aumento del nivel de precios doméstico afectó de manera significativa el comportamiento de la captación de la banca comercial. Fue claro, que el ambiente de inflación creciente deteriora el nivel real de la tasa de interés pasiva que pagaba la banca nacionalizada, lo cual afectaba negativamente el crecimiento de la captación.

Sin embargo, después de 1984 la captación bancaria cayó de manera significativa alcanzando en 1988 una tasa real negativa de más del 20%, lo anterior obedeció principalmente a la devaluación del tipo de cambio en 1985 y al carácter de la tasa de

---

<sup>16</sup> La tasa activa es aquella que cobran los bancos por el crédito que otorgan, esta tasa es más flexible ante las variaciones en la tasa de interés. La tasa pasiva es la que los bancos pagan por los depósitos que realiza el público entre los diversos instrumentos de captación, debido a que estas tasas son muy bajas e incluso negativas, son menos flexibles ante los cambios en la tasa de interés.

interés real negativa que ofrecía la banca comercial, en todo el periodo, esto pese a que las autoridades monetarias planteaban que "...la política de tasas de interés se enfrentaba a dos límites por debajo de los cuales las tasas de interés pasivas no pueden reducirse sin provocar que el ahorro financiero disminuya. Por una parte, una vez descontada la inflación, las tasas deben reeditar intereses reales positivos al ahorrador. Por otra, y particularmente dada la localización geográfica de México, la política de tasas de interés no puede ignorar la vinculación del sistema financiero nacional con los mercados internacionales de capital, aún en la presencia de cualquier régimen de control de cambios; por ello, debe procurar que los rendimientos de los instrumentos financieros denominados en moneda nacional sean competitivos con los ofrecidos en el exterior" (Banxico, 1984: 20).

Por todo lo anterior se puede concluir que de 1983 a 1987 "las crecientes devaluaciones generaron mayor inflación, por los mayores costos de los insumos y bienes internacionales. Y para evitar la salida de capitales y recolectar ahorro interno se aumentaron las tasas de interés, que encarecieron los créditos e incrementaron los rendimientos de los instrumentos del mercado bursátil. Esto indujo a los agentes privados a dirigir su ingreso excedente al sector financiero, que descapitalizó al sector productivo y generó especulación" (Levy, 2001:209).

De lo anterior podemos derivar, desde el punto de vista poskeynesiano que la banca comercial en este periodo se encontraba limitada para fomentar el proceso de financiamiento en la economía debido a que el proceso de captación de recursos para canalizarlos al financiamiento del sector productivo se encontraba limitado por la incertidumbre que generaba la espiral inflacionaria y de tipo de cambio que reducía las decisiones de nuevas inversiones debido a las expectativas de baja rentabilidad en la economía derivadas de la reducción de la demanda interna.

Los planteamientos teóricos de la corriente de pensamiento sobre la represión financiera en economías emergentes tomaron fuerza durante el periodo de 1989 a 1994, de hecho las acciones como la desregulación de la economía, la apertura financiera (se permite la

participación de hasta un 30% de la inversión extranjera en la banca comercial y se decide su desincorporación), se elimina el control de las tasas de interés para que sea el mercado el que determine su nivel, y se elimina el encaje legal a fin de dar mayor competitividad al sector bancario. Asimismo, se busca que el nivel de las tasas de interés en mercado interno ofrezca rendimientos reales positivos que faciliten el incremento en la captación de recursos tanto nacionales como extranjeros a fin de aumentar los activos internacionales en la economía.

De acuerdo al discurso oficial, se observa como se retoman los conceptos teóricos derivados de los teóricos de la represión financiera, siendo esto consistente con la aplicación del Modelo Neoliberal, así en el informe anual de Banco de México para 1990 se dice que... “El principal logro en 1990 fue, sin duda, la notable mejoría de las expectativas del público sobre la evolución de la economía mexicana en el mediano y largo plazos. Esta mejoría fue un factor determinante del comportamiento de las principales variables económicas y financieras. El clima de confianza propició considerables entradas de capital privado, una importante acumulación de reservas internacionales, *disminuciones pronunciadas de las tasas de interés internas, tanto reales como nominales, alto crecimiento de la intermediación financiera*, aumento significativo de la inversión total y un ritmo relativamente elevado del crecimiento de la actividad económica” (Banxico, 1990: 3).

“La estabilidad de precios y el aumento continuo de la inversión siguen siendo objetivos prioritarios de la política económica (...) Para lograr estos objetivos ha tenido que actuar en diversos frentes, entre los que cabe destacar los siguientes: *la redefinición de la participación del Estado en la economía; un papel más significativo de los mercados en la asignación de los recursos económicos; la apertura de la economía a la competencia exterior* y la concertación social” (Banxico, 1990: 1).

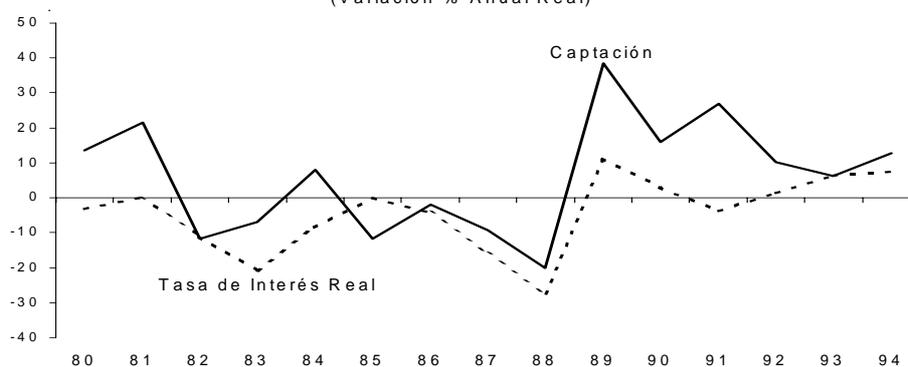
Podemos observar como en efecto el cambio en la política económica esta influido de manera importante por los teóricos de la represión financiera, ya que se hace énfasis en que sea el mercado, el que determine la asignación de los recursos económicos, lo cual

implícitamente se entiende que será el mercado el que determine los precios en la economía y en consecuencia sea la inversión privada la determinante en el proceso de inversión y crecimiento económico.

Así, pese al descenso en las tasas de interés nominales durante el periodo de 1989 a 1994 (ver gráfica de captación y tasa real de interés), la captación en términos reales observa un cambio significativo al pasar de un nivel negativo de casi -30% en términos reales en 1988 a un nivel de casi 11.1% real positivo en 1989 para el caso de los depósitos a plazo en la banca comercial, de esta forma la tasa promedio anual real para el periodo 1989-1994 de este tipo de depósitos se ubico en 4.3% en términos reales cifra muy superior a la registrada en el periodo 1983-1988, en que fue de -12.8% en términos reales.

Gráfica No. 4

*Captación de la Banca Comercial y Tasa de Interés Real para Depósitos*  
(Variación % Anual Real)



Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México.

Es evidente que el cambio en el rendimiento real de los instrumentos de captación de la banca comercial influyeron de manera determinante en el crecimiento de la captación de la banca comercial que tan sólo en 1989 creció en más del 35.0% real y mantuvo una tasa de crecimiento promedio anual en el periodo de 1989-1994 de 18.4% en términos reales la más alta después del periodo anterior de 1983-1988 en que fue de -7.0% real promedio anual.

Resulta ampliamente contrastante tanto el cambio en los niveles de las tasas de interés en términos reales en el mercado bancario, como también el cambio en la evolución de la captación del sector bancario en nuestro país<sup>17</sup>. Factores como el cambio en las expectativas de los agentes económicos en donde podemos destacar el proceso de reducción en el crecimiento de los precios internos de la economía, la estabilidad del tipo de cambio, la privatización de la banca comercial, la reducción del déficit fiscal del Estado y su disminución en cuanto a su participación en la economía, son factores que explican de manera significativa el cambio de las expectativas de mayor certidumbre en la economía por parte de los agentes económicos, lo cual se reflejó en el aumento sostenido de la captación bancaria. “El descenso en la tasa inflacionaria y la expectativa de un tipo de cambio estable facilitó esta expansión de los activos bancarios” (Correa, 2004:156).

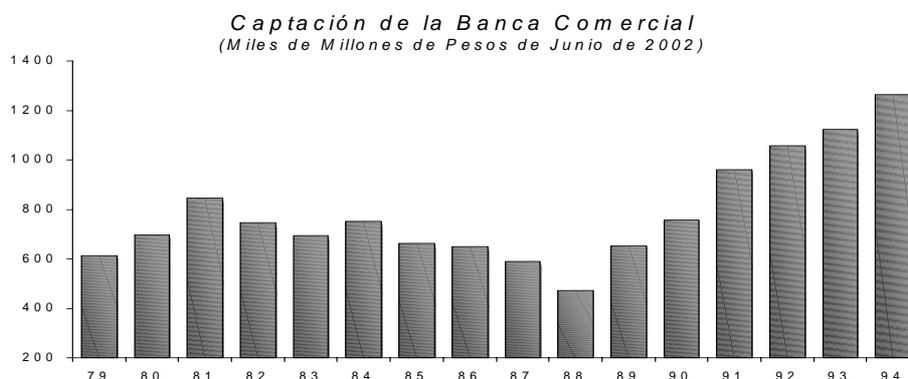
De esta forma tenemos que la evolución de captación bancaria de los bancos residentes en nuestro país durante el periodo de 1989-1994, medida en pesos de junio de 2002 (ver gráfica de captación de la banca comercial) pasó de un nivel de 6,500 millones de pesos en 1989 a un máximo de 12,600 millones de pesos al cierre de 1994, es decir que en tan sólo seis años el saldo de la captación real de la banca comercial en nuestro país casi se duplicó.

“Por supuesto que el tipo de captación que predomina en el sistema bancario es de corto plazo, aunque a partir de 1989 se percibe que los instrumentos de largo plazo van ganando participación en el total. En este sentido vale señalar que a partir de 1993 los instrumentos de largo plazo captados por el sistema bancario representan más de la mitad del total de ese plazo en el sistema financiero, en tanto que desde 1984 y hasta 1992 en promedio sólo significaban una tercera parte” (Gómez y Patlán, 2003:322). Pese a ello en la captación bancaria los instrumentos de corto plazo registran, durante el periodo de análisis, la siguiente participación: 81.84% (1989); 78.57% (1990), 70.61% (1991); 61.25% (1992); 60.05% (1993) y 58.80% (1994), ubicándose la participación promedio de los instrumentos bancarios de corto plazo en 68.52%.

---

<sup>17</sup> En cuanto a los cambios de la captación del sector bancario, cabe señalar que se registra un “crecimiento de la captación bancaria mediante instrumentos de largo plazo, cuya participación en el producto creció de 1.46 a 5.44 por ciento entre 1990 y 1994” (Gómez y Patlán, 2003:319)

Gráfica No. 5



Fuente: Elaborada con base a datos del Banxico.

Lo anterior muestra al menos parcialmente que los efectos de las acciones derivadas de los aspectos conceptuales de la represión financiera dieron resultados positivos en el periodo de 1989 a 1994, sin embargo, el carácter de corto plazo de la captación tendría efectos negativos sobre su nivel sobre todo al inicio de 1995, es importante destacar también que la evolución de la captación de la banca comercial logra una recuperación significativa en este periodo lo cual se reflejaría también en la actividad crediticia de la banca comercial en apoyo al sector productivo de la economía, que se abordara en el siguiente apartado del presente capítulo.

### 3.3.- Financiamiento a la inversión productiva

Considerando a la corriente de pensamiento poskeynesiana que establece que uno de los motores del crecimiento económico es el derivado por la actividad de financiamiento a la inversión por parte de la banca comercial en la economía a fin de mantener un proceso positivo en el aumento del empleo, ingreso, ahorro, para de esta forma conformar un círculo virtuoso que permita un crecimiento sostenido de largo plazo en la economía.

Estos aspectos conceptuales, parecen haberse presentado durante el periodo de 1983 a 1988 en la economía mexicana, debido principalmente a que el comportamiento del crédito otorgado por la banca comercial tanto al sector privado como público no financiero cae

durante 1982 y 1983, como resultado de las secuelas de la devaluación de 1982 y la nacionalización de la banca comercial.

En términos generales, “los años ochenta fueron momentos de contracción monetaria y crediticia impulsada por la propia política económica con el objetivo explícito de contener las presiones inflacionarias y con el objetivo implícito de frenar la fuga de capitales y de recuperar en alguna medida la mermada capacidad de continuar sirviendo la deuda pública externa” (Correa, 2004:147).

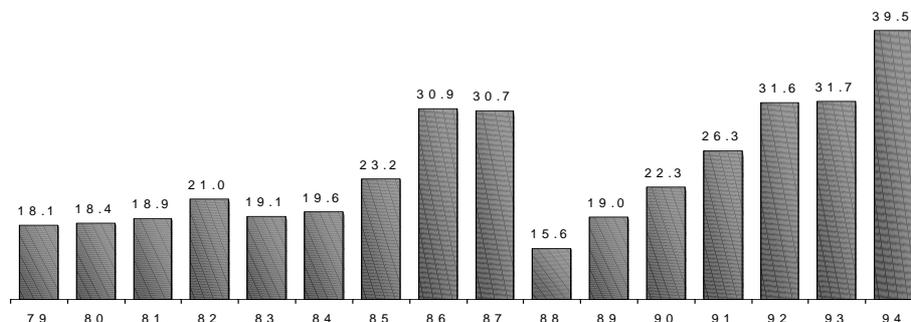
El crédito que otorgo la banca comercial estatizada durante este periodo se destinó al financiamiento del Estado dejando de lado al sector privado de la economía, a la vez que complementaba el financiamiento que mediante el crédito interno llevaba a cabo el Banco de México, pude decirse entonces que durante este periodo la actividad e la banca comercial como mecanismo de financiamiento al sector productivo del país se redujo de manera importante, teniendo con ello poco impacto sobre el crecimiento económico durante ese periodo.

De hecho, considerando la participación del crédito respecto al PIB (ver gráfica crédito a PIB), se observa como pese a que durante los años de 1986 a 1987 el crédito llegó a su máximo nivel alcanzando poco más del 30.0% respecto al PIB, coincide plenamente con los niveles más altos del déficit financiero del sector público en esa época, confirmando que en buena medida que el régimen de banca pública le permitió al gobierno federal poder financiar sus requerimientos financieros con lo que se reducía la disponibilidad de recursos para el financiamiento del sector productivo de la economía.

Sin embargo, las acciones de restricción del gasto y la desincorporación de empresas públicas que se inicia con mayor ritmo en 1988, contribuyó a la reducción del déficit financiero público a la vez que le permitió contar con recursos adicionales para financiar el mismo, lo cual explica en buena medida por que la participación del crédito de la banca comercial se reduce de manera significativa durante ese mismo año.

### Gráfica No. 6

*Crédito Bancario a PIB ó Profundidad Financiera*  
(% Anual)



Fuente: Elaborada con base a datos del INEGI y Banco de México.

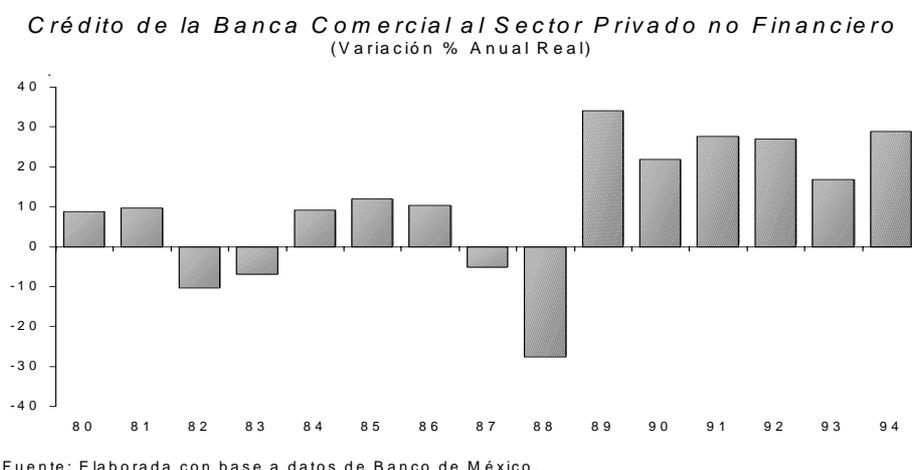
Uno de los cambios relevantes que se registran en el sector bancario durante el periodo de 1989-1994, es el referido a la actividad de financiamiento al sector privado no financiero de la economía, así mientras que durante el periodo de 1983-1988 el financiamiento de la banca comercial mostró una tasa negativa promedio anual real de  $-1.4\%$ , para el periodo 1989-1994 el financiamiento creció de manera positiva en términos reales a un nivel promedio anual de  $26.0\%$ , una tasa sin precedente ya que su crecimiento se mantuvo a todo lo largo del periodo, lo cual contribuyó de manera significativa a dinamizar la demanda interna de la economía y por consecuencia al nivel del PIB.

Después de un periodo de represión crediticia al sector privado en el periodo previo la banca comercial ya en manos del sector privado, dinamizó de manera importante su aportación al financiamiento al crecimiento de la economía. El ambiente de certidumbre económica producido por la reducción de la inflación y la estabilidad del tipo de cambio fueron factores que explican de manera importante el fuerte crecimiento del crédito de la banca comercial en la economía.

El financiamiento a la inversión productiva registra un aumento que se ve reflejado en los siguientes datos: “entre 1982 y 1990 el saldo del crédito del sistema bancario que financiaba formación de capital fijo, se ubicó alrededor de  $4.5$  por ciento del PIB,

empezando a crecer ostensiblemente a partir de 1991 para alcanzar su máximo en 1994 cuando fue de 13.15 por ciento del PIB [...] a medida que la profundización de la banca fue aumentando, tanto en instrumentos de corto plazo como de largo plazo,. El financiamiento ala inversión fue creciendo, todo como proporción del producto. Esto es, durante el periodo 1991-1994, la función transformadora de plazos que tienen las instituciones bancarios se vio incrementada en lo concerniente a la canalización de fondos para la formación de capital” (Gómez y Patlán, 2003:318-320).

Gráfica No. 7



Medido el crédito bancario como proporción del PIB pasó de un nivel de 15.6% durante 1988 a un máximo de 39.5% en 1994, el más alto registrado desde que se inicio la crisis de deuda externa en México en 1982. Lo anterior indica en buena medida que parte importante del crecimiento de la economía en el periodo de 1989-1994, se explica por el crecimiento del crédito bancario en nuestro país dada la fuerte importancia que este tiene en relación al valor anual del PIB ya que casi representó la mitad de éste al final del periodo.

Al respecto señalan algunos investigadores del Banco de México como Gastón Gelos (1998) y A. Werner (1998) que en 1988... “se inicio un marcado proceso de liberación financiera, que incluyó la liberación de las tasas de interés, la eliminación de cuotas crediticias y préstamos forzados y la abolición de reservas obligatorias. Este proceso se había completado en su mayor parte en 1990, aunque es en 1992 cuando se cierra el mismo

con la privatización de la banca. Junto con la reducción del déficit fiscal (...), el gobierno comenzó a financiarse principalmente a través de la emisión de CETES a tasas de mercado. Estas reformas se tradujeron en un importante “crowding in” del sector privado. El ahorro captado por el sector bancario se incrementó fuertemente, y el crédito al sector privado creció de manera significativa” ( Gelos y Werner, 1998: 9).

Todas estas medidas que redundaron en un crecimiento del crédito al sector privado se enmarcaban en el análisis teórico... “por Mckinnon (1993) y Shaw (1973). Recientemente, el impacto del desarrollo de los mercados de capitales sobre el crecimiento de la productividad ha sido incorporado a las nuevas teorías del crecimiento económico y su importancia ha sido confirmada en varios trabajos empíricos.

En el marco original de Mckinnon, la fragmentación de los mercados financieros conduce a una asignación subóptima del capital, lo que impacta de manera negativa el crecimiento económico. Estos problemas son exacerbados por la llamada “represión financiera”, un fenómeno muy común en países en vías de desarrollo y descrito por McKinnon (1993) y Shaw (1973)” (Gelos y Werner, 1998: 10).

Podemos afirmar, que en buena medida el aumento del crédito por parte del sector bancario al sector privado no financiero de la economía se explica por las acciones de desregulación del mercado financiero mexicano. Sin embargo, un riesgo implícito se presentaba que era el de mantener la estabilidad tanto de precios como del tipo de cambio ya que... “es pertinente reconocer que los contratos de préstamo que ofrecen los bancos tienen una menor flexibilidad en tasas de interés y una mayor duración que los contratos de depósito. Por lo anterior, si ocurre un incremento no esperado en tasas de interés la salud financiera de los bancos se debilita; debido a que, en el corto plazo, el costo de fondeo se ve afectado con mayor rapidez que el ingreso derivado de los préstamos otorgados” (Murillo, 1995: 5).

Podemos suponer entonces, que pese al incremento del crédito otorgado por la banca comercial durante el periodo de 1989-1994, el sector bancario requería el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica a fin de mantener la revolvencia de la cartera crediticia

otorgada, además de evitar aumentos inesperados en las tasas de interés que pudieran afectar la recuperación de los créditos en el largo plazo y de esta forma afectar el funcionamiento del sector bancario y de esta manera dar lugar a lo que establece el precepto teórico poskeynesiano a fin de mantener el proceso de inversión y ahorro en la economía sin afectar el funcionamiento del sistema bancario. Sin embargo, los efectos económicos y políticos adversos que se registraron en 1994 y que dieron lugar a la devaluación del peso el 22 de diciembre de ese mismo año afectaron muy seriamente la salud financiera del sector bancario, manifestándose en una crisis de deudores que dio lugar al llamado rescate bancario en 1995, situación que analizaremos con mayor profundidad en el siguiente apartado de la presente investigación.

#### ***4.- Margen Financiero***

La situación de astringencia crediticia que se presentó en el periodo de 1983 a 1988, debida principalmente a los requerimientos de financiamiento del sector público, provocó una reducción en la disponibilidad de recursos para financiar al sector productivo de la economía, con lo cual se torno escaso y caro el crédito a pesar de que la política de la banca comercial en manos del Estado trataba de que la tasa pasiva que se pagaba a los ahorradores le representara un rendimiento real, pero no se establecía cual debería ser el tope a las tasas activas de crédito de la banca comercial.

De esta forma si analizamos los diferenciales existentes entre las tasas pasivas y activas observamos un fuerte diferencial, a favor de las tasas activas lo cual encarecía el crédito a la vez que las decisiones de inversión de los agentes económicos se veían frenadas debido a la expectativa desfavorable sobre la recuperación en la demanda interna derivada de la incertidumbre que producía el crecimiento de los precios y del tipo de cambio en la nuestro país.

Pese a lo anterior, medido el margen financiero como la diferencia entre tasas pasivas y activas que se aprecia en el cuadro No. 1 se desprende que este era muy alto y representaba un alto costo para los demandantes del crédito.

El margen financiero hasta 1980 se mantuvo relativamente bajo, sobre todo si se compara con la tasa pasiva de los depósitos a un mes que ofrecía la banca comercial, sin embargo a partir de 1981 y hasta 1984 se puede decir que el margen financiero se elevó de manera fuerte pasando el diferencial de 8.5 puntos porcentuales en 1980 a un máximo de 36.5 puntos en 1983. El diferencial tan alto en cuanto al margen financiero en este periodo, se explica en parte a la política monetaria expansiva que siguió el banco central como resultado del crecimiento de precios y del financiamiento al sector público que redundo en una inestabilidad mayor del tipo de cambio teniendo efectos nocivos sobre la tasa de interés doméstica de crédito. Pese a que la banca comercial se encontraba en manos del Estado mayoritariamente, el margen financiero que aplicó la banca comercial se consideró con base a la rentabilidad del negocio bancario independiente del carácter de propiedad de la banca, de esta forma era evidente que el acceso al crédito bancario por parte del sector productivo de la economía se tornó limitado.

### Cuadro No. 1

Margen Financiero de la Banca Comercial  
(Puntos Porcentuales)

Año	Depósitos de Ahorro (A)	Depósitos a un mes (B)	Tasa Activa Efectiva */ (C)	Diferencial C – A	Diferencial C – B
1978	4.5	11.0	20.5	16.0	9.5
1979	4.5	16.7	22.8	18.3	6.6
1980	4.5	25.2	33.7	29.2	8.5
1981	4.5	25.3	46.0	41.5	20.7
1982	20.0	49.9	72.4	52.4	22.5
1983	20.0	54.7	91.2	71.2	36.5
1984	20.0	45.6	63.7	43.7	18.1

\*/ La tasa efectiva considera cargos por apertura y comisiones.

Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México, 1978-1985.

Así, la propia presión que ejercía la política monetaria al expandir la base monetaria por encima de sus activos internacionales presionaba aún más el alza de precios derivada por la devaluación en el tipo de cambio, por lo cual podemos concluir que durante este periodo la política monetaria seguida presionó de manera directa el alza de las tasas de interés pasivas pero sobre todo activas de la banca comercial, dada la necesidad del banco de central de proveer de recursos financieros al gobierno federal para financiar su déficit financiero, en un escenario en donde el financiamiento externo se encontraba cerrado para el Estado lo cual dio lugar a la expansión tanto de la base monetario como del crecimiento de la colocación de deuda interna vía Banco de México, con lo que se permitió la existencia de un margen financiero amplio de la banca comercial.

Por otra parte, desde el inicio de 1989 se empezó a observar un cambio importante en el manejo de las tasas de interés prevalecientes en el sector financiero, en respuesta a los planteamientos de los teóricos de la represión financiera que proclamaban la liberación del mercado con el objeto de que éste fuera eficiente, y competitivo en el marco de la liberación de la economía<sup>18</sup>. En este sentido, se establecieron acciones concretas por parte del Estado en materia financiera que se encuentran delineadas en el Informe Anual del Banco de México de 1989, en donde se establecen los cambios más importantes en materia de tasas de interés con el objeto de mejorar, modernizar y volver más eficiente el mercado financiero nacional.

*“El proceso de liberación de las tasas bancarias tiene en México una larga historia. Hasta los primeros años de la década de los setenta, las tasas de interés estaban detalladamente reguladas, y no sólo las pasivas, también las activas. Además, cada tipo de institución especializada estaba sujeta a la observancia y diversidad de canalizaciones obligatorias de crédito, y a cada una de estas correspondía una tasa de interés máxima.”* (Banxico, 1989: 30)

---

<sup>18</sup> “La reforma financiera emprendida en México,[...] se sustenta en la idea de que la represión financiera combinada con los crecientes déficit presupuestales habían debilitado al sector financiero y colocado en desventaja para enfrentar problemas como la devaluación, la dolarización y la fuga de capitales” (Aspe, 1993).

Lo que se buscaba principalmente con el proceso de desregulación y privatización de la banca comercial, era dotarla de mejores condiciones que le permitieran mejorar su competitividad mediante la reducción del margen financiero, con el objeto de promover su actividad de captación y crédito en la economía. Para ello se tomaron medidas entre las que destaca la reducción del encaje legal a un nivel de 30%, el cual fue reduciéndose hasta su posterior eliminación a partir de 1991, asimismo, se liberaban las tasas de interés, es decir, serían los propios bancos comerciales los cuales fijarían tanto sus tasas pasivas como activas, por tanto se dejaba amplia libertad de acción para el desarrollo en la rentabilidad de la banca mexicana.

“La liberación de las tasas de interés pasivas también presentan ventajas en lo que toca a los aspectos microeconómicos. Al conferirse libertad a los bancos para determinar las características de sus operaciones pasivas y activas, *tiende a producirse una competencia conducente a estrechar el margen financiero*, pues las instituciones tratan de allegarse clientela tanto al mejorar los rendimientos ofrecidos a los depositantes, como al reducir el costo del dinero para los usuarios del crédito. *Conviene mucho que el margen financiero sea estrecho para conciliar lo mejor posible el fomento del ahorro con el estímulo a la inversión*. Y conviene, además, que el margen de intermediación en el sistema institucional sea angosto, con el fin de evitar el desarrollo de mercados informales, donde los riesgos y los costos de operación aumentan tanto para los acreditantes como para los acreditados.

El estrechamiento del margen financiero tiene la ventaja adicional de inducir a los bancos a cuidar sus gastos, y a fijar tarifas que respondan adecuadamente al costo de los distintos servicios que prestan.... *La eficiencia de la operación bancaria no puede medirse por el nivel general de las tasas de interés, el cual depende de circunstancias fuera del control de los bancos. Dicha eficiencia debe medirse por el tamaño del margen de intermediación*. Por ello es que resulta tan importante propiciar su reducción y la mejor manera de lograrlo es la competencia” (Banxico, 1989: 33).

La apertura y desregulación del sistema financiero en México desde su inicio buscaba prioritariamente que la banca comercial redujera su margen financiero a través de la

competencia que se forjara entre los diferentes participantes en el mercado, que por cierto se incrementa de manera importante, a la vez que fuera ésta un elemento importante en la expansión del crédito al sector privado no financiero de la economía con estímulo directo en el crecimiento del empleo, el ingreso y producción en nuestro país, tal como lo señala actualmente la corriente de pensamiento teórico poskeynesiana.

Se esperaría que estas acciones de política financiera resultaran en la reducción del margen financiero por parte de la banca comercial a partir de una mejora en la reducción de sus costos de operación y de la propia competencia que surgiera, además de que una vez eliminadas las imposiciones de crédito por parte del Banco de México y el ajuste en la finanzas públicas permitían la liberación de recursos financieros para el crédito privado a favor de la actividad productiva.

Si analizamos, el cuadro No. 2 sobre evolución de las tasas activas y pasivas como indicador de la evolución del margen financiero de la banca comercial, se observa una reducción general tanto de las tasas activas como pasivas durante todo el periodo de 1989-1994. Sin embargo, es importante destacar que dicha reducción obedece en buena medida a la disminución que se experimenta en la inflación y en la relativa estabilidad del tipo de cambio que mantiene su banda de flotación desde abril de 1991.

El efecto en la baja de la tasa de interés activa y pasiva no era explicada por razones de eficiencia microeconómica de la banca comercial sino por las condiciones macroeconómicas. Así, pese a la reducción en los niveles nominales de tasas de interés, el margen financiero que registra la banca comercial es mayor que el registrado antes del proceso desregulación del mercado financiero en la década de los setenta y ochenta, ya que por ejemplo en términos reales la tasa activa mantuvo un nivel promedio de 19.2% , es decir una tasa muy superior a los niveles inflacionarios registrados en este periodo, respecto al registrado previamente al proceso de desregulación del sistema financiero en México, en la década de los ochenta.

Por su parte, los diferenciales entre la tasa activa nominal dada a conocer por el Banco de México en sus encuestas a los usuarios de crédito se observa que respecto a las tasas de depósitos a plazo estas siempre fueron superiores observando un nivel promedio anual cercano a los diez puntos porcentuales, cifra mucho mayor a la registrada en mercados desarrollados como el norteamericano en donde el diferencial alcanza un máximo de cinco puntos para ese mismo periodo.

Por tanto, “la liberalización de tasas de interés ocurrida en 1988, en lugar de elevar las tasas bancarias pasivas por efecto de una mayor competencia por recursos entre las bancas comerciales, tuvo el paradójico efecto de reducirlas, evidenciando condiciones de competencia oligopólica en el sector” (Galbis,1981; Mántey, 1997 citado por Mántey, 2004a:128). “[...] El diferencial entre la tasa de depósito y las integradas al mercado internacional (i.e. activa, Cetes, fondeo e interbancaria) ha tendido a ampliarse de manera sorprendente [...]. Esto sugiere que la rentabilidad bancaria se está sosteniendo gracias a que los bancos operan en condiciones de competencia oligopólica, y pueden fijar las tasas de depósito por debajo de sus niveles de equilibrio” (Mantey, 2004a:133).

Así, pese a que en la economía se observa una reducción en los niveles de inflación el costo del crédito se elevó en mayor medida lo cual dio lugar a que los nuevos propietarios de la banca comercial aprovecharan las condiciones de apertura y desregulación para elevar su rentabilidad, mediante un costo real mayor del crédito, lo cual se contraponía con los objetivos que habían dado lugar a la desregulación financiera en 1989. “La elevación de las tasas activas, la racionalización (cierre de sucursales, despido de personal), el cobro de servicios y el fondeo externo a tasas muy competitivas mientras se mantuviera la estabilidad cambiara, fueron las vías elegidas para incrementar las utilidades reportadas trimestralmente por la banca mexicana. Por su nivel de utilidades los bancos mexicanos se colocaron dentro de los más rentables del mundo al finalizar 1993” (Correa, 2004:153). En este contexto tenemos que la eficiencia de la banca comercial no se estaba operando, adicionalmente esto permitía que los propios bancos no buscaran mejorar la eficiencia de operación y mejora en la productividad que alentara una reducción real del margen financiero.

De hecho la banca comercial aprovecha estas condiciones que se reflejaron también en un proceso de concentración bancaria como ya se observó al inicio del presente capítulo, es decir que sólo tres bancos concentraban más del 60% de los activos del sistema bancario (Bancomer, Banamex y Serfin).

### Cuadro No. 2

Tasa Activa Promedio y Pasiva de la Banca Comercial  
(Porcentajes Anuales)

Año	Activa Nominal	Activa Real	Costo de Captación	Depósitos a Plazo	Diferencias	
	A	B	C	D	A - C	A - D
1989	47.7	39.5	40.1	33.4	7.6	14.3
1990	35.0	16.9	29.2	30.4	5.8	4.6
1991	25.3	11.5	20.0	17.8	5.4	7.3
1992	25.5	13.6	18.8	17.1	6.7	8.4
1993	24.7	16.9	18.6	16.7	6.1	8.0
Nov. 94	25.0	17.0	15.5	15.0	9.5	10.0
Promedio	<b>30.5</b>	<b>19.2</b>	<b>23.7</b>	<b>21.8</b>	<b>6.8</b>	<b>8.8</b>

Notas: La tasa activa (se determinó con base a la encuesta de Banco de México) considera: la tasa nominal, y otros costos adicionales al crédito (cargos por apertura, renovación o descuento y la estructura de capital).

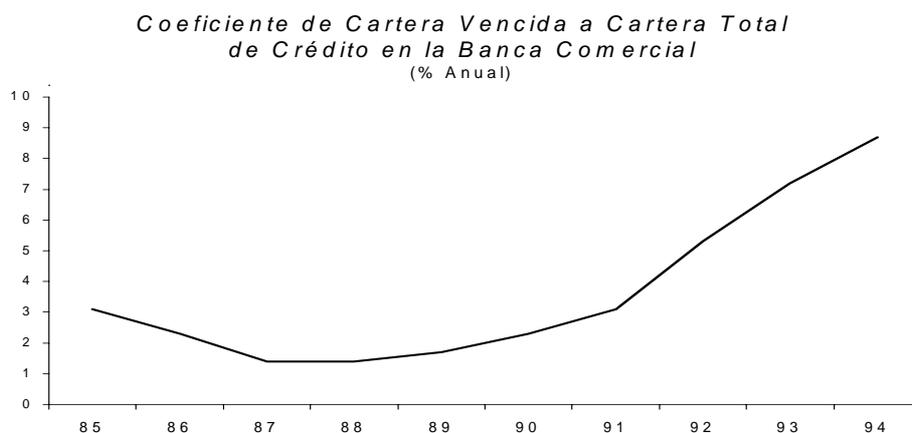
Fuente: Tomado con base a los Informes Anuales de cada año del Banco de México.

*El alto costo del crédito en moneda nacional ante un proceso de crecimiento del mismo que se empezó a reflejar desde 1991, tendría como contraparte problemas significativos en cuanto a la recuperación de los créditos concedidos. Por una parte el manejo de una política monetaria restrictiva con fines antiinflacionarios en apoyo a la estabilidad del tipo de cambio, presionaba la tasa de interés de los Cetes a corto plazo (considerada como la tasa de referencia al ofrecer riesgo cero) que a la vez buscaba la atracción de capitales externos que fortalecieran el nivel de reservas internacionales, pero al mismo tiempo imponía un piso a las tasas pasivas pero sobre todo a las activas que aplicaba la banca comercial en sus créditos, en otras palabras, “[...] la colocación de valores gubernamentales en el mercado nacional estableció un piso a las tasas de interés pasivas, atractivo para mantener en pesos a inversionistas nacionales y atraer a inversionistas extranjeros. Más aún, el financiamiento del déficit de la balanza en cuenta corriente, sobre*

la base de rendimientos atractivos en el sector financiero a capitales externos, llevó a tasas en valores gubernamentales muy elevados. Al colocarse una tasa piso elevada, encareció el fondeo en moneda nacional e incremento las tasas activas” (Correa, 2004:152).

La manifestación más clara de los efectos nocivos de un margen financiero alto por parte de la banca comercial se empezó a reflejar en la evolución de la cartera vencida, así analizando el coeficiente de cartera vencida de la banca comercial durante el periodo 1985-1994 se desprende que este comienza a elevarse pasando de un nivel de 1.7% en 1989 a 7.2 en 1993 y su máximo en 1994 en que alcanzó el 8.7%. Esto significa que de cada cien pesos concedidos en crédito por parte la banca comercial casi diez eran irrecuperables y por tanto se deberían crear las reservas correspondientes, lo cual le ocasionaba una reducción en la disponibilidad del crédito<sup>19</sup>.

Gráfica No. 8



Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México.

De esta forma el incremento del margen financiero operado por la banca comercial se reflejó en el aumento de la cartera vencida el cual se incrementaba ya que dado su valor real, los deudores de la banca comercial apenas podían pagar los intereses y por tanto la amortización del capital se limitaba, con lo cual había necesidad de redocumentar los

<sup>19</sup> “El rápido crecimiento de la cartera vencida fue uno de los resultados más inmediatos de la reforma financiera que se convirtió en crisis bancaria al finalizar 1994. Desde 1991 los bancos habían venido acumulando una cartera vencida que llegó a representar casi del 8% de la cartera total y casi 100% de su capital contable al estallido de la crisis [...]” (Correa, 2004:156).

plazos de los préstamos y ello hacía más caros los créditos en términos de margen financiero.

Bajo este esquema de operación de la banca comercial, difícilmente se podía pensar como se plantea en los postulados poskeynesianos que el crédito de corto plazo pudieran vía rentabilidad de los proyectos de inversión, dinamizar el mercado de capitales de largo plazo y éstos a su vez mediante sus beneficios establecer depósitos, con lo cual se saldaban las deudas con las utilidades y de esta forma fomentar el financiamiento de la inversión y promover el crecimiento expost del ahorro para lograr un círculo virtuoso de crecimiento sostenido de largo plazo, como se plantea en el postulado teórico poskeynesiano.

En un mercado financiero emergente las condiciones de estabilidad macroeconómica de largo plazo son más difíciles de mantener, derivado del propio proceso de desregulación y apertura de su mercado financiero que se ve influido de manera clara por los movimientos internacionales de las tasas de interés y por tanto obliga a que estos mercados eleven sus tasas de interés domésticas a fin de mantener las entradas de capital externo que básicamente son de corto plazo lo cual aumenta la propia volatilidad en el tipo de cambio y dificulta su estabilidad. “La relativa alta tasa de interés (en relación a la inflación y a la tasa de interés internacional) desempeña un papel importante tanto para contraer la actividad económica y así disminuir las presiones sobre precios y el sector externo, como para estimular entrada de capitales y asegurar la estabilidad cambiaria y la baja inflación [...] El alza de la tasas de interés coloca a las empresas nacionales en el peor de los mundos posibles, debido a que aumenta el costo de financiamiento y de la deuda, y disminuye la inversión” (Huerta, 2003:2-3).

Bajo estas condiciones las expectativas más inciertas dado el mayor riesgo que presentan las economías emergentes dificultan el proceso de financiamiento de la banca comercial a la inversión productiva en el largo plazo, a la vez que la propia política monetaria consistente con los objetivos de estabilidad de precios limita las posibilidades de reducción del margen financiero debido al efecto que esto representa sobre la tasa de interés libre de riesgo que para México la representa los CETES a 28 días y que impone un piso mínimo a

las tasas de interés que aplica la banca comercial en el otorgamiento de créditos. Adicionalmente, debemos tener en cuenta que bajo estas condiciones en las cuales el propio mercado financiero se vuelve un importante factor de inversión de los activos de la banca comercial, poco le interesa mejorar su eficiencia en la reducción de costos de operación a fin de promover la reducción en el costo financiero, ante un proceso de alta concentración y falta de competencia promueve a que la banca comercial aproveche estas condiciones en términos de maximizar su rentabilidad con bajo riesgo<sup>20</sup>.

Es importante considerar entonces que en mercados emergentes, el mercado no es tan eficiente como en los mercados financieros desarrollados, por tanto, esto lleva a que nuestro planteamiento de Refuncionalización del papel del Estado en la Economía, en el sentido de intervenir en el mercado financiero y de esta forma evitar que el sector bancario en estas economías se beneficie de los altos márgenes que obtiene al pagar bajas tasas de interés pasivas y cobrar altas tasas activas, lo cual la lleva a la obtención incluso de ganancias especulativas generadas en el propio sector financiero, es decir en estas economías no puede dejarse todo al mercado<sup>21</sup>. Todo lo anterior incluso sin considerar el carácter nacional o extranjero de su propiedad, el cual será abordado en el siguiente capítulo de la presente investigación.

### ***5.- Impacto del Financiamiento en el Crecimiento Económico***

En este apartado abordaremos, la relación entre el financiamiento bancario otorgado por la banca comercial al sector no financiero en la economía con impacto en la producción, de acuerdo a los planteamientos poskeynesianos y los efectos que este tuvo sobre el sector real

---

<sup>20</sup> En otras palabras, “el margen entre la tasa de Cetes, que es la tasa de equilibrio del mercado, y la tasa de depósito, que está por debajo del nivel de equilibrio que tendría en un mercado más competitivo, permite a los banqueros obtener un margen financiero libre de riesgo” (Mántey, 2004a:134).

<sup>21</sup> “[...] quienes advierten sobre los efectos negativos que podían tener las políticas liberalizadoras en estructuras de mercado oligopólicas [...] anticipaban que la liberalización podría deprimir las tasas de depósito y que era improbable que los intermediarios financieros permitieran fuertes fluctuaciones en la tasa de interés de prestamos [...] consecuentemente, anticipaban que en mercado imperfectos la liberalización financiera podría conducir a una ampliación de márgenes de intermediación con racionamiento del crédito, *por lo que en este tipo de estructuras de mercado era conveniente mantener la discrecionalidad de la autoridad monetaria en la fijación de las tasas de interés*” (Mántey, 2004b:103) Cursivas propias.

de la economía durante el periodo de 1983 a 1994, con el objeto de precisar si la banca comercial explica en parte el crecimiento económico que se registro en este periodo.

Asimismo, se hace énfasis en la relación del crédito bancario y la evolución del PIB, de la Formación Bruta de Capital Fijo –que consideramos como representativa de la inversión en la economía, el ahorro financiero y por consecuencia el comportamiento de la profundidad financiera para finalizar con el ahorro interno definido este último como la diferencia entre ingreso menos consumo agregado.

Es importante señalar que a partir de 1989 la evolución macroeconómica cambia de manera importante respecto a lo sucedido en el periodo previo en la economía mexicana, tal es el caso que el PIB muestra un crecimiento positivo, se produce una reactivación positiva del crédito bancario al sector privado no financiero, todo ello enmarcado en las acciones de liberación y desregulación que se presentan en el sector financiero. Por otra parte se establece como objetivo básico lograr la estabilización del tipo de cambio y el abatimiento del crecimiento de precios internos en nuestro país.

### **5.1- Producto interno bruto real**

Es importante señalar en principio que medido el crecimiento económico con base al PIB a precios de 1980, encontramos que el comportamiento macroeconómico de México fue casi de estancamiento debido a la variación promedio de este indicador durante el periodo de 1983-1988 fue prácticamente de cero ya que su variación es de 0.007% en promedio anual, lo que indica que la producción no se movió, pero si experimentó su peor espiral inflacionaria y de tipo de cambio desde el inicio del Modelo de Sustitución de Importaciones iniciado en 1938 en nuestro país.

Esta situación, argumentan algunos analistas llevó al cambio en el modelo de crecimiento que se había seguido, adoptándose lo que posteriormente sería el llamado Modelo Neoliberal de Crecimiento, basado en una apertura, desregulación de la economía y reducción en el tamaño y papel del Estado en nuestro país.

Sin embargo, de acuerdo al comportamiento que presenta el crédito y el PIB en el periodo de análisis, es importante destacar que en su comportamiento mantienen casi la misma trayectoria, con excepción de los años de 1987 y 1988, el crecimiento del crédito bancario parece haber estimulado en parte el crecimiento durante 1980-1981 y 1984-1985 en que la variación del PIB mantiene un incremento positivo de la producción, lo cual evidencia la importancia que tuvo el crédito bancario al sector productivo en este periodo.

Por otra parte, en el caso de los años de 1987-1988, en donde el PIB experimenta aumentos pequeños en contraparte a que la trayectoria del crédito bancario experimenta sus peores bajas del periodo, sin embargo, observamos que la compra valores públicos por parte de la banca comercial compenso en buena medida la baja del crédito bancario, ya que tan sólo en 1988 su crecimiento real de la inversión en valores por parte del sector bancario fue de más del 41%, lo que significó un cambio importante en el financiamiento al sector público el cual desde 1985 mostró aumentos significativos alcanzando en ese año una tasa real de casi el 200%. En otras palabras, “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).

Los cambios en el modelo económico aplicado en México desde mediados de la década de los ochenta y que se profundizan las medidas a partir de 1989, pusieron el énfasis también en la reducción del Estado en la economía en congruencia con el Modelo Neoliberal y de los teóricos de la represión financiera que establecían que uno de los factores que habían estimulado el aumento de precios era el fuerte déficit financiero del sector público el cual provocaba presiones sobre los requerimientos financieros para su financiamiento, a la vez que ello reducía la disponibilidad de recursos para el financiamiento de la inversión del sector privado<sup>22</sup>.

Estas consideraciones de política económica fueron asumidas por el gobierno del Presidente Salinas de Gortari, quien implementó las acciones mediante la desincorporación

---

<sup>22</sup> “Se aconsejaba eliminar el financiamiento del déficit fiscal por la vía de la emisión primaria y el gobierno saneara sus finanzas o compitiera, como cualquier otro agente, por los recursos necesarios en el mercado de capitales colocando sustitutos de deuda” (Mántey, 2004b:102).

de empresas públicas y la reducción del tamaño del Estado a fin de fortalecer las finanzas públicas, todo ello incluía al sector financiero. La primera manifestación de estas acciones la podemos observar a partir de la evolución del déficit financiero del sector público durante el periodo de 1988-1994, en donde después de alcanzar éste un nivel de 10.2% (ver gráfica de déficit financiero) en 1988, pasó a sólo 0.5% en 1991.

Parte de estas acciones habían sido discutidas en el seno del Consenso de Washington a finales de la década de los ochenta a fin de que las economías emergentes asumieran un ajuste de las finanzas públicas en congruencia con la liberación del sector financiero. La venta o desaparición de empresas públicas llevó a que el Estado recibiera ingresos extraordinarios sobre todo a partir de 1992 en que se concretiza la venta de bancos comerciales, esto permitió que por primera vez en la historia de las finanzas públicas modernas el Estado registrara un superávit de 1.5% y 0.7% como proporción del PIB durante los años de 1992 y 1993 respectivamente. Es decir, se buscaba mantener el equilibrio de las finanzas públicas a fin de que ello fuera congruente con la política monetaria y con la recién creada autonomía del Banco de México, con fines antiinflacionarios<sup>23</sup>.

El menor requerimiento de recursos por parte del sector público, implicó una liberación importante que amplió la disponibilidad de los mismos para el financiamiento a la inversión a través de la banca comercial al sector privado.

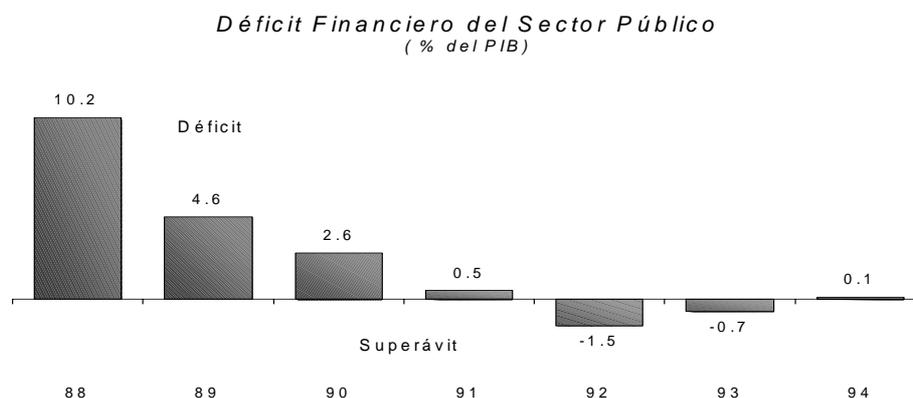
Este aumento en la disponibilidad de recursos hacia el sector privado no financiero se reflejó en el fuerte aumento del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado en términos reales (ver gráfica crédito y PIB) que mantuvo una tasa de crecimiento promedio anual de 26.0% real durante el periodo de 1989-1994, siendo este el más alto registrado desde la crisis financiera de 1982 en México, lo cual impactó de manera favorable la

---

<sup>23</sup> “[...] El gobierno trata de trabajar con disciplina fiscal para evitar presiones inflacionarias para controlar la expansión monetaria [...] La política económica anti-inflacionaria conjuntamente con la venta de activos y empresas públicas, y la transferencia de activos y sectores públicos a favor de la inversión privada, le han permitido al gobierno disminuir sus requerimientos financieros internos, así como mejorar la aceptación de su deuda tanto en mercados de capitales internos, como externos, lo cual hace más viable la operatividad de la autonomía del banco central en el sentido de que éste ha dejado de financiar el déficit gubernamental” (Huerta, 2003:4-5).

demanda interna en la economía así como, el crecimiento de la inversión fija bruta, que se reflejó en un aumento promedio anual para el mismo periodo del PIB real de 2.0% anual.

Gráfica No. 9



Fuente: Elaborada con base a datos SHCP.

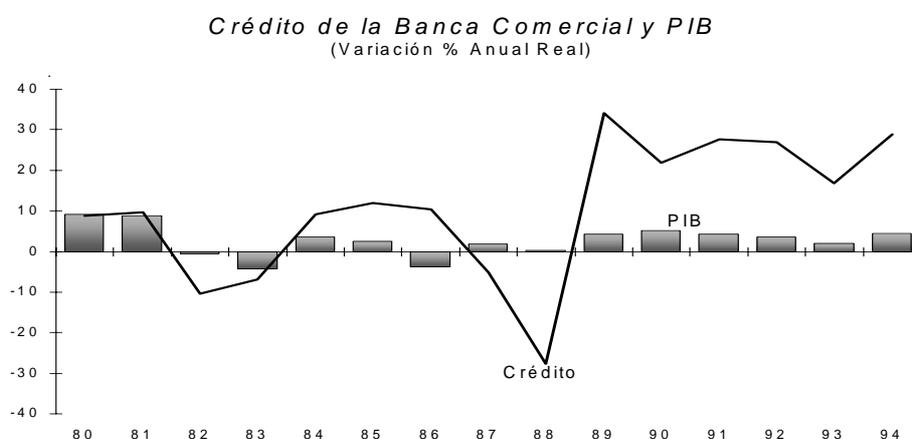
Si observamos la gráfica de crédito de la banca comercial y el PIB en términos reales durante el periodo de 1989-1994, se observa con claridad la fuerte correlación existente entre la evolución del crédito de la banca comercial y el PIB real de la economía, lo cual demuestra empíricamente que en efecto el crédito bancario en la economía a pesar de ser de corto plazo principalmente influye de manera importante sobre el crecimiento de la economía tal como lo señala el planteamiento poskeynesiano.

Es importante destacar que en este periodo se observa que pese a la limitación del ahorro tanto financiero como interno en la economía de años previos a 1989 no significó una limitación en el aumento del crédito a partir de ese año, como se hubiese interpretado bajo el esquema Keynesiano en donde se establecía que la limitación para el financiamiento de la inversión es la existencia suficiente de ahorro previo. Por su parte la correlación entre crédito y PIB validan la posición poskeynesiana, donde el ahorro es expost a la inversión en la economía.

Sin embargo, la evolución del financiamiento a la inversión a través de la banca comercial durante el periodo de 1989-1994, demuestra que no era importante la existencia previa de

ahorro en la economía mexicana, como se verá más adelante, sino lo que importa es fomentar el crecimiento del financiamiento a la inversión para con ello aumentar los ingresos de las empresas que permitan saldar sus deudas y ampliar el ahorro de largo plazo mediante la dinamización del mercado de valores, el cual mediante la generación de utilidades crea depósitos en la banca comercial con lo cual se cancelan las deudas con las utilidades.

Gráfica No. 10



Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México e INEGI.

En este sentido, el planteamiento de que el ahorro es expost a la inversión resultó validado por la evolución del crédito en la economía, sin embargo, las distorsiones económicas y políticas que se registraron durante 1994, alteraron las expectativas de los agentes económicos lo cual tendió a limitar las decisiones de inversión causando el agotamiento del proceso que se había iniciado en 1989.

En este sentido, podemos concluir que no basta sólo que los bancos comerciales provean del crédito a la inversión para el crecimiento de la economía en mercados financieros emergentes, es necesario también mantener la estabilidad de largo plazo, así como un mercado de valores sólido que permita el desarrollo de nuevos instrumentos así como del ingreso que favorezcan el proceso de inversión-crecimiento-ahorro en la economía bajo el esquema poskeynesiano, para lo cual desde nuestro punto de visto es necesario también el

fortalecimiento del papel del Estado en términos de regulación e intervención en el mercado financiero a fin de evitar los desajustes provocados por la entrada de capital que incrementan en si mismo la vulnerabilidad del sistema financiero, y por tanto, se conviertan en una seria limitante para establecer acciones de política económica acorde con el pensamiento teórico poskeynesiano actual.

## **5.2- Formación bruta de capital fijo**

Considerando a la formación bruta de capital fijo (FBKF) como uno de los indicadores más aproximados de la inversión productiva en la economía mexicana tenemos que de acuerdo a las cifras del Instituto Nacional de Geografía e Informática (INEGI), el comportamiento de la inversión fue muy similar a la conducta en la evolución del crédito de la banca comercial, de hecho, en los años en donde se registra un crecimiento positivo de la FBKF en 1984 y 1985 coincide también con la variación también positiva del PIB, el crédito bancario registra crecimientos reales positivos, lo cual soportó en parte el financiamiento a la inversión productiva por parte del sector bancario en esa época.

Pese a la existencia de un ambiente de incertidumbre en materia de precios y tipo de cambio en la economía mexicana en el periodo de 1983-1988, el crédito bancario contribuyó como un instrumento contracíclico en apoyo a la producción nacional, el cual se facilitó dado el carácter nacional de la banca comercial que en otras condiciones de propiedad podría haber actuado como lo hizo en ese momento la llamada banca paralela representada por las casas de bolsa propiedad del sector privado, cuyo papel principal fue la especulación en el mercado de dinero y capitales en ese periodo.

Por tanto, convino en ese periodo la propiedad pública de la banca comercial en el sentido de que no se perdió totalmente el carácter de promotor del financiamiento a la inversión productiva del sector bancario en nuestro país.

Es importante señalar también que pese al carácter nacional de la banca comercial, la participación de la inversión privada promedio durante el periodo de 1983-1988 fue mayor

respecto a la pública representado el 65.3% en tanto que la pública fue de 34.7%, lo que significó que buena parte del financiamiento de la banca comercial fue canalizado al sector privado no financiero de la economía. Asimismo, la tasa promedio de crecimiento real de la FBKF en ese mismo periodo fue de  $-0.1\%$  para la de origen privado y de  $-11.4\%$  en el caso de la de origen público, confirmando que en efecto la participación del sector público en la economía empieza a perder importancia desde la década de los ochenta<sup>24</sup>.

Por su parte la dinámica de la producción en México en el periodo de 1989-1994 se vio fortalecida por la recuperación de la inversión fija bruta en la economía, la cual observa un cambio radical en su comportamiento en comparación con la registrada durante el periodo de 1983-1988 en donde presentó un comportamiento errático.

Al parecer las acciones de liberación en la economía, la privatización del sector bancario en México y sobre todo la estabilidad que se presenta en el tipo de cambio a partir de 1991 mediante el manejo de la flotación regulada por parte de Banco México, promovió la reducción de la inflación, apoyada mediante la aplicación de una política monetaria restrictiva manifestada por el nivel negativo del crédito interno del instituto central. Todo ello se reflejó en un ambiente de mayor certidumbre y de mejora en las expectativas de la economía mexicana, lo cual permitió que la toma de decisiones de inversión se ampliara sobre todo en un escenario en donde el crecimiento de la demanda interna era un elemento central para los negocios de las empresas y por tanto, para ampliar sus inversiones dada la competitividad internacional a que era sujeto el mercado interno en ese momento.

Conforme a las cifras reportadas por el INEGI la tasa promedio anual real en el periodo de la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) (o también considerada como la inversión fija en la economía) registró una tasa sin precedentes en la evolución moderna de la economía al registrar un crecimiento anual promedio (1989-1994) de  $7.5\%$ , cifra que contrasta

---

<sup>24</sup> “La constante presión del FMI para la reducción del déficit fiscal (primer punto del Washington consensos) significó el cierre del fondeo a la banca de desarrollo que en América Latina ocupaba un lugar importante en todo el sistema financiero, especialmente como intermediaria en el financiamiento de la inversión fija [...] De ahí que su debilitamiento o virtual desaparición haya acompañado en los años ochenta el descenso en la formación bruta de capital fijo” (Correa, 2003:5).

radicalmente con la registrada en el periodo de 1983-1988 en donde esta fue de  $-4.3\%$  anual real.

Así pese, a la existencia de tasas de interés reales activas elevadas estas fueron compensadas por el buen escenario de negocios que se ofrecían a las empresas lo cual dio lugar a una reactivación de las decisiones de inversión de los empresarios (ver gráfica de crédito e inversión fija) que se vio acompañada por un incremento del crédito de la banca comercial al sector privado como se observa en la gráfica correspondiente, es decir que dichas inversiones se vieron fuertemente apoyadas por un incremento real del crédito bancario.

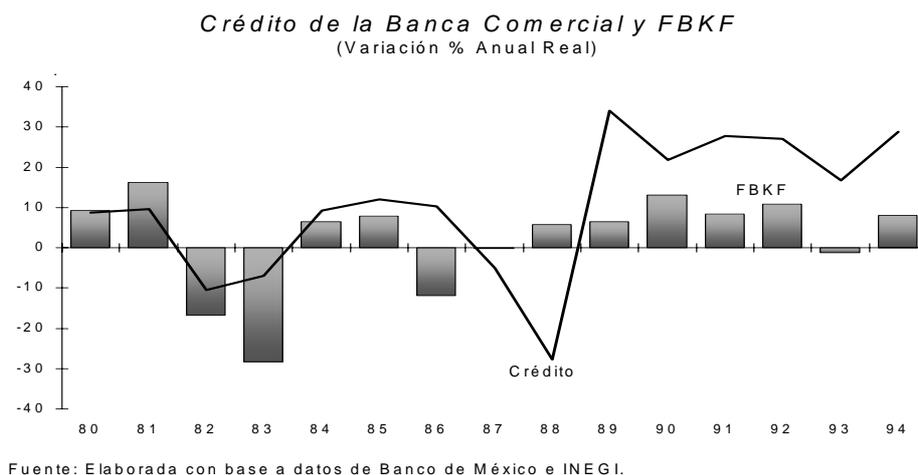
Sin embargo, la dinámica en el crecimiento de la inversión por sector institucional de origen nos refleja cambios significativos que son acordes en buena medida con el nuevo papel del Estado y el carácter del sector privado en la dinámica económica. Esto se reflejó, en que mientras en los años de los ochenta la participación en la inversión fija total, el sector público participaba con el 35% en relación al total durante los años de 1983-1988.

La relación en la estructura de participación se vio modificada de manera significativa a partir de 1989, sobre todo a partir de la reducción de la participación del Estado en la economía.

De esta forma tenemos que la estructura de participación en el total de la inversión fija en la economía durante el periodo de 1989-1994 fue de 23.0% para el sector público y de 77% para la inversión privada lo que demuestra el predominio del sector privado en las decisiones de inversión y por consecuencia la mayor vulnerabilidad del crecimiento económico, dado que para que el sector privado mantuviera este proceso se requería que el Estado garantizara las condiciones de estabilidad macroeconómica a fin de que las decisiones de inversión pudieran mantenerse. Por tanto, en el momento en que la percepción de los empresarios registraran algún cambio en sus expectativas serían ellos los primeros que reducirían sus inversiones a pesar de que contarán con crédito para financiar la inversión, lo que dejaba en manos del sector privado las decisiones de crecimiento de la

economía en su totalidad, dado que, bajo el nuevo papel del Estado el gasto de inversión del sector público no podía actuar de manera contracíclica al momento que se presentara esta situación.

Gráfica No. 11



Estos aspectos, que se reflejarían de alguna manera durante 1994 y que dieron lugar a la peor crisis económica y financiera de la historia moderna de México, fundamentan nuestra propuesta de la necesidad de Refuncionalización del Papel del Estado en la Economía en la actualidad, ya que si durante 1994 el Estado hubiera podido actuar desde 1983 y todo 1994 como factor compensador de la inversión el resultado pudo haber sido diferente.

Las expectativas y certidumbre en la economía son un factor fundamental para mantener el proceso de financiamiento a la inversión en una economía emergente bajo la óptica poskeynesiana, sin embargo, como todos sabemos el mantenimiento de la certidumbre y de expectativas en este tipo de economías resulta mucho más difícil de mantener en el largo plazo que en las economías desarrolladas. Por tanto, en economías emergentes no sólo debe cumplirse que el sector bancario financie la inversión productiva, a fin de promover el ahorro, es necesario también garantizar a la inversión privada un horizonte de estabilidad de largo plazo que mantenga las expectativas positivas sobre la economía.

### 5.3 Profundidad financiera

Uno de los indicadores más importantes que nos permite medir el tamaño y la evolución del sector financiero en una economía es el referido al concepto de profundidad financiera, el cual se define como la relación de ahorro financiero respecto al Producto Interno Bruto. Por su parte el ahorro financiero se define como el agregado monetario amplio M4 menos los billetes y monedas en circulación en una economía.

Considerando los aspectos anteriores pasaremos al análisis de la profundidad financiera en México durante el periodo de 1983-1995, en donde como ya hemos observado en una primera etapa se caracterizó a nivel macroeconómico por la incertidumbre económica derivada del crecimiento de precios, elevadas tasas de interés activas y la inestabilidad del tipo de cambio, lo cual afectó de manera importante las decisiones de inversión de los agentes económicos en este periodo, manifestándose todo ello en un comportamiento errático del PIB el cual prácticamente reflejó un estancamiento de la producción en nuestro país, sobre todo en la segunda mitad de la década de los ochenta.

El sector financiero de la economía no se mantuvo ajeno a este comportamiento, de hecho la propia evolución de la profundidad del sistema financiero en la economía reflejó también un estancamiento<sup>25</sup>.

Por su parte el análisis del ahorro financiero <sup>26</sup>, reflejó las condiciones adversas que se mantenían a nivel macroeconómico de inestabilidad de precios, tasas de interés y tipo de cambio principalmente y que afectaba a los inversionistas, que elevaban el nivel de incertidumbre y el riesgo de las nuevas inversiones, de ahí que se explique el relativo estancamiento del ahorro financiero en México durante el periodo de 1983 a 1988.

---

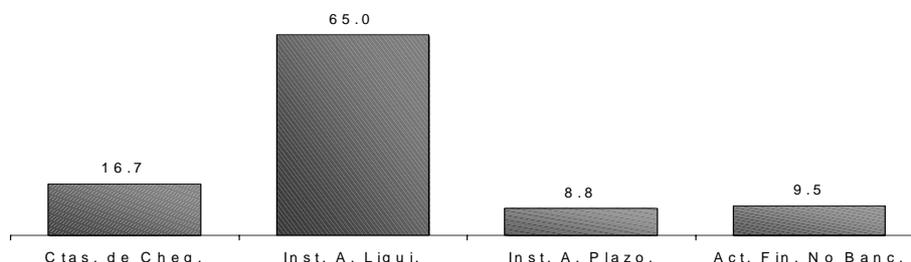
<sup>25</sup> “Para México, puede notarse el descenso de la profundidad financiera en 1980-1987..” (Mendoza, 2003:336)

<sup>26</sup> / Conforme a la metodología del Banco de México, el ahorro financiero se define como el agregado monetario amplio M4 menos los billetes y monedas en circulación.

De hecho, al analizar la composición del ahorro financiero por principales componentes se observa que el mayor componente de éste, estaba integrado por instrumentos financieros de corto plazo de la banca comercial a menos de un año incluyendo las aceptaciones bancarias que durante el periodo de 1978 a 1988 su participación (ver gráfica de ahorro financiero por componentes) fue del 65.0% promedio anual es decir que los instrumentos de ahorro de largo plazo que incluyen valores públicos como los CETES, PAGAFES, BONDES, TESOBONOS y Papel Comercial, conjuntamente con los instrumentos financieros no bancarios apenas alcanzaron en ese periodo una participación del 18.3%, es decir que casi el total del ahorro financiero en la economía se encontraba compuesto principalmente por instrumentos financieros líquidos a menos de una año en la economía, lo cual evidentemente hacía muy vulnerable al sector financiero, en relación a la situación del tipo de cambio ya que fácilmente los tenedores de ahorro líquido podían transformar sus depósitos de moneda nacional a dólares para sacarlos del país, lo cual fue una práctica muy común por la gran parte de ahorradores nacionales que de acuerdo a su expectativa presionaban al tipo de cambio lo cual daba lugar al llamado autocumplimiento de expectativas que alimentaban en proceso inercial de la inflación y obligaban a que la política monetaria del Banco de México fuera expansiva para hacer frente a los requerimiento de la liquidez en el país.

Gráfica No. 12

*Ahorro Financiero por Componentes*  
(Participación % Promedio Anual 1978-1988)



Fuente: Elaborada con base a datos del Banxico.

“De acuerdo con lo anterior, además de que en la profundización financiera tiene un gran peso la captación de corto plazo, en la banca múltiple, que es el principal intermediario, dicha captación se concentra en plazos muy cortos, con lo que la gran mayoría de sus pasivos, (depósitos a la vista, captación interbancaria y la mayor parte de plazo) tiene estas últimas características, fenómeno que complica el financiamiento de mediano y largo plazos para la formación de capital fijo” (Gómez y Patlán, 2003:325).

Así la combinación de una política monetaria expansiva, con un marco de inestabilidad en la inflación y tipo de cambio, explican de manera significativa el deterioro de la penetración del sector financiero, así como del ahorro financiero, que influyeron de manera importante para que los preceptos de libración financiera de los teóricos de la represión financiera fueran considerados a principios de la década de los noventa en nuestro país, al mismo tiempo que se modificara la política monetaria.

En el periodo 1989-1994, el papel de la banca comercial como mecanismo de financiamiento a la actividad productiva y de consumo doméstico cobró una importancia significativa que se reflejó en el aumento del crédito concedido por este sector en la economía, adicionalmente el proceso de reprivatización de la banca comercial asociado al menor dinamismo de la demanda de crédito por parte del sector público, en función de la reducción del déficit financiero del Estado dio lugar a que la banca comercial se desarrollara rápidamente generando un mayor número de instrumentos de captación como de nuevas formas de financiamiento, lo cual se manifestó en un importante incremento de la profundidad financiera.

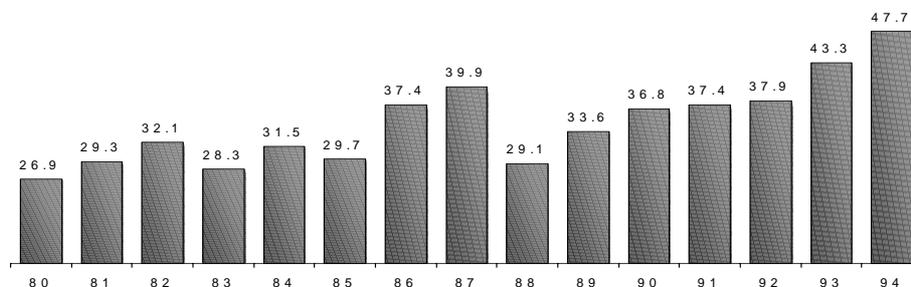
Al parecer las recomendaciones de los teóricos de la represión financiera parecen haberse comprobado por el desarrollo de la banca comercial en este periodo ya que si observamos la gráfica de profundidad del sistema financiero en la economía se observa que de un nivel de 33.3% como porcentaje del PIB en 1989, pasó a un máximo de 47.7% en relación al PIB en 1994, siendo este el más alto registrado en México desde 1980 en que se alcanzó un

nivel de 26.9% y en 1987 que fue de 39.9%, lo cual indica el fuerte desarrollo del sector financiero mexicano en la economía al inicio de la década de lo noventa en nuestro país<sup>27</sup>.

Por otra parte la mayor penetración del sector financiero (crédito bancario a PIB) se vio reflejado en el aumento del ahorro financiero el cual mantuvo una trayectoria ascendente clara en términos reales de hecho en el gráfico No. 13 se observa que a diferencia de lo registrado en la década de los ochenta en donde el ahorro financiero registro un comportamiento errático durante el periodo de 1989-1994 presenta un comportamiento positivo constante llegando a un máximo de 23.7 miles de millones de pesos de junio de 2002. De esta forma mientras que en el periodo de 1983-1988 la tasa promedio real del ahorro financiero se ubicó en 0.2%, durante el periodo de 1989-1994 fue de 15.2% en términos reales, cifra sin precedente en relación a la evolución de este indicador del sector financiero.

Gráfica No. 13

*Profundidad Financiera*  
(% Anual)



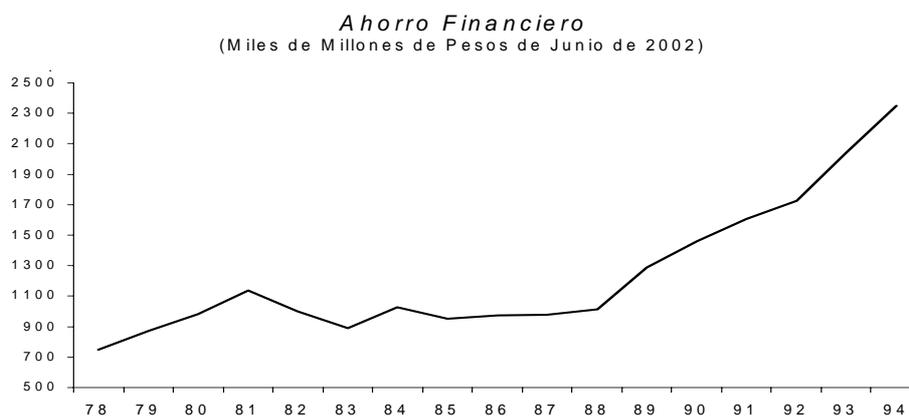
Fuente: Elaborada con base a datos del Banxico. \*/ Ahorro financiero a PIB.

Es claro que parte de la recuperación del ahorro financiero en la economía mexicana se explica en buena medida por la reactivación de la actividad económica y por la fuerte entrada de capitales externos resultado del proceso de desregulación financiera en la economía. Por tanto, se puede afirmar que en efecto, dado el mayor dinamismo de la

<sup>27</sup> “[..] la profundización financiera se aceleró a partir de la aplicación del programa de liberalización del sector, lo que significa que cada vez más recursos de la sociedad se han trasladado al sistema financiero” (Gómez y Patlán, 2003:309).

actividad de financiamiento de la banca comercial que se tradujo en un mayor dinamismo de la demanda interna y del aumento de la inversión fija bruta en la economía ello se vio reflejado en una recuperación significativa de la captación de la banca comercial es decir que pese a que al inicio de la década de los noventa el nivel del ahorro financiero era relativamente pequeño, esto no fue una limitante para el crecimiento del financiamiento que se tradujo en un incremento posterior del ahorro financiero en la economía, validándose en parte el planteamiento poskeynesiano, en el sentido de que lo que importa en la economía no es la existencia de ahorro previo sino lo que importa es el financiamiento llevado a cabo por la banca comercial, situación que se reflejó de manera clara en este periodo.

Gráfica No. 14



Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México.

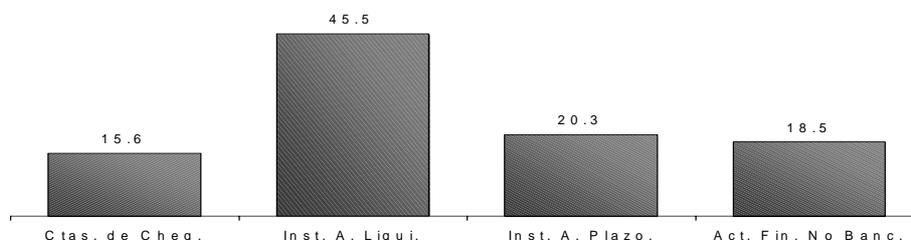
Sin embargo, es importante señalar que este proceso de crecimiento del ahorro financiero no se vio reflejado en un fortalecimiento del mercado de valores en la economía ya que si observamos la estructura del ahorro financiero por principales componentes notamos que pese a que se registra un aumento importante de los activos bancarios de largo plazo que pasan de un nivel promedio anual de 8.8% del total en el periodo de 1983-1988 a 20.3% en el periodo de 1989-1994, es decir que significaron un crecimiento del más del doble que en el periodo anterior y de los activos financieros no bancarios que pasan de una participación promedio de 9.5% en el primer periodo a 18.5% en el segundo periodo, es decir al doble, esto no significó que la mayor parte del ahorro financiero se concentrara en activos líquidos

con plazo menor a un año al significar un promedio anual del 45.5% más cuentas de cheques que representó el 15.6%<sup>28</sup>.

Es decir, que más de la mitad del ahorro financiero se concentraba en activos de gran liquidez en la economía lo cual hacía vulnerable la situación del sector financiero, debido a que en el corto plazo dadas las expectativas de los ahorradores podían pasar sus activos a moneda extranjera ante cualquier cambio de las expectativas. Esta situación que se presentó durante el año de 1994 dio lugar a que buena parte de los activos en moneda nacional pudieran transformarse en activos en moneda extranjera, lo cual explica en parte porqué se produce una salida rápida de recursos en marzo de 1994 que fue equivalente a casi 5,000 millones de dólares y a partir de los primeros días de diciembre de ese año fue de 6,000 millones de dólares lo cual contribuyó de manera importante al abandono de la flotación regulada del dólar el 22 de diciembre de 1994, con lo cual se inicia la crisis financiera más fuerte de la historia económica de nuestro país.

Gráfica No. 15

*Ahorro Financiero por Componentes*  
(Participación % Promedio Anual 1989-1994)



Fuente: Elaborada con base a datos del Banxico.

Por tanto, las características del ahorro financiero altamente líquido ante cualquier cambio de las expectativas de los ahorradores en un escenario de apertura financiera significaba

<sup>28</sup> “[...] en los años previos a la crisis, el crecimiento de la profundización financiera descansaba fundamentalmente en instrumentos de largo plazo y en bancarios de corto plazo. Los no bancarios de corto plazo inclusive tuvieron notables disminuciones, por ejemplo en 1992, cuando el flujo de M4-billetes y monedas con relación al PIB de ese año alcanzó 10.5 por ciento, 5.24 puntos fueron de instrumentos bancarios de corto plazo, 3.74 puntos de instrumentos de largo plazo y 2.83 puntos de depósitos a la vista” (Gómez y Patlán, 2003:307).

una vulnerabilidad alta del sector financiero de la economía ya que en el corto plazo se podía producir una corrida contra el peso como sucedió al inicio y al final de 1994, terminándose así con el esquema de flotación regulada del peso y dio lugar a una devaluación profunda de nuestra moneda al cierre de ese año.

“En el periodo de desregulación económica, México, al igual que los demás países en desarrollo, tuvo que adaptarse a los designios del mercado financiero mundial, desmantelando la organización financiera basada en el mercado de créditos, lo cual implica privatizar la economía [...] Los créditos bancarios no fueron acompañados de mecanismos de fondeo, explicándose con ello la crisis de 1994 y la desaparición del financiamiento bancario nacional a la producción” (Levy, 2004:214).

En este sentido, es importante destacar que dada la falta en el fortalecimiento del mercado de capitales en nuestro país que promoviera el ahorro de largo plazo favoreció las condiciones de vulnerabilidad en el desarrollo de nuestro sistema financiero, en donde la propia apertura de este sector multiplicó los factores de crisis financiera al sector real de la economía en 1995, terminándose así con el proceso de crecimiento apoyado en la reactivación del crédito bancario durante el periodo de 1989 a 1994<sup>29</sup>.

#### **5.4 Ahorro interno**

Otro de los aspectos importantes que debemos considerar acerca del planteamiento teórico poskeynesiano es que dado el impulso que primero se genera a partir del financiamiento a la inversión por parte de la banca comercial se produce un proceso final en el cual se observa un aumento del ahorro interno en la economía, es decir esto es resultado del proceso inicial de financiamiento.

Deberíamos de esperar que de acuerdo a nuestro análisis empírico en donde se desprende conforme a la información que hemos analizado que en el periodo de 1989-1994 se observa

---

<sup>29</sup> “[...] si un incremento en la liquidez no tiene como destino la esfera productiva o no es neutralizado mediante un incremento del ahorro en el sector financiero, es muy probable que se genere una burbuja financiera que terminará por desestabilizar a este sector” (López, Teresa, 2002:77).

un fuerte crecimiento del financiamiento proporcionado por la banca comercial recientemente privatizada y de hecho conforme a nuestro análisis existe una estrecha correlación entre el crecimiento de inversión fija bruta y la evolución del crédito bancario, por tanto, así como esto repercutió de manera positiva sobre el crecimiento del ahorro financiero se debería esperar que también tuviera una evolución positiva sobre el crecimiento del ahorro interno medido como la diferencia entre ingreso menos consumo en la economía mexicana en este periodo.

Sin embargo, si analizamos el gráfico sobre financiamiento de la acumulación como proporción del PIB en ese periodo, se observa que mientras que en los años de 1982 a 1984 en donde el ahorro interno representó en promedio más del 17.0%, para los años de 1989 a 1994 el ahorro interno neto reduce su participación en el PIB al mantener en promedio anual el 8.0%<sup>30</sup>, en tanto que la depreciación como parte del financiamiento creció de manera importante desde 1984 al pasar de un nivel de 5.4% en ese año a 10.2% en 1993, es decir que parte de la inversión fija se compensó mediante la reinversión por depreciación de la maquinaria y equipo en nuestro país<sup>31</sup>.

Otro factor que impulso el mantenimiento de la inversión de la inversión fija en el periodo de estudio fue la participación del ahorro externo el cual aumento de su participación de manera importante ya que mientras que en 1989 este renglón sólo representaba el 2.6% como proporción del PIB, pasó a niveles de 6.7% y 5.3% durante 1982 y 1983 respectivamente y en 1994 alcanzó su máximo nivel con 7.0%<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> “No obstante la elevación en las tasas de interés de mercado y el saneamiento de las finanzas públicas, el ahorro interno declinó en relación con el PIB [...]. Esto se explica en parte, por que los pequeños ahorradores no pudieron beneficiarse de este aumento del rédito, ya que los bancos redujeron en términos relativos las tasas de depósitos, en lugar de elevarlas. En segundo lugar, porque los bancos se fondearon a bajo coros en el mercado internacional y con depósitos internos mal remunerados, expandieron aceleradamente el crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero, y para financiar gasto corrientes a través de tarjetas de crédito” (López, Teresa, 2002:75).

<sup>31</sup> “Entre 1989 y 1994, la proporción de la inversión total financiada a través de los fondos acumulados por depreciación alcanzó en promedio nueve puntos del PIB y 40 por ciento de dicha inversión [...]” (Gómez y Patlán, 2003:312).

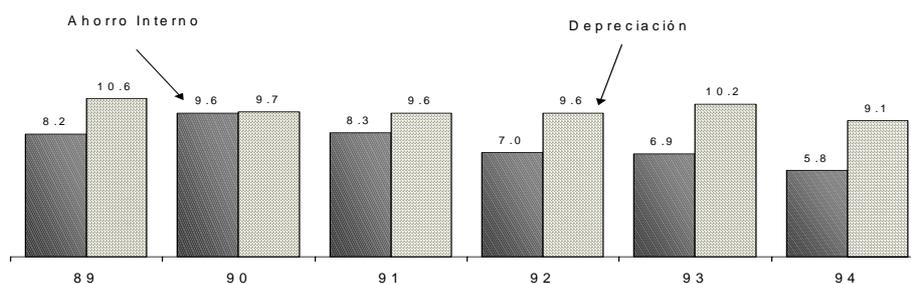
<sup>32</sup> · El ahorro externo, sin embargo, suplió la deficiencia interna. El país recibió de 1988 a 1994 un importante flujo de capital externo de corto plazo, intermediado por la banca, que de esta manera se fondeó a bajas tasas de interés, aunque con elevada exposición en moneda extranjera” (López, Teresa, 2002:76)

Lo anterior se explica en buena medida por las nuevas condiciones y facilidades a la inversión extranjera directa que representaba la desregulación del sistema financiero a partir de 1990 y la propia privatización de la banca comercial que permitió que en este sector se aceptara la inversión extranjera hasta por un 30% del total del capital social de las instituciones, lo cual favoreció las posteriores alianzas que empezó a realizar la banca nacional con los bancos extranjeros principalmente los españoles, americanos e ingleses, sin embargo, la banca aún era propiedad mayoritaria de mexicanos.

“La recolección de los ahorros (proceso de fondeo) se realizó a través del mercado de valores apoyada fuertemente por el ahorro externo que ingresó en grandes cantidades a la economía mexicana entre 1990-1993 con el objetivo de equilibrar la cuenta corriente externa, reduciéndose el ahorro interno [...] El sistema financiero no captó los ingresos internos por las bajas tasas de depósito, generándose en el periodo anterior a la devaluación un círculo vicioso que fue desde la demanda de financiamiento bancario, la inflación en el mercado de capitales, la sobrevaluación en el tipo de cambio, hasta el déficit externo” (Levy, 2004:211).

Gráfica No. 16

*Financiamiento a la Acumulación Bruta*  
(Porcentaje respecto al PIB)



Fuente: Elaborada con base a datos del INEGI.

De esta forma el ahorro bruto total de la economía se mantuviera en rangos del 21.5% a casi 23% como proporción del PIB en todo el periodo de análisis lo cual representó una mejoría en relación al registrado en el periodo de 1983-1988 en donde se mantuvo en

promedio ligeramente superior al 20.0%. Sin embargo, el mayor proceso de financiación a la inversión no se tradujo en una mejora notable en el ahorro interno de la economía como debíamos haberlo supuesto bajo la perspectiva teórica poskeynesiana.

La explicación la encontramos en que a pesar de la mejor expectativa en la economía durante el periodo de estudio el aumento del ahorro financiero que se analizó en el apartado anterior estaba soportado principalmente por instrumentos de corto plazo en el sistema bancario, en este sentido, es evidente que parte de los mayores beneficios que obtenían los empresarios por las nuevas inversiones en la economía en este periodo no se destinaron a fomentar el fortalecimiento de largo plazo en el mercado de valores mexicanos a fin de aumentar el ahorro interno en la economía<sup>33</sup>, sino que buena parte se destinaba a inversiones en el corto plazo en el mercado de dinero con lo cual se hacía muy volátil el aumento del ahorro financiero que buscó al finalizar este periodo mercados seguros a través de la demanda de dólares a pesar de que las condiciones macroeconómicas eran favorables para mantener un proceso de reproducción de la inversión vía financiamiento bancario en el largo plazo<sup>34</sup>.

Finalmente, es importante señalar que el manejo de una política monetaria restrictiva que se reflejó en niveles de tasas de interés reales positivas fue importante ya que dado el proceso de desregulación y apertura financiera facilitó la entrada de ahorro externo que contribuyó al incremento tanto del ahorro financiero como interno, pese a que al final del periodo el cambio de expectativas que se propició por efecto de los problemas políticos hayan dado lugar a la reversión de este proceso, ya que la mayor cuantía del crédito bancario tuvo efectos positivos tanto sobre el crecimiento económico como en la estructura del ahorro interno en la economía. Sin embargo, las limitaciones que imponía el nuevo modelo económico al Estado limitó que este hubiera podido actuar a fin de reducir los efectos de la crisis financiera en nuestro país que se manifestó durante 1995, de ahí que se ponga énfasis

---

<sup>33</sup> “El incremento de la liquidez mundial inhibe el desarrollo sano del mercado capitales, que permite el fondeo de la inversión productiva. La inestabilidad en las tasas de interés fomenta el desvío de los recursos financieros de la esfera productiva a la esfera especulativa” (López, Teresa, 2004:176).

<sup>34</sup> “[...] la mayor disponibilidad crediticia no se canalizó íntegramente a la esfera productiva una parte de los recursos fluyeron hacia la esfera financiera especulativa, que presentaba mejores oportunidades de rentabilidad a corto plazo. Consecuentemente, el efecto positivo de la desregulación financiera sobre el ingreso y el ahorro interno son se dio en la magnitud esperada” (López, Teresa, 2002:78).

en nuestra propuesta de la necesidad de plantear la refuncionalización del papel del Estado en la economía en nuestro país y no dejar totalmente en manos del mercado la asignación de recursos ya que en economías emergentes las imperfecciones del mercado existentes limitan ésta asignación eficiente de recursos como lo planteaban los teóricos de la represión financiera.

#### **Capítulo IV.- Política Monetaria, Banca Comercial y Margen Financiero en el Proceso de Inversión-Ahorro Poskeynesiano en México 1995-2005**

Sin duda, la crisis financiera en México manifestada durante 1995, puso en entredicho el paradigma de liberación financiera que se había puesto en marcha al inicio de la década de los noventa con la venta de la banca comercial y la eliminación de controles a la misma, así como la liberación de las tasas de interés. Fue claro que la liberación financiera que promovieron años antes los teóricos de la represión financiera como Mackinno, Shaw, y Fry entre otros y que había sido avalada por los postulados del Consenso de Washington en 1989, habían sido rebasados por la propia volatilidad de los capitales en 1995, urgía entonces reevaluar la situación para implementar los cambios en la política económica y particularmente monetaria que permitieran salir rápidamente de la crisis económica y financiera y de esta forma reducir en el corto plazo el repunte de la inflación que se había presentado como resultado de la devaluación del tipo de cambio durante diciembre de 1994.

Los objetivos prioritarios del gobierno entrante de Ernesto Zedillo, eran el de restablecer la estabilidad del tipo de cambio y recuperar la reducción de la inflación doméstica. Dichos objetivos, caerían en el ámbito de las responsabilidades del Banco de México, el cual con base en la autonomía establecida desde 1994, debería de procurar el mantenimiento del poder de compra de la moneda y de esta forma coadyuvar a la reducción de las tasas de interés internas y reducir las presiones de los deudores de la banca comercial, buscando en este sentido restablecer la estabilidad del tipo de cambio respecto al dólar.

Era preciso, primero abandonar la flotación predeterminada del tipo de cambio que se había seguido desde principios de 1990 y establecer un mecanismo de libre flotación del peso, dadas las condiciones de reducción en los activos internacionales y sólo se permitiría la participación del Banco de México en el mercado de cambios determinada por situaciones de especulación del tipo de cambio.

La segunda acción que se tomó fue la de abandonar al tipo de cambio como el ancla nominal de precios dadas las condiciones que se presentaban en el mercado de cambios,

cambiando a la referencia para el ataque de la inflación al control de la base monetaria del Banco de México, mediante la aplicación de una política monetaria restrictiva de control de la demanda agregada y de esta forma reducir las presiones sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos en la economía. Es decir se asumió implícitamente la validez de los postulados teóricos monetaristas en su aplicación ortodoxa de la política monetaria, reconociéndose que la mejor manera de romper la burbuja inflacionaria que se presentó a partir de enero de 1995, era mediante a los ajustes en la liquidez de la economía, la elevación de las tasas de interés domésticas, para desestimular la demanda de dólares y de esta manera estabilizar el tipo de cambio y fortalecer el crecimiento de los activos internacionales, con el objeto de presionar la reducción del crédito interno neto del banco central en términos negativos y enviar señales de certidumbre y confianza a los agentes económicos en términos de que se mantendría una política monetaria restrictiva a fin de fortalecer los activos internacionales.

Las acciones antes señaladas que fueron tomadas por el Banco de México a partir de 1995, asumieron un carácter de la ortodoxia monetarista que buscaba prioritariamente restablecer la reducción en el crecimiento de la inflación doméstica, razón por la cual no fueron consideradas otras acciones de tipo poskeynesiano que hubiesen actuado sobre el gasto público y la promoción del financiamiento de la inversión pública a fin de que éste hubiera actuado de manera contracíclica. Sin embargo, el predominio de la ortodoxia monetarista presente en los preceptos básicos del Modelo Neoliberal, llevaron a que se asumieran acciones de carácter monetario con efectos directos sobre el control de la demanda agregada a fin de reducir los efectos de la devaluación del peso en diciembre de 1994.

En este sentido, el presente capítulo que constituye el objeto principal de la investigación doctoral que se presenta, se dedicará al análisis empírico de la política monetaria seguida por el Banco de México durante el periodo de 1995-2005, con el fin de determinar sus efectos sobre la tasa de interés de referencia en el mercado financiero mexicano (Cetes 28 días), y los efectos que esto tuvo sobre los cambios en los activos internacionales y de la evolución del margen financiero de la banca comercial después de la crisis de deuda que registraron los clientes de la banca.

Asimismo, siendo consistentes con la metodología empleada en los capítulos anteriores y con el fin de precisar los postulados poskeynesianos en la época actual, en cuanto a la importancia que tiene la banca comercial en la economía como mecanismo de promoción del financiamiento de la inversión para reactivar la demanda efectiva, se estudiarán también los cambios institucionales que se registran en la banca comercial como son justamente el proceso de concentración y de transnacionalización de la banca después de la crisis financiera de 1995 en México, y como los cambios en la ley de inversiones extranjeras que permitió la inversión extranjera en el mercado bancario hasta el cien por ciento facilitó el proceso de compra de las principales instituciones bancarias por el capital extranjero en nuestro país y con ello alentó la oligopolización de los servicios bancarios, que hasta hoy día seguimos observando.

Finalmente serán presentados los efectos del financiamiento bancario sobre la inversión productiva, con el fin de determinar los preceptos poskeynesianos en cuanto al papel de la banca comercial en el estímulo de la demanda efectiva, mediante el proceso de crédito-depósito y por tanto, sobre el crecimiento económico de largo plazo tal como se establece por las recientes investigaciones de Randall Wray, Rochon, Davidson y Thirlwall entre otros en donde se destaca el carácter endógeno de la liquidez en la economía, de la exogeneidad de la tasa de interés y, por tanto, de las limitaciones que tiene la política monetaria como instrumento de promoción al crecimiento de la economía y de estabilidad de precios en México en el largo plazo.

Asimismo, se presenta en el último apartado del presente capítulo las principales acciones que se debieran tomar a fin de lograr un papel eficiente de la banca comercial con efectos directos sobre la demanda efectiva bajo la óptica poskeynesiana. Todo ello considerando nuestra propuesta de *Refuncionalización del Papel del Estado en la Economía en México*, situación que es congruente con los postulados del pensamiento poskeynesiano, dada la limitación de la política monetaria en la economía en la promoción del crecimiento, dado el carácter endógeno de la liquidez.

## ***1.- Política Monetaria***

La crisis financiera de 1995 marcó un cambio significativo en el manejo de la política monetaria del Banco de México, al establecerse como uno de sus objetivos centrales derivados de la autonomía otorgada a este instituto central el de mantener y preservar el poder adquisitivo del peso<sup>35</sup>, derivado de los efectos perniciosos que genera la inflación en la economía sobre todo en lo que se refiere al poder adquisitivo de los trabajadores y de la propia distribución del ingreso. Los acontecimientos que dieron lugar a la devaluación de diciembre de 1994 y que se reflejaron en el repunte de precios en 1995 estuvieron condicionados por varios factores, destacando los siguientes:

1. La incapacidad por parte del banco central para seguir manteniendo un esquema de flotación cambiaria predeterminado ante una situación de reducción de activos internacionales;
2. El manejo de la política monetaria estuvo en función al comportamiento del tipo de cambio predeterminado, es decir respondía a partir de la compra de dólares cuando el tipo de cambio alcanzaba el piso de la banda de flotación (determinada en 3.05 pesos por dólar) y a partir de la venta de dólares cuando el peso en su cotización alcanzaba el techo de la banda de flotación con lo cual se actuaba sobre el aumento o disminución de la liquidez en la economía por tanto, no era de manera directa el manejo de la base monetaria la que actuaba como ancla inflacionaria de los precios;
3. Sin embargo, los conflictos de carácter político que se presentaron desde el inicio de 1994 (aparición del EZLN, la muerte del candidato del PRI a la presidencia de la república, entre otros), afectaron las expectativas de los agentes económicos que conjuntamente con el choque externo que significó el aumento de las tasas de

---

<sup>35</sup> “La desregulación de los sistemas financieros nacionales y la desmonetización del oro, al acelerar el crecimiento del financiamiento y eliminar las barreras al libre movimiento internacional de capitales, han obligado a los bancos centrales a dar prioridad al mantenimiento de la confianza en sus respectivas monedas, so pena de enfrentarse a fugas masivas de capitales y crisis cambiarias. De esta manera, la estabilidad de los precios internos se ha erigido como el objetivo fundamental de la política monetaria, y a veces el único expresamente establecido en la Ley Orgánica del Banco central. Para asegurar su cumplimiento y evitar que los gobiernos presionen a la autoridad monetaria a seguir políticas expansionistas con fines electorales, un gran número de países ha concedido autonomía de gestión al banco central” (Mántey, 2004:112-113)

interés en el mercado norteamericano al inicio del año, no sólo afectaron las entradas de capitales externos, sino que además las revirtió observando una salida importante de capitales que afectó las reservas internacionales, ya que mientras en febrero de 1994, en que su nivel se ubicó en poco más de 26 mil millones de dólares en activos internacionales, para mediados de noviembre estas eran de sólo 16 mil millones dólares y ya para mediados de diciembre de ese año estas se habían ubicado en sólo 6 mil millones de dólares;<sup>36</sup>

4. Lo anterior determinó que no pudiera mantenerse ya un esquema predeterminado del tipo de cambio como el que se había seguido desde noviembre de 1991, debido al bajo nivel de activos internacionales, razón por la cual se actuó sobre la definición de un esquema de libre flotación del tipo de cambio. Todo esto dio como resultado que el crédito interno del banco de México resultará positivo dado el menor nivel de activos internacionales.
5. La conjugación de la subida tasas de interés internacionales y los problemas políticos generaron la expectativa de que no se podría cumplir con las metas de financiamiento del déficit en cuenta corriente y por tanto se requirió llevar a cabo la devaluación del tipo de cambio (que se reflejó en el repunte de precios y tasas de interés en 1995) y establecer una flotación libre del tipo de cambio que se moviera en función de los niveles de activos internacionales y de la situación que mostrara el mercado cambiario y de esta manera restablecer la certidumbre de los agentes económicos en el mercado.

Los hechos económicos resumidos anteriormente que influyeron de manera importante sobre la devaluación del tipo de cambio en diciembre de 1994 permiten establecer porqué el agotamiento del tipo de cambio como ancla nominal de precios dejó de funcionar y como el manejo de la base monetaria y por consecuencia del crédito interno del banco central en México, resultaban complementarios en relación al comportamiento del tipo de cambio.

La globalización del sistema financiero nacional que se reflejó en la libre movilidad de los capitales a nivel internacional y que era un factor predominante de la arquitectura

---

<sup>36</sup> / Ver Informe Anual de Banco de México de 1994, en el apartado de política cambiaria p.p. 41-44.

financiera internacional en la década de los noventa influyó de manera determinante en el colapso que enfrentó el sector financiero mexicano durante 1995, lo cual valida la hipótesis planteada por varias investigadoras del sector financiero en México como la Dra. Alicia Girón, Guadalupe Mántey, Eugenia Correa e Irma Manrique, entre otras, al reconocer que en efecto los problemas de carácter financiero que siguieron a la devaluación de diciembre de 1994 en México, están estrechamente vinculados con el proceso de liberación e integración del sector financiero a la globalización internacional lo cual provocó una salida rápida de capitales ante expectativas adversas en la valorización de los capitales externos en el mercado mexicano, de hecho, esto se puede observar en como los aumentos en la tasa de fondos federales de Estados Unidos al inicio de 1994, provocó la salida de capitales hacia ese mercado.

Incluso el Banco de México en su informe de 1994 reconoce que la globalización del sector financiero mexicano fue uno de los factores importantes en la crisis financiera que se registró al final de 1994, al señalar que entre los factores más importantes que influyeron en dicha crisis se encuentran los siguientes:

“(1) el sustancial incremento que tuvo a partir de 1990 la canalización masiva de recursos de unos cuantos fondos de pensiones y de la inversión de países industrializados, a instrumentos financieros líquidos emitidos en los llamados países emergentes –entre los que destaca México-, tales como valores gubernamentales y certificados de depósito bancarios de corto plazo. *Esto permite que un ataque especulativo contra la moneda nacional se pueda desarrollar más rápidamente que antes.* (2) La facilidad de “potenciar” posiciones en distintas monedas mediante operaciones con derivados y oportunidades de endeudamiento ofrecidas por intermediarios financieros en el exterior; y (3) los cambios tecnológicos en los sistemas financieros y de información, que han aumentado el grado de movilidad internacional de los capitales.

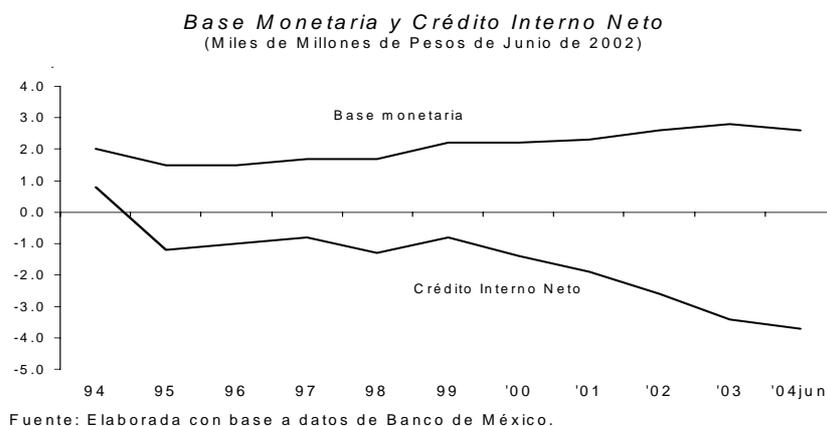
Estos factores subrayan la conveniencia de llevar a cabo acciones que propicien la permanencia del ahorro externo en México, a la vez que reduzcan la dependencia del país de dicho ahorro” (Banxico; 1994: 50).

Es clara la importancia que en la actualidad significa el proceso de globalización y movilidad internacional de capitales que evidentemente trastocan de una manera más profunda a los mercados financieros nacionales –sobre todo los emergentes- que en el pasado, razón por la cual parte de la crisis financiera de México que se manifestó durante 1995, tiene en gran medida su origen en la movilidad del capital internacional en función de la rentabilidad y estabilidad de fondos líquidos que registren los llamados mercados emergentes como el mexicano.

Sin embargo, a partir de 1995 se observa claramente como se estableció un control directo sobre el crédito interno neto del Banco de México, es decir se actuaría sobre el control de la liquidez como mecanismo principal de ataque al crecimiento de los precios, es decir ante el reconocimiento de la movilidad de capital internacional y de la imposibilidad de establecer acciones de control unilateral para reducir dicha movilidad fue necesario establecer una estrategia cambiaria basada en la flotación del tipo de cambio, en donde el control de la liquidez a través del crédito interno del Banco de México se constituiría en el principal factor de política monetaria para actuar sobre la estabilidad de precios y tasas de interés en la economía mexicana.

Aunque, el control de la base monetaria basado en la restricción del crédito interno neto del banco central significará una restricción también en la demanda agregada en la economía, se consideró como la más adecuada dados los requerimientos de activos internacionales y que se atraerían mediante los efectos que la política monetaria restrictiva tendrían sobre los niveles de tasas de interés domésticas en términos reales, situación que plantearía que el Banco de México asumiera una política monetaria ortodoxa con fines antiinflacionarios, lo cual suponía que si bien la liquidez resultaba del propio proceso de crecimiento en la economía esta sería regulada por el Banco Central, lo cual supone también en principio considerar que la política monetaria resulta eficiente en el control de la inflación aunque esto implica reducir el ritmo de crecimiento del sector real de la economía mientras se mantenga esta situación.

Gráfica No. 17

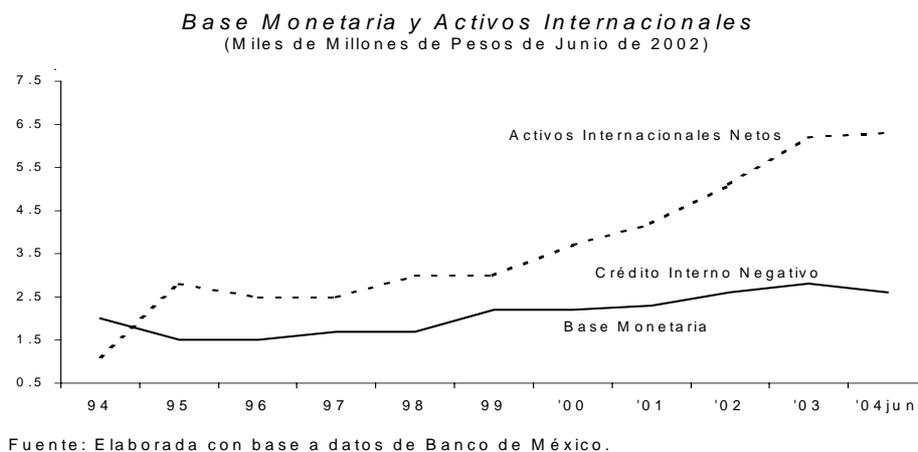


De hecho en la gráfica No. 17 podemos observar como la estrategia de política monetaria se orientó de manera significativa al incremento de los activos internacionales, mediante el efecto de transmisión que establece la política monetaria restrictiva en términos de que el crédito interno neto del banco central es negativo, es decir que la relación entre la base monetaria respecto al nivel de activos internacionales, este último nivel tiende a ser mayor lo cual produce que el dinero en circulación o la demanda de base sea menor, por consecuencia se produce un efecto de restricción monetaria que se refleja en un mayor nivel de tasa de interés en el mercado financiero doméstico que permite hacerle atractivo no sólo a nivel interno sino también externo.

La aplicación de una política monetaria como instrumento base de control inflacionario – dada la flotación del tipo de cambio- fue definida por el Banco de México desde 1995, cuando establece el control de la liquidez como eje antiinflacionario, dado el nuevo esquema cambiario, así estable que... *“con un régimen cambiario de flotación, el banco central adquiere el control sobre la base monetaria, al no verse obligado a inyectar o sustraer liquidez mediante intervenciones en el mercado de cambios. Dado el esquema de flotación ahora en vigor en México, la base es modificada por el manejo discrecional del crédito interno neto del instituto emisor. De ahí que el crédito interno neto juegue un papel preponderante en la formulación de la política (monetaria) del Banco de México y en la constitución de un ancla que, junto con el comportamiento del crédito externo del banco central, sujete la evolución de los precios.*

*Al actuar sobre la base monetaria, el banco central podrá influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de ello, sobre la trayectoria general del nivel de precios”* (Banxico; 1995: 67).

Gráfica No. 18



Resulta clara la estrategia que seguiría el banco central en cuanto al papel de la base monetaria como ancla de precios en la economía mexicana desde 1995, es decir una evaluación rápida de la estrategia resulta en reconocer primero que el exceso de liquidez movida por un mayor cambio en la base monetaria respecto al cambio en los activos internacionales resultaría en un mayor incremento en el nivel de precios en la economía, lo cual nos permite reconocer el carácter monetarista de la política monetaria en nuestro país a partir de 1995, en donde se reconoce el papel preponderante de la teoría cuantitativa del dinero que expusimos en el capítulo primero de la presente investigación.<sup>37</sup>

Analizando la gráfica No. 18, podemos observar que pese a que el objetivo central de la política monetaria fue el reducir el nivel de precios internos, las acciones derivadas de mantener una política monetaria restrictiva que se tradujo en una evolución negativa del

<sup>37</sup> / Se reconoce por parte del Banco de México que la ecuación de liquidez en la economía estaría determinada por la siguiente expresión  $m \cdot v = p \cdot q$ , es decir que  $m = p \cdot q / v$ , es decir que la liquidez crecería en función de los niveles esperados de producto real y de precios menos la velocidad de circulación del dinero en la economía. Para mayor detalle ver capítulo I, apartado de política monetaria actual.

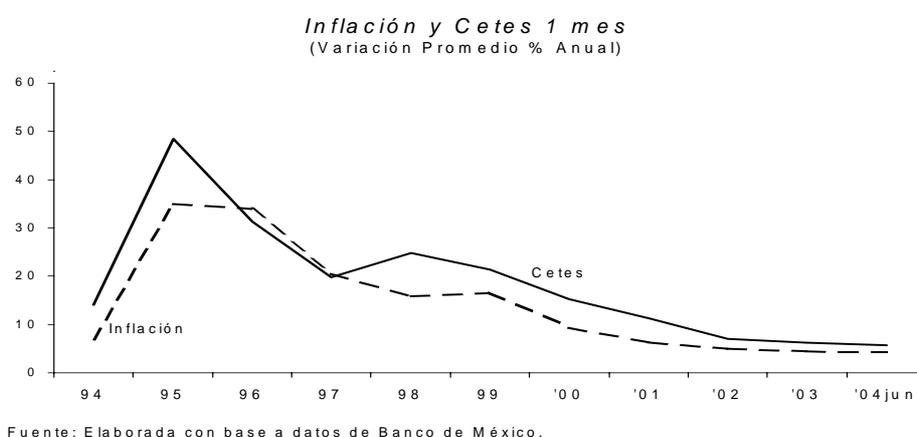
crédito interno del Banco de México desde 1995 hasta la fecha (2005), provocó la elevación de la tasa de interés doméstica con lo cual el mercado financiero nacional recobra la competitividad en términos de tasas sobre los flujos de capital internacional que dieron lugar a un crecimiento significativo de los activos internacionales los cuales pasaron de poco más de los 0.5 miles de millones de pesos de junio de 2002 en el año de 1994 a cerca de 6.5 miles de millones de pesos de junio de 2002 para junio de 2004, lo cual implicó un crecimiento en casi diez años de 1,200 por ciento es decir que los activos internacionales crecieron a pesos reales en el periodo a una tasa promedio anual mayor al cien por ciento, lo cual reforzó la estrategia en el manejo del tipo de cambio al aumentar la oferta de dólares lo cual ha contribuido de manera importante en la estabilidad que registro el dólar durante los últimos diez años en la economía mexicana.

Lo anterior significa que de alguna manera la política monetaria restrictiva ha sido eficiente por cuanto corresponde a la estabilidad de precios y tipo de cambio en la economía, aunque se debe de reconocer que dado que este tipo de política incide sobre la demanda agregada, está ha limitado un mayor crecimiento de la economía y del empleo durante el periodo de 1995 a 2005. Ello no significa que la liquidez en la economía sea totalmente controlada por el Banco Central de manera exógena o que por lo mismo se considere exógena la liquidez, por el contrario, dado que el crecimiento de la liquidez esta en función de la actividad de crecimiento de la actividad económica del sector real derivado del aumento del crédito bancario que es totalmente endógeno al crecimiento, así, la función que realiza el banco central es la de limitar su crecimiento hacia la economía a fin de evitar desajustes de precios y por tanto en el tipo de cambio real.

Sin embargo, el efecto de dicha política se reflejo de manera clara en la reducción en el crecimiento de los precios después de 1995, para alcanzar un mínimo en el 2004 menor al 5 por ciento anual, lo cual significó una reducción drástica en el aumento de los precios en la economía nacional. Por su parte, la repercusión como se comento de la política monetaria restrictiva fue la de presionar al alza la tasa de referencia libre de riesgo en el mercado financiero, en particular en la tasa de Cetes 28 días promedio la cual registró un rendimiento positivo real a partir de 1996 (ver gráfico 19), lo cual si bien hizo atractivo el

mercado de bonos públicos significó una presión sobre los rendimientos que debería obtener la banca comercial sobre sus créditos o bien sobre sus inversiones en el sector real de la economía, demostrando que la política monetaria al influir sobre la tasa de referencia libre de riesgo en el mercado de dinero, fue claro que esto provocó un aumento en el costo del crédito otorgado por la banca comercial con lo cual se afecta de manera positiva el margen financiero que obtiene por sus operaciones pasivas y activas.

Gráfica No. 19



Es importante destacar, que pese a que el Banco de México asume una política monetaria restrictiva en el periodo 1995-2005, ello no implica que se rechace la hipótesis de la endogeneidad de la liquidez en el esquema actual de política monetaria, dado que su crecimiento se encuentra determinado por la expectativa del crecimiento del PIB<sup>38</sup>, de esta manera lo que sucede es que el manejo de la política monetaria por parte del banco central establece una restricción en el crecimiento del PIB mediante el control de dicha liquidez, a través del control en la expansión del crédito interno del Banco de México, con lo cual implícitamente se busca reducir la expectativa inflacionaria mediante la restricción en la demanda interna.

<sup>38</sup> “En realidad, desde 19996, 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. Los programas anuales de política monetaria proyectan la demanda diaria de reservas, tomando en consideración el crecimiento probable del ingreso, las tasas de interés, y una tasa objetivo de inflación, en ellos se establece el compromiso del instituto emisor de abastecer la demanda de reservas, a menos que se presenten fenómenos anormales, que obliguen a la autoridad monetaria a compensarlos para mantener condiciones ordenadas en los mercados” (Mántey, 2004:111)

Lo que buscaba el banco central al inicio con el manejo de la política monetaria restrictiva era influir sobre la tasa de interés a fin de fortalecer el crecimiento en los activos internacionales mediante la restricción al crédito interno que se refleja en un menor crecimiento de la base con fines antiinflacionarios, a través del mecanismo de transmisión sobre las tasas de interés altas que reducen la demanda de dólares, retraen el consumo y se promueve la entrada de capitales dada la existencia de la globalización financiera en que se encuentra inserta la economía mexicana.

Es decir se mantiene la endógeneidad en la oferta de dinero por parte del banco central, sólo que dicha oferta se ve controlada vía crédito interno neto, con el fin de reducir la expectativa inflacionaria, manteniéndose elevada la tasa de interés con impacto directo sobre el fortalecimiento de activos internacionales que se ve reflejada en una mayor oferta respecto a la demanda de dólares y de esta manera influye sobre la estabilidad del tipo de cambio.

Por tanto, la política monetaria actual del Banco de México no niega la endógeneidad de la oferta de dinero propuesta por los poskeynesianos ya que su aumento se contempla en función de la tasa esperada de crecimiento del PIB, y sólo la controla con fines antiinflacionarios dado que la tasa de interés se encuentra determinada exógenamente a través de la actuación del banco central sobre el crédito interno neto que provoca ajustes en la oferta de dinero respecto a la demanda lo cual conduce a la elevación de la tasa de interés en el mercado de dinero.

Además, debemos de considerar que este tipo de política monetaria restrictiva resulta congruente con la necesidad de fortalecer los activos internacionales dadas las condiciones de apertura del mercado financiero y sobre todo que en la medida que nuestra moneda no es considerada como base de reserva internacional, el aumento de los activos internacionales se convierte en una condición para mantener el poder adquisitivo de nuestra moneda y por tanto en la estabilidad del tipo de cambio de libre flotación.

## **2.- Evolución de la Banca Comercial**

Los cambios institucionales por los que atraviesa la banca comercial al inicio de la década de los noventa hacían prever que los postulados teóricos de la represión financiera, entre los que destacaban el de liberar al mercado financiero, eliminar el encaje legal y dejar que fuese el mercado el que determinara el nivel de la tasa de interés, entre otros, permitirían lograr un desarrollo importante al sector bancario en México. Sin embargo, la crisis financiera que se inicia en nuestro país a partir de la devaluación de diciembre de 1994, dejaron en entre dicho las bondades propuestas por los teóricos de la represión financiera, ya que al contrario de dar lugar a un sector bancario competitivo que lograra abatir los costos de operación en beneficio de los clientes a través de la reducción en el margen financiero, se produjo la principal crisis de deudores de la banca en la historia de nuestro país.

Fue claro, que pese a la apertura que se da en el mercado financiero mexicano al inicio de la década de los noventa, que permitió el aumento de las instituciones financieras además de permitir la creación de los grupos financieros con el objeto de dar más solidez a sus operaciones, no condujo a una verdadera competitividad del sector bancario en México, por el contrario se siguieron manteniendo las mismas prácticas que en la década previa a la nacionalización de la banca comercial, es decir, los bancos siguieron actuando de manera especulativa en el mercado financiero, aprovechando el alto nivel de las tasas de interés reales que se ofrecían en el mercado de bonos públicos, el crédito que se otorgaba, se caracterizaba por ser caro dado el alto margen financiero que era mantenido por las instituciones a pesar de reducir sus costos de captación derivados de la modernización tecnológica de que fue objeto y que se manifestó en el despido masivo de personal de la banca comercial después de 1990<sup>39</sup>. Asimismo, mientras que la banca pagaba tasas pasivas por la captación por debajo del nivel de la tasa de referencia de Cetes 28 días, esto le

---

<sup>39</sup> “[...] se registró un ligero mejoramiento en la eficiencia del sistema, ya que se redujo 1.65 el número de personal empleado; con ello, el personal empleado por sucursal descendió significativamente, al pasar de 29 a 20 persona por oficina, en 1997 fue de 18 personas” (Lucero, 1999:70 y 78)

permitía aumentar sus rentabilidad por el hecho de invertir en Cetes y pagar por la captación una tasa menor.

Por otro lado, no se estableció una regulación adecuada por parte de las autoridades financieras como la SHCP y la CNBV, en cuanto al otorgamiento de créditos preferenciales a los propios socios de la banca comercial, con lo cual se estimulo el riesgo en la recuperación de cartera. Asimismo, mientras que la banca se financiaba en el exterior en dólares a tasas bajas de interés dada la estabilidad del tipo de cambio que se presentaba, los créditos que otorgaba mantenían un diferencial alto en relación al costo que aplicaban a las empresas y a las personas físicas.

En este sentido, la combinación de la devaluación de diciembre de 1994 que implicó la elevación en el costo de la deuda contraída en moneda extranjera por la banca comercial recientemente propiedad del sector privado y la elevación de las tasas de interés que generó el efecto inflacionario en 1995, dieron como resultado final una fuerte crisis de deudores que origino que el Estado tuviera que intervenir para evitar el quiebre del sector financiero en nuestro país durante ese año, dando como resultado final la elevación de la cartera vencida y una situación de insolvencia de la banca comercial para hacer frente a sus obligaciones con el exterior.

Por tanto, las propuestas de los teóricos de la represión financiera fueron evidentes que no condujeron al desarrollo del mercado financiero en México y por el contrario dieron lugar a la peor crisis financiera que registra nuestro país desde la devaluación del peso en septiembre de 1982 ya que durante este periodo de 1995 una de las diferencias principales fue que el endeudamiento externo no fue exclusivo del sector público sino también del sector privado lo que potencio la crisis financiera dada la apertura a que estaba sujeto el sector financiero de México en ese momento.

Dado lo anterior, en el presente apartado analizaremos la evolución que registró la banca comercial en relación a la captación, financiamiento, margen financiero y la cartera vencida sobre su propia evolución, destacando la aplicación de los postulados poskeynesianos en el

sentido de que esta juega un papel determinante en la promoción del financiamiento a la inversión productiva y por consecuencia de la demanda efectiva, a fin de poder entender con mayor claridad por que después de 1995 y hasta principios del 2004 no se reactivó su dinámica y sólo operó como mecanismo de especulación del mercado financiero aprovechando las condiciones del mercado nacional y apertura del sector financiero en nuestro país.

Asimismo, analizaremos como los nuevos cambios que son operados en la ley de inversiones extranjeras en cuanto al sector financiero con el Presidente Ernesto Zedillo durante 1995, facilitaron la penetración del capital extranjero sobre el sector bancario nacional, que junto con los efectos de la crisis financiera de 1995 dieron lugar a la reducción de los intermediarios financieros y a la conformación de un mercado oligopolizado y transnacionalizado que ha operado en términos de su rentabilidad y no en la promoción del financiamiento a la inversión con efectos directos sobre la demanda efectiva como lo propone el pensamiento poskeynesiano actual.

Finalmente, destacaremos como la conformación de un mercado oligopolizado y donde más del noventa por ciento de la banca comercial es propiedad mayoritaria del capital extranjero que junto con una política monetaria restrictiva ha contribuido a la existencia de un margen financiero alto que limita el acceso al crédito por parte del sector real de la economía durante el periodo de 1995-2005, sin que a la fecha podamos observar un cambio en esta estructura y en donde las propias autoridades financieras de nuestro país lo han permitido, de ahí que resulte importante nuestra propuesta de llevar a cabo la *Refuncionalización del Papel de Estado* por cuanto corresponde al mercado financiero y en particular al bancario a fin de lograr una nueva estructura bancaria que estimule y favorezca el crecimiento del financiamiento y la promoción de la demanda efectiva, con efectos directos sobre el empleo en la economía.

Una vez establecido lo anterior se analizarán primero los cambios institucionales de la banca comercial que se llevan a cabo a partir de la crisis financiera de 1995.

## **2.1 Cambios institucionales de la banca comercial**

Los efectos de la crisis financiera de 1995 sobre la banca comercial en México, dio como resultado cambios institucionales profundos iniciando estos con la intervención que tuvo que realizar el Gobierno Federal para rescatar de la crisis a la banca comercial a través del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA), que dentro de sus objetivos principales fue el de proteger los intereses tanto de los ahorradores como de los deudores de la banca comercial y de esta manera evitar una crisis de todo el sistema financiero en nuestra economía. Las acciones que se emprendieron en ese momento actuaron sobre aspectos relacionados con la regulación y supervisión de los grupos financieros que no habían sido considerados al momento de la privatización de la banca comercial al inicio de 1990.

Asimismo, la crisis del sistema financiero mexicano y en particular de la banca comercial evidenciaban que la liberación del sistema que se inició a partir de 1990, no generó una mayor competitividad del sector bancario en México y al mismo tiempo demostró que la liberación tan abrupta del sector no necesariamente se reflejaría en una banca propiciadora del desarrollo económico a través del financiamiento que otorgara a la inversión productiva del sector real de la economía.

En este sentido, el balance de la liberación financiera fue negativo, ya que pese a la creación y autorización de nuevos grupos financieros en el periodo de 1992 a 1994, ello no significó una reducción en el margen financiero de la banca comercial, pero si implicó una fuerte crisis de deudores que obligó a la intervención del Gobierno Federal dando como resultado el cierre o fusión de bancos comerciales, empezándose con ello a conformar una estructura oligopólica del mercado bancario.

Las principales acciones que fueron asumidas a través del FOBAPROA y que significaron cambios institucionales importantes se pueden enumerar de la manera siguiente:

1. Fortalecimiento del Marco Regulatorio con Fines Prudenciales.- Consistía en la creación de un nuevo sistema que exigía que las instituciones bancarias constituyeran reservas preventivas equivalentes al 60% de la cartera vencida o a 4% de la cartera total de crédito, lo que resultara mayor.
2. Programa de Capitalización Temporal (PROCAPTE).- Mantener un coeficiente de capitalización (relación capital/activos), superior al ocho por ciento siendo lo adecuado según el acuerdo de Basilea de lograr un nivel del 12%. En los casos en donde los bancos redujeran el mínimo de 8%, el FOBAPROA adquiriría instrumentos de deuda subordinados con el objeto de mejorar sus niveles de capitalización.
3. Financiamiento para la Liquidez en Moneda Extranjera.- A través del FOBAPROA se asignaron créditos en dólares con el fin de que los bancos comerciales pudieran hacer frente a sus compromisos con el exterior. Este programa al inicio de 1995 apoyó a 17 bancos comerciales de un total de 18.
4. Intervención de Instituciones de Crédito.- Las instituciones que fueron intervenidas por el FOBAPROA y a las cuales recibieron créditos para fortalecer su capital podían posteriormente ser vendidas o cerradas según la situación financiera de cada una de ellas. Entre las instituciones bancarias intervenidas se encontraban: Banpaís, Banco Obrero, Banco de Oriente, Banco del Centro, Banco Interestatal, Banco Inverlat, Banco Unión y Banca Cremi.
5. Programa de Fortalecimiento de Capital con Compra de Cartera.- Se proporcionaron créditos mediante el ofrecimiento de bonos de largo plazo sobre la cartera vencida debidamente calificada que en la mayoría de las veces significó el doble del capital fresco que los accionistas aportarían.<sup>40</sup>
6. Reestructuración de Créditos en Unidades de Inversión y el Programa de Apoyo a Deudores de la Banca.- El primero consistía en convertir la deuda en UDI's que serían indizadas a la inflación para facilitar el pago con una tasa real del 6.5% anual al inicio. El segundo programa establecía descuentos de intereses y mayores plazos en moneda nacional a fin de facilitar el pago de los deudores de la banca, dado el

---

<sup>40</sup> / Esto significó modificaciones en la estructura accionaria del capital social de las controladoras de los grupos financieros, instituciones de banca múltiple y casas de bolsa que permitía una mayor participación de capital de personas morales nacionales o extranjeras. Esta situación llevaría a la modificación posterior de la Ley de Inversiones Extranjeras en diciembre de 1996.

deterioro de su poder adquisitivo resultado de la devaluación de diciembre de 1994 y de los efectos que ésta tuvo sobre el aumento de la inflación doméstica.

Sin embargo, podemos observar que básicamente los esfuerzos de intervención del Gobierno Federal sobre las instituciones de crédito se enfocaron principalmente a evitar el quiebre de la banca comercial y por tanto del sistema financiero nacional, más que ha establecer acciones de regulación que llevaran a mejorar la prevención de crisis del sistema bancario. De hecho, podemos observar que los cambios que sufre la legislación de la inversión extranjera en diciembre de 1996 y que entraría en vigor en enero de 1997 daría lugar a la eliminación de mantener un máximo de inversión extranjera en la banca comercial de 49% que se había establecido en 1993, para quedar a partir de 1997 en un cien por ciento autorizado por la propia Ley de Inversión extranjera en su Capítulo VI de dicha ley a partir de enero de 1997.

La modificación a la Ley de Inversión Extranjera en 1997, marcaría el inicio de lo que sería posteriormente la participación mayoritaria de ésta en los próximos años sobre la banca comercial de nuestro país, con lo cual se inicia la transnacionalización de la propiedad de la banca comercial en México, que conjuntamente con el proceso de oligopolización que se gestaría daría lugar a que el negocio bancario fuese uno de los más rentables después de la crisis financiera de 1995 en nuestro país.

Las modificaciones al marco jurídico aunados con el cambio tecnológico y las innovaciones financiera que modifican tanto la organización bancario como los instrumentos bancarios, 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, así en mayo de 2000 Grupo financiero Serfin fue adquirido por Banco Central Hispano (Banco Español), en agosto de 2000 Banco Bilbao Vizcaya Argentaria “BBVA” adquiere Bancomer<sup>41</sup>, en septiembre de 2001 Citibank (banco estadounidense) adquiere el grupo financiero Banacci Accival “Banamex”. Posteriormente Bital es adquirido por HSBC

---

<sup>41</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% [...] 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).

(banco Ingles), Inverlat por Socotiabank (banco canadiense). Con estas adquisiciones los bancos extranjeros tienen una participación de mercado que se sitúa entre el 75% y 80% con respecto tanto a los activos como a los pasivos.

Asimismo, es importante señalar que el costo del rescate bancario al cierre de 1995 representó el 5.5% del PIB, es decir que los cambios institucionales que fueron operados a través del FOBAPROA con el fin de mejorar la situación de la banca comercial representaron un costo importante, ya que pese a que en ese año el saldo del rescate bancario fue de 90,800 millones de pesos, al cierre del año 2004 su saldo creció a cerca del billón de pesos, como resultado principalmente de la capitalización de intereses de los bonos emitidos por el FOBAPROA por la compra de cartera vencida, lo cual ha representado una fuente importante de ingresos actualmente para la banca comercial en nuestro país.

Cuadro No. 3  
Costo Fiscal de los Programas de Saneamiento Financiero  
(Millones de Pesos de 1995)

Programa	Costo Total
UDIs	17,000
ADE	13,400
FOBAPROA	32,000
Esquemas de Capitalización	7,400
Autopistas Concesionadas	14,100
Medidas Adicionales */	6,900
Total	90,800
Costo del Programa como % del PIB	5.5

Nota: \*/ Incluyen 1,000 m.p. por concepto de retroactividad de tasas en programas de UDIs; 2,600 m.p. por ampliación de UDIs para créditos de vivienda; 1,100 m.p. por pago de intereses por reestructuraciones en UDIs; y 2,200 m.p. por concepto de esquemas de capitalización y compra de cartera.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público y Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Como se puede observar en el cuadro No. 3, tenemos que los diferentes programas implementados por el Gobierno Federal para evitar la crisis del sistema financiero mexicano y que dieron lugar a cambios en el mecanismos de prevención de riesgos sobre cartera vencida no implicó un cambio significativo en la regulación prudencial sobre la

operación de la banca comercial y sobre todo en el margen financiero que operaría en los siguientes años.

Se puede decir que los cambios institucionales que se operaron en la banca comercial en 1995 como resultado de la crisis financiera iniciada por la devaluación de diciembre de 1994, dieron como resultado final un proceso de concentración mayor de la banca comercial y de transnacionalización del sector bancario que no se había registrado en el mismo en toda su historia. Todo esto fue fortalecido por las acciones encaminadas a fomentar la capitalización del sector bancario con lo cual en 1997 con las modificaciones en la Ley de Inversión Extranjera de nuestro país abrieron la puerta al capital extranjero, pudiendo este ser propietario hasta el cien por ciento del capital social de bancos y casas de bolsa, estimulándose el carácter oligopólico y con un alto costo financiero para los demandantes del crédito.

La situación anterior llevó a que la banca comercial se convirtiera en parte del mercado financiero especulativo ya que más que promover tasas atractivas en la captación de recursos y reducir el costo del crédito, se orientó de manera importante a la inversión en valores públicos con cero riesgo y alta rentabilidad situación que se reflejaría en los años siguientes en la reducción del financiamiento otorgado al sector privado no financiero de la economía.

De esta manera, la depuración del sector bancario que se reflejó en la concentración del sector fue promovida de alguna manera por las mismas instituciones del Gobierno Federal encargadas de la regulación y supervisión del sector bancario, por tanto, pese a que el Banco de México reconoció en su informe de 1995 que... “es pertinente mencionar tres grandes retos a enfrentar en los próximos años: i) el del combate a la agobiante pobreza de parte importante de la sociedad; ii) el del subempleo, que en numerosos casos raya en el desempleo; y por último iii) el de recuperación plena del sistema bancario.... Respecto a la recuperación del sistema bancario, es de tener presente que un proceso eficiente y sólido de intermediación financiera es crucial para sostener tasas altas de crecimiento” (Banxico; 1995: 13).

De esta manera a pesar que el Banco de México reconoce la importancia del sistema bancario en el proceso de financiamiento para el crecimiento económico, como es reconocido por la corriente de pensamiento poskeynesiana, los resultados que se dieron y que a la fecha se encuentran presentes en la evolución del sistema bancario incluso en 2005, es la de ser un sector especulativo con una dosificación en el crédito y de alta rentabilidad producto del mantenimiento de altos márgenes financieros y de las inversiones en papel público que no permiten un desarrollo sano en su proceso de intermediación de recursos como es postulado por la corriente de pensamiento poskeynesiana.

Lo anterior, hace más urgente que el *Estado Refuncionalice* su papel de regulador de la banca comercial que mayoritariamente se encuentra en manos del capital extranjero y con ello se limita su papel de financiadora al crecimiento del sector real de la economía en nuestro país.

En los siguientes apartados veremos como a partir de 1995 la distorsión en el funcionamiento de la banca comercial se reflejará en un incipiente crecimiento de la captación y del crédito al sector real de economía, lo cual hace manifiesto la importancia de regular su funcionamiento a través del Estado con el objeto de que cumpla con su papel de fomentar el crecimiento de la economía vía crédito a la economía y de esta manera incrementar la demanda efectiva y por consecuencia el ingreso el ahorro, empleo y el bienestar de la población en México, acorde con los postulados poskeynesianos, de lograr un crecimiento endógeno de la economía en el largo plazo.

En la medida que se establezcan regulaciones específicas que lleven a que la banca comercial retome su verdadero papel de promotora del crecimiento a través de la reducción en el margen financiero, podremos observar un aumento en el crédito a la producción con beneficios directos en el empleo, consumo y en consecuencia del aumento del ahorro y la captación de la banca comercial en la economía nacional.

## 2.2 Captación

Pese a la liberación de mercado financiero mexicano que implicó la libre determinación de la tasa de interés a partir de las libres fuerzas del mercado, con el objeto de que su precio permitiera el sano desarrollo del sector bancario como lo preveían los teóricos de la represión financiera el inicio de la década de los noventa, parece no haber tenido los efectos esperados por el contrario se conformó una estructura de mercado bancario oligopólica que favoreció por una parte el mantenimiento de una tasa pasiva después de 1995 relativamente baja<sup>42</sup> en términos reales e incluso negativa que afectó de manera determinante la captación del sistema bancario; por otra parte ante la necesidad del banco central de incrementar los activos internacionales y competir en el mercado internacional por la atracción de capital externo favoreció rendimientos reales positivos en la tasa de referencia de los Cetes a 28 días, lo cual permitió a la banca comercial obtener altos beneficios por la inversión en este tipo de instrumentos del Gobierno Federal.

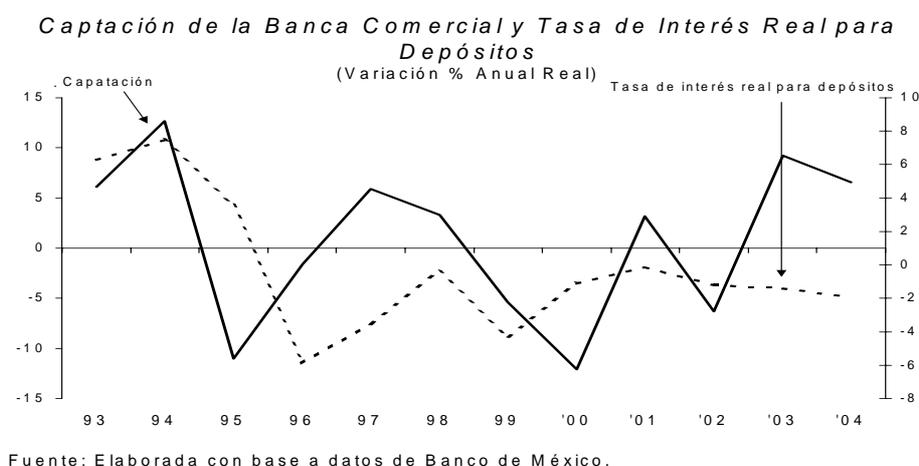
En este sentido tenemos que dada la evolución en términos reales de la captación de la banca comercial después de 1995 mantuvo un comportamiento errático que continuó reflejándose durante el periodo que va de 1995 a 2004 (ver gráfica No. 20), en donde se puede observar como sólo en los años de 1997 y 1998 se registra un crecimiento positivo de la captación real para después volver a caer, observándose una recuperación más clara hasta el cierre de 2004. Sin embargo, es importante destacar que parte del comportamiento errático de la captación bancaria se explica en buena parte por los rendimientos reales negativos que ha ofrecido la banca comercial en sus instrumentos de depósito ya que desde 1995 se observan tasas reales negativas en los depósitos que ofrecen los bancos comerciales.

---

<sup>42</sup> “En el mercado bancario mexicano, las tasas de interés sobre depósitos bancarios se encuentran a niveles muy inferiores a la tasa del activo financiero libre de riesgo de igual plazo (i.e certificados de tesorería del gobierno federal). La liberalización de tasas de interés ocurrida en 1988, en lugar de elevar las tasas bancarias pasivas por efecto de una mayor competencia por recursos entre los bancos comerciales, tuvo el paradójico efecto de reducirlas, evidenciando condiciones de competencia oligopólica en el sector” (Mántey, 2004:127-128)

Es decir, que desde el año de 1995 la banca comercial no ha logrado resarcir a sus clientes el deterioro de la inflación sobre sus depósitos, debido a que su tasa promedio anual ha sido inferior al promedio en el crecimiento de los precios durante todo el periodo de 1995-2004, lo cual evidentemente ha afectado las expectativas de los ahorradores en cuanto a la rentabilidad que ofrece la banca comercial por sus depósitos a pesar de haberse presentado una reducción importante en el crecimiento anual de los precios.

Gráfica No. 20

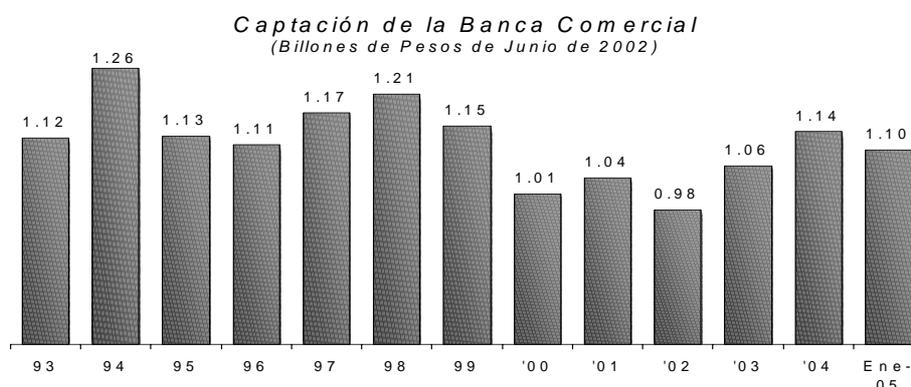


La situación anterior contrasta significativamente con la evolución de la tasa real y de la captación bancaria que se registro durante el periodo de 1991 a 1994, en donde las tasas de interés sobre depósitos bancarios ofrecieron rendimientos reales positivos, y la captación de la banca comercial mostró un crecimiento sostenido desde 1989, lo cual favoreció el crecimiento del sector bancario en ese periodo. Sin embargo, después de 1995 observamos que los rendimientos ofrecidos por los depósitos en la banca comercial caen de manera significativa en términos reales ya que durante los últimos nueve años se ha mantenido esta tendencia, lo cual favorece de manera importante la rentabilidad de la banca comercial a pesar de mantener restringido el crédito al sector privado no financiero, debido al bajo costo de la captación de la banca comercial en términos reales.

Lo anterior se observa de manera más clara en la gráfica No. 21, en donde se presenta la evolución de la captación real de la banca comercial, medida en billones de pesos de junio

de 2002, en donde se desprende que después de que en 1994 la captación de la banca comercial alcanzó un máximo histórico de 1.26 billones de pesos de junio de 2002, este nivel no se ha podido alcanzar a pesar de la mejoría en el crecimiento de la economía en los últimos dos años y de la diversificación de instrumentos ofrecidos por los bancos comerciales, situación que se explica como ya mencionamos por el rendimiento real negativo que ofrece la banca comercial por los depósitos en moneda nacional.

Gráfica No. 21



Fuente: Elaborada con base a datos del Banxico.

De hecho considerando como referencia el cierre del año de 2004 en relación con diciembre de 1994 (que fue el más alto), se observa una caída en términos reales de la captación bancaria de  $-10.2\%$  real a pesar de los crecimientos que se lograron del  $9.2\%$  en 2003 y del  $6.6\%$  durante el 2004 en términos reales, lo cual significa que en efecto el bajo nivel de las tasas pasivas de la banca comercial han influido de manera importante en la recuperación de la captación de la banca comercial en los últimos diez años en la economía mexicana.<sup>43</sup>

Sin embargo, ¿como podemos explicar la mayor rentabilidad de la banca comercial?, en los últimos años en donde tenemos que el crédito no se ha recuperado de manera importante y por otra parte la captación real tampoco lo ha hecho. Parte de la respuesta la podemos

<sup>43</sup> “La baja remuneración a los depósitos, sin embargo, ha llevado a una contracción en la captación real de recursos por los intermediarios bancarios, particularmente tras la crisis cambiaria de 1994. Esto ha exacerbado las presiones que los banqueros ejercen sobre las tasas de interés en dos direcciones: elevando las tasas que

encontrar en los efectos que la política monetaria restrictiva seguida por el Banco de México con fines antiinflacionarios desde 1995, ha implicado que el piso de la tasa de referencia libre de riesgo (Cetes 28 días) se ha alto con lo cual, les permiten a los bancos comerciales captar dinero por debajo del rendimiento ofrecido por la tasa de Cetes a 28 días, lo cual le ha permitido en el periodo de 1995 al 2005, obtener altos beneficios por el sólo hecho de pagar tasas pasivas por debajo de las ofrecidas por la tasa libre de riesgo en la economía mexicana, lo cual ha hecho que el mercado de dinero para la banca comercial represente un importante renglón en la rentabilidad de ésta<sup>44</sup>.

La situación descrita anteriormente la podemos observar en la gráfica No. 22, en donde se desprende que mientras que en el periodo de 1995 a 2004 las tasas de los depósitos bancarios han mantenido rendimientos reales negativos, por el contrario el rendimiento real de los Cetes a 28 días en el mismo periodo sólo registra rendimientos reales negativos ligeros en los años de 1996 y 1997. Mientras que durante el resto de los demás años el rendimiento real de Cetes a 28 días alcanza niveles máximos cercanos al 10% real en 1995 y de casi el 8% real en 1998, situación que ha hecho muy atractivo el mercado de dinero tanto para la banca comercial como para los ahorradores externos que ven en este mercado un elemento de gran rentabilidad en comparación incluso con el propio mercado norteamericano en donde en el mismo periodo el rendimiento real ha sido inferior al 2% en términos reales, es decir, que dada la congruencia de mantener una política monetaria restrictiva que presiona las tasas de interés al alza permite la atracción de capital externo al mercado de dinero y a la vez favorece la inversión financiera de la banca comercial en el mercado de dinero con cero riesgo<sup>45</sup>, lo cual le permite incrementar sus rendimientos de

---

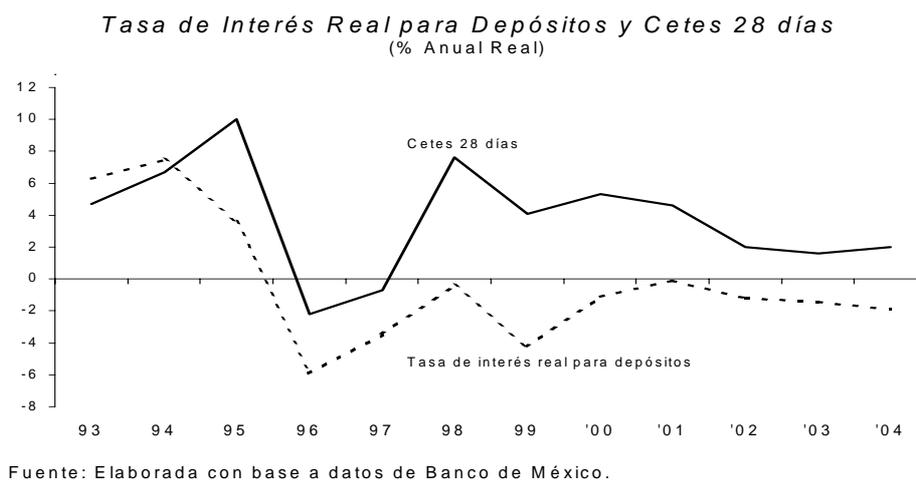
demanda en las subastas primarias de cetes, y reduciendo las tasas que ofrecen a su depositantes” (Mántey, 2004:1333)

<sup>44</sup> “[...] el diferencial entre la tasa de depósito y las tasas integradas al mercado internacional (i.e. activa, fondeo e interbancaria) ha tendido a ampliarse de manera sorprendente al mismo tiempo que las demás tasas convergen [...]. Esto sugiere que la rentabilidad bancaria se está sosteniendo gracias a que los bancos operan en condiciones de competencia oligopolica, y pueden fijar las tasas de depósito por debajo de sus niveles de equilibrio” Mántey, 2004:1333)

<sup>45</sup> “El margen entre la tasa de cetes, que es la tasa de equilibrio del Mercado y la tasa de depósitos, que esta por debajo del nivel de equilibrio que tendría en un mercado más competitivo, permite a los banqueros tener un margen financiero libre de riesgos” (Mántey, 2004:134) “Al predominar la tenencia de bonos (1995-2000) se amplió el margen entre tasas de los CETES y la tasa de los depósitos, acompañadas con crecientes ingresos por comisiones y tarifas e intermediación financiera [...] La tasa de los depósitos actuó como el ancla que garantizo altas utilidades bancarias, imponiendo límites a la competencia entre los diversos segmentos de fondeo de la banca” (Levy, 2005b, 26)

manera significativa en el periodo de 1995-2004, sin tener la necesidad de ofrecer créditos que le implican un mayor riesgo. Por tanto, tenemos un mercado bancario con crédito escaso y caro, como lo veremos en la siguiente sección de la presente investigación.

Gráfica No. 22



De esta manera, tenemos que en efecto empíricamente el manejo de una política monetaria restrictiva por parte del Banco de México, si bien influye sobre el crecimiento de los precios internos, genera presiones en el mercado de dinero que hacen que las tasa de interés se eleve, dado que esta desde el punto de vista poskeynesiano esta siendo determinada exógenamente. Es decir, que mientras que la base monetaria o la oferta de dinero en la economía responde a las condiciones endógenas del crecimiento económico, al introducir el banco central una política restrictiva provoca que las tasas de interés sean más altas en los Cetes a 28 días que actúan como mecanismo para hacer atractiva la reducción en la liquidez y al mismo tiempo actúa como un mecanismo que desincentiva la demanda de dólares, al hacer más rentable el mercado de dinero que el mercado cambiario con lo cual coadyuva al incremento de los activos internacionales en poder del banco central y facilita la estabilidad en la cotización del tipo de cambio.

Por tanto, no podemos negar que en efecto el manejo de una política monetaria restrictiva influye de manera directa sobre la tasa de interés libre de riesgo en la economía –Cetes 28

días-, que frente a un mercado bancario de carácter oligopólico que paga tasas pasivas por debajo de la tasa libre de riesgo, le permite obtener beneficios adicionales por la inversión de estos pasivos en el mercado de dinero mediante la compra de valores públicos, lo cual hace entonces que dado que el crédito se torna escaso por este proceso, el margen de rentabilidad con el que opera la banca comercial tienda a ser mayor, debido al mayor riesgo que existe al otorgar el crédito, haciendo que sólo los sectores más rentables de la economía tengan acceso al crédito bancario, a la vez que explica en parte por que en los últimos años la banca comercial no ha experimentado un crecimiento significativo en el financiamiento al sector privado no financiero en la economía mexicana y al mismo tiempo mantenga importantes márgenes de rentabilidad.

En este sentido, podemos concluir porqué parte de los postulados poskeynesianos aplicados al caso mexicano correspondientes al papel que tiene la banca comercial como mecanismo de financiamiento al sector real de la economía y contribuir al crecimiento de la demanda efectiva, el empleo, ingreso y por tanto el ahorro expost, no se ha presentado en México, razón por la cual es necesario replantear el papel del Estado en la economía a fin de regular y estimular a que la banca comercial asuma su papel para la promoción del crecimiento en nuestro país. Ya que, de seguirse manteniendo el atractivo del mercado dinero en el mercado financiero nacional, no puede descartarse que se presente una nueva situación de crisis financiera como la que se registro en 1995.

Finalmente, considerando nuestra propuesta en el sentido de *Refuncionalizar el Papel del Estado en la Economía a la luz del enfoque teórico poskeynesiano*, este debería de establecer tope máximos en los diferenciales entre la tasa libre de riesgo y la pasiva que pagan los bancos por sus depósitos a fin de que al menos los ahorros de la sociedad no pierdan su poder adquisitivo en el tiempo como actualmente sucede y además establecer también máximos en torno al margen que los bancos cobran por los créditos en relación a la tasa pasiva a fin de estimular el financiamiento al sector productivo de la economía y

desestimular el carácter especulativo que actualmente tienen las inversiones activas en el mercado financiero de dinero por parte del sector bancario comercial transnacionalizado<sup>46</sup>.

### **2.3 Financiamiento a la inversión productiva**

Desde el punto de vista de la corriente de pensamiento poskeynesiana, el papel que tienen los bancos comerciales como financiadores de las empresas es fundamental debido a que ofrecen los recursos necesarios para que las empresas del sector privado puedan llevar a cabo el crecimiento de su producción, dando lugar al proceso de crédito-depósito, con lo cual se incurre en el nexo poskeynesiano de inversión-ahorro.

Al respecto por ejemplo Louis-Phillippe Rochon plantea que debido a que las empresas incurren en costos al comienzo del proceso de producción y solamente reciben ganancias de las ventas al final del proceso de producción, las empresas requieren de financiamiento (Rochon: 1999). Esto también sugiere que los préstamos crean depósitos, si nosotros aceptamos la causalidad préstamos-depósitos nosotros estableceríamos el nexo inversión-ahorro. Moore ha mencionado que la cantidad requerida para emprender el proceso de producción será igual a la demanda de financiamiento necesario para pagar los salarios de los trabajadores en los sectores de bienes de consumo y bienes de inversión (Rochon: 1999), razón por la cual el financiamiento del sector bancario se hace necesario para incrementar la producción tanto del sector de bienes de consumo como el de capital dándose el proceso de inversión-ahorro en la economía.

Por tanto, el financiamiento bancario juega un papel fundamental en el proceso de crecimiento de la producción y en consecuencia de la demanda efectiva en la economía – como ya señalo en el segundo capítulo de la presente investigación-. Al respecto, dentro de la corriente poskeynesiana existen posiciones que tienen que ver con la endógeneidad de la liquidez, siendo las más conocidas la de los Verticalistas que establecen que la oferta de

---

<sup>46</sup> “[...]La discrecionalidad en el manejo de la tasa de depósitos a la vista es una prerrogativa que muchos bancos centrales han retenido aun cuando han liberalizado las demás tasas de interés. Regresar a esta medida sería saludables, ya que al reducirse el margen financiero libre de riesgo, los bancos tendrían incentivos para destinar una mayor parte de sus recursos al crédito a actividades productivas” (Mántey, 2002:12)

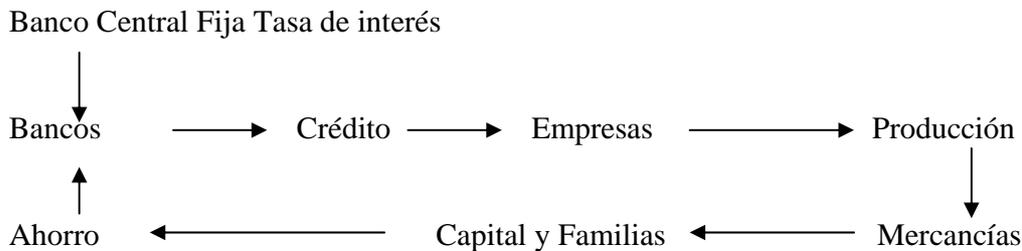
dinero es perfectamente inelástica –vertical- ante cualquier cambio de la tasa de interés, en tanto que los Horizontalistas, plantean la existencia de una curva de oferta de dinero perfectamente elástica –horizontal- en donde los bancos comerciales están dispuestos a ofrecer el crédito. Cambiando su nivel de oferta de crédito en el Horizontalismo cuando la tasa al mayoreo de dinero es modificada por el banco central, lo cual produce que los bancos comerciales ajusten su tasa de interés a este nuevo nivel con lo cual se reduce la disposición del crédito, en ese sentido, los bancos comerciales no son agentes pasivos en el proceso de financiamiento a la inversión en la economía.

Sin embargo, se reconoce tanto por los Verticalistas como por los Horizontalistas el carácter endógeno de la oferta de dinero, siendo la tasa de interés determinadas exógenamente. De esta forma, se establece que la tasa de interés no se puede determinar por la “oferta y la demanda” de los préstamos, si la oferta y la demanda no son independientes.

Los Bancos se caracterizan por ser fijadores de precio en mercados de corto plazo de préstamos al menudeo. Las tasas de interés al mayoreo, finalmente, están bajo la influencia de la política del banco central (Wray R.: 1998) . De esta manera tenemos que la oferta de dinero se determina de manera endógena mientras que el precio del dinero (tasa de interés de corto plazo) se determina de manera exógena.

Por tanto, tenemos que la demanda de préstamos, se encuentra determinada por el gasto planeado de inversión y la oferta de préstamos se acomoda a la demanda, y ésta determina la cantidad de dinero bancario creado; préstamos crean depósitos. Así, la demanda de préstamos es inelástica, por lo menos en el corto plazo, el cambio en la tasa de interés juega un papel secundario en la decisión de pedir préstamo/prestar, más bien esto es una asunto de la rentabilidad esperada de la empresa para poder enfrentar el pago del crédito y el banco de asegurar que dada la rentabilidad de la empresa esta podrá pagar el crédito y de esta manera reducir el riesgo.

Tenemos entonces, que bajo la óptica poskeynesiana el crédito bancario juega un papel fundamental en el proceso de crecimiento de la producción, como lo podemos apreciar en el siguiente esquema:



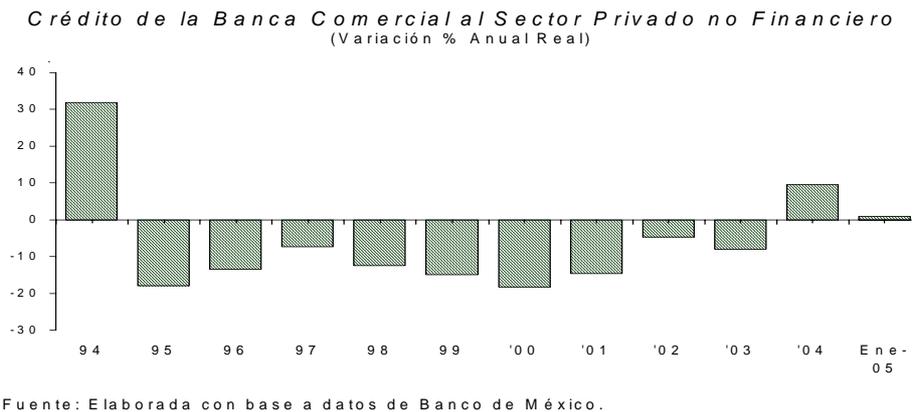
En este sentido de acuerdo a la teoría del Circuito Monetario (Rochon: 2001), el crédito bancario es un flujo que responde a las necesidades de la economía para producir o crecer, es importante entender que el crédito bancario es necesario con independencia de si la economía esta creciendo, dado que éste se requiere para apoyar el dinamismo económico de largo plazo.

Por tanto, el crédito bancario juega un papel importante en el proceso de financiamiento a la producción a fin de promover el crecimiento de la demanda efectiva y del ahorro interno de la economía. Sin embargo, analizando el caso de México durante el periodo de 1995-2003 tenemos que se observa un retroceso fundamental en el crédito de la banca comercial destinado al sector privado no financiero de la economía, lo cual supondríamos que ello limitó de manera importante el crecimiento del Producto Interno Bruto en ese periodo.

¿Que pasó con el crédito bancario en el periodo 1995-2005 para el caso mexicano?, la respuesta a nuestra pregunta tiene dos principales respuestas, la primera es que empíricamente la evolución del crédito bancario al sector privado de la economía presenta un cambio drástico pasando de una tasa de crecimiento de más del 30% real en 1994 a una disminución negativa que se registra hasta el año de 2003 (ver gráfica 23), alcanzando su caída más fuerte en 1995 y el año 2000, la cual fue cercana a -20.0% en términos reales.

Es decir que durante nueve años el crédito de la banca comercial fue menor de manera constante desde 1995, no apoyando el crecimiento de la producción que se presenta en algunos años de este periodo.

Gráfica No. 23



El proceso de crisis financiera que se presenta en el sector bancario durante el año de 1995 y que da lugar a un fuerte aumento de la cartera vencida y a la necesidad de la intervención del Gobierno Federal a través del FOBAPROA para rescatar a la banca originó, en buena medida un proceso de depuración del sector bancario que dio lugar a un proceso de concentración del sector bancario a partir de 1996 y después de 1997 conformó una estructura oligopólica bajo el control del capital externo.

Las condiciones de apertura financiera de la economía que se inician desde principios de la década de los noventa originan una mayor vulnerabilidad del propio sector financiero, derivado del libre flujo del capital externo, que termina por influir de manera determinante en la crisis financiera de 1995 y la posterior oligopolización y transnacionalización del sector bancario en nuestro país.

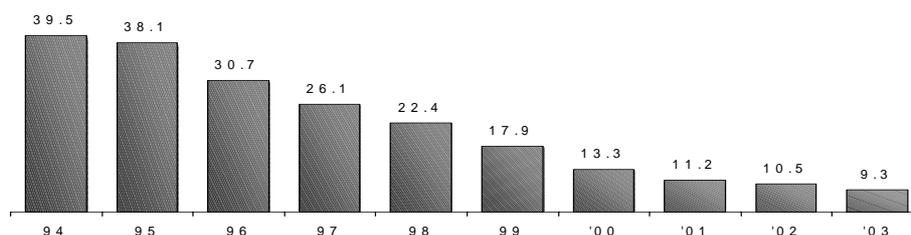
De echo es evidente, que la banca comercial mantuvo una situación clara de astringencia crediticia durante todo el periodo de 1995-2005, ya que pese que en los años de 2004 y principios de 2005 se empieza a observar un variación positiva en el saldo del crédito bancario al sector privado no financiero de la economía, en términos acumulados la caída

se sigue manteniendo, ya que si consideramos la variación acumulada real de diciembre de 2004 con relación al saldo existente al cierre de 1994, observamos que esta registra una caída acumulada de 67.1 por ciento real. Es decir que el nivel del saldo real del crédito bancario al cierre de 2004 es menor en más de dos terceras partes al existente al cierre de 1994.

Lo anterior indica de manera clara que la actividad crediticia del sector bancario ha sido muy reducida en el caso de México durante los últimos diez años, lo cual indica que la banca comercial no ha tenido un papel importante en el financiamiento a la producción en este periodo<sup>47</sup>.

Grafica No. 24

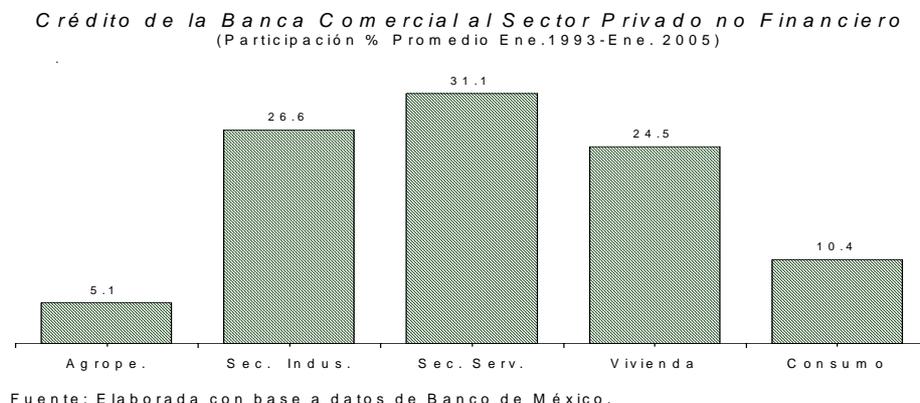
*Crédito Bancario a PIB  
(% Anual)*



Fuente: Elaborada con base a datos del INEGI y Banxico.

Si observamos, la relación del crédito total otorgado por la banca comercial al sector privado a PIB durante todo periodo se desprende claramente como después de que el crédito bancario alcanzó un máximo de casi el 40 por ciento en 1994 al cierre de 2003 este se ha reducido a sólo cerca del 10 por ciento, o sea que tan sólo en nueve años tres terceras partes de la participación de la banca comercial vía crédito se han perdido, es decir que la banca comercial en México como instrumento de financiamiento como lo propone la corriente de pensamiento poskeynesiana ha tenido poca importancia en la explicación de la evolución de la demanda efectiva de nuestro país en los últimos años.

Gráfica No. 25



Por otra parte, tenemos que si bien en el año de 2004 –y el inicio de 2005-, el crédito bancario observó un crecimiento real, este se explica principalmente por la fuerte recuperación que tuvo el crédito otorgado al consumo –tarjeta de crédito- que experimento un crecimiento real del 41.4% en tanto que el crédito destinado a al sector industrial sólo creció en 3.7% y el sector servicios fue de 5.1%. Sin embargo, es importante destacar que dada la participación histórica del crédito al consumo en promedio en el periodo que se ubica en 10.4%, durante el año de 2004 creció en su participación al 24.4 por ciento, por encima del crédito a la industria (23.8%) y ligeramente menor a la participación del proporcionado al sector servicios (28.2), lo cual significa que la banca comercial parece volver a repetir la estrategia crediticia que se presentó previa a la crisis financiera de 1995, es decir estimular el crédito al consumo, siendo este muy vulnerable a los cambios del entorno macroeconómico como sucedió en diciembre de 1994, sobre todo si se considera que el costo de crédito al consumo es de los más altos en México ya que alcanza tasas cercanas al 30% en promedio en tanto que la tasa pasiva pagada por los bancos es del 5.0 por ciento en promedio anual durante el 2004.

Como se puede desprender de la evolución reciente del crédito bancario, es claro que la banca comercial desde el punto de vista poskeynesiano ha tenido un papel limitado en la

<sup>47</sup> “Con todo y los diversos programas de rescate bancario y la extranjerización de la banca comercial, desde 1996, y cuando menos hasta mediados de 2003, prácticamente desaparecieron los créditos bancarios a la

promoción del crecimiento de la economía en los últimos años y además ha aprovechado las condiciones de estabilidad para realizar importantes inversiones en la compra de valores públicos que le permiten incrementar su rentabilidad actualmente, como veremos en la siguiente sección sobre margen financiero.

Es importante destacar, que la fuerte participación que actualmente ha tenido el crédito de la banca comercial al consumo hace muy riesgosa su situación en cuanto a la recuperación de cartera ya que esta depende en buena medida de que se mantengan las condiciones de estabilidad macroeconómica, ya que cualquier choque externo que vulnere la estabilidad tendría efectos negativos sobre la recuperación de la cartera de crédito al consumo que actualmente representa 178.8 miles de millones de pesos de un total de 733.9 miles de millones de pesos, es decir, casi el 25 por ciento de la cartera total, lo cual hace delicado que esta siga manteniendo el crecimiento tan alto en los últimos años ya que hace más vulnerable su recuperación ante cualquier cambio del entorno macroeconómico ya que depende básicamente del ingreso de los clientes -sujetos a la estabilidad de sus empleos- de la banca y no de la rentabilidad de la producción como es el caso del crédito a la industria.

### ***3.- Margen Financiero y Cartera Vencida***

En un proceso en el cual se conforma un mercado de carácter oligopólico, como es el caso del mercado bancario en México, los bancos comerciales son fijadores de precios, tal como lo establece la corriente de pensamiento poskeynesiana, en el sentido de que mientras que el banco central puede influir sobre las tasas de interés de mayoreo y largo plazo, la banca comercial considera estos niveles y fija las tasas de interés al menudeo y de corto plazo.

Lo anterior, le permite a la banca comercial poder fijar entonces sus tasas pasivas y activas manteniendo un margen financiero elevado y poco competitivo en el mercado financiero internacional. Por tanto, tenemos que la fijación de la tasa pasiva de la banca comercial toma como referencia las tasas de interés libres de riesgo que paga el Gobierno Federal por

---

producción, reduciéndose constantemente el monto de su stock [...]” (Levy, 2005a:525-526)

la emisión de papel gubernamental, teniendo típicamente un diferencial a favor de la tasa que pagan los valores públicos, es decir que la tasa pasiva que pagan por la captación promedio se ubica por debajo de la tasa de valores públicos<sup>48</sup>. Por otra parte, tenemos que la tasa activa que cobran por los créditos otorgados no tiene relación con sus costos y productividad bancaria, sino que esta es determinada en función de la rentabilidad que esperan obtener, en consecuencia tenemos que dicha tasa no es determinada por la oferta y demanda de fondos prestables como lo establecería el concepto de la teoría neoclásica.

En este sentido en un mercado oligopolizado como el nacional la banca comercial tiende a obtener márgenes financieros por encima del promedio internacional a pesar que la gran parte del mercado bancario se encuentra en manos de filiales de bancos extranjeros, lo cual le permite a la banca extranjera nacional obtener rendimientos excedentes por encima de los obtenidos incluso en sus propias matrices, ello ha sido uno de los factores que explican en buena medida el proceso de extranjerización de la banca comercial mexicana a partir del año de 1997.

En consecuencia tenemos que dado el manejo de una política monetaria restrictiva con fines antiinflacionarios que ha seguido el Banco de México desde 1995, ha presionado al alza la tasa de interés de valores públicos para atraer capitales y desestimular la demanda de dólares. Sin embargo, ello ha impactado al alza la tasa activa cobra la banca comercial, dado que el rendimiento que esperan obtener se encuentra por encima de dicha tasa de referencia lo cual provoca que decisiones de inversión que mantienen un nivel de rentabilidad menor al establecido por la “banca comercial nacional”, queden fuera del mercado de crédito, en tanto que aquellas empresas que mantienen niveles de rentabilidad por encima de la tasa activa –que son típicamente las empresas orientadas al sector exportador- pueden acceder al mercado formal de crédito bancario.

---

<sup>48</sup> “Se debe resaltar que las bajas tasas de depósitos de los bancos comerciales (antes nacionales y ahora casi todas extranjeras) son producto del carácter oligopólico del sector bancario, pues aunque se han diversificado los instrumentos de ahorro del sistema financiero mexicano, sólo las instituciones financieras tienen acceso directo al mercado de dinero donde se negocian los títulos gubernamentales, manteniendo los bancos una situación de privilegio en la captación de recursos y la compra de títulos en las subastas semanales” (Levy, 2005a:526-527)

El mantener un diferencial entre la tasa pasiva bancaria y los rendimientos de los valores gubernamentales, le permite a la banca comercial la posibilidad de invertir parte de sus pasivos bancarios en valores públicos con lo cual se beneficia de este diferencial, aumentando su rentabilidad libre de riesgo, sin tener la necesidad de colocar crédito hacia el sector real de la economía que mantiene un nivel mayor de riesgo<sup>49</sup>.

Una de las razones que explican en parte dicha conducta es el costo del crédito actualmente, el cual es mucho mayor en moneda nacional que en extranjera, dado que además la estabilidad relativa del tipo de cambio favorece esta situación. De hecho de acuerdo a las cifras de tasa activas y pasivas dadas a conocer en el Informe Anual de Banco de México para 2002, se observa que el margen es bastante alto, y que se presenta en el cuadro 4.

Cuadro No. 4  
Tasas activas y Pasivas de la Banca Comercial  
(Porcentaje Anual)

<b>Activas</b>	2000	2001	2002
Tarjetas de Crédito	43.8	41.3	35.3
Cred. Hipotecario	n.d.	18.7	17.0
Papel Comercial	17.0	12.8	5.7
<b>Pasivas</b>			
CPP (MN)	14.6	11.0	8.2
Cetes 28 días	15.2	11.3	7.1

n.d. No disponible

Fuente: Banco de México, Informe Anual 2002, México, mayo de 2003

En este sentido, si consideramos la posición poskeynesiana que establece que uno de los factores importantes para lograr un crecimiento sostenido de largo plazo es el que la banca comercial provea de crédito al sector productivo para la generación de nuevas inversiones y por consecuencia un mayor aumento del empleo, parece que en el caso de México no sucede de manera clara, dado que buena parte del crédito disponible en moneda nacional resulta caro y sólo puede ser obtenido por las grandes empresas exportadoras.

<sup>49</sup> “La reducción de créditos, ocurrida en el periodo poscrisis, no redujo las brechas financieras de los bancos comerciales, ahora extranjerizados [...] 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 [...] Esto indica que los bancos obtiene altos r rendimientos sin incurrir en riesgos” (Levy, 2005a:526)

Asimismo, conforme a los postulados teóricos poskeynesianos se establece que la limitación al crédito por parte de la banca comercial no es la disponibilidad de ahorro, sino más bien la expectativa de rentabilidad de las empresas que garanticen la recuperación de los créditos, diríamos entonces que al igual que otras empresas, lo que le interesa a la banca comercial es la de maximizar sus utilidades<sup>50</sup> y no tanto el de proporcionar créditos dado que no todas las empresa presentan tasas de rendimiento mayores a la tasa de interés que se les aplica, de ahí que la banca comercial destine principalmente sus recursos crediticios hacia las empresas más rentables<sup>51</sup>, que garantizan la recuperación del crédito.

Sin embargo, este proceso se convierte en una limitante al crecimiento económico ya que dentro de las prioridades de la banca comercial se encuentra la maximización de sus utilidades no importando si los activos los destina al crédito al sector productivo a bien al propio sector financiero. De hecho en el caso de México se observa que en la actualidad el margen financiero de la banca comercial (tomado como la diferencia entre intereses pagados y cobrados), medido en millones de pesos representa en promedio del primer trimestre de 1998 a junio de 2004 el 50% respecto al total de los intereses que son pagados por la banca comercial, de esta forma tenemos, que a junio de 2004 alcanzó el margen financiero un flujo de 23.4 miles de millones de pesos, lo cual representa 90% respecto al total de los intereses pagados de la banca comercial es decir que por cada peso que paga la banca comercial recibe en contra parte 90 centavos de margen financiero, lo cual evidentemente es muy alto.

Es importante señalar también que durante el año de 1998 dentro de los ingresos totales de la banca comercial destacan los referidos por concepto de Créditos al FOBAPROA que representaron cerca del 30.0% respecto al total. En tanto que los primeros trimestres del

---

<sup>50</sup> “ En particular, a diferencia de la posición tomada por algunos estructuralistas los bancos deben ser vistos como una empresa con fines lucrativos enfrentando un futuro incierto” (Rochon, 1999:173)

<sup>51</sup> / Kregel, J.A., “Operational an financial leverage, the firm, and cicle: reflections on Vickers’ money capital constraint”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter 1989, Vol 12, No. 2, p.p. 227-229

siglo XXI esta cifra se ha reducido a un nivel ligeramente inferior al 10% y durante enero a junio de 2004 alcanzaron los 8.4 miles de millones de pesos<sup>52</sup>.

Así, el margen financiero de la banca se encuentra explicado por un doble impacto, que se refleja en los ingresos que recibe la banca comercial por concepto de las elevadas tasas de interés activas que a junio de 2004 los ingresos por concepto de intereses por cartera de crédito fueron de 25.1 miles de millones de pesos lo cual representa el 50% de los casi 50.0 miles de millones totales de sus ingresos totales, en tanto, que los derivados por concepto de intereses a favor de valores fueron de 7.6 miles de millones de pesos que representó el 15.3% del total y los ingresos por premios devengados a favor (incluye reportos y préstamos de valores) 12.4 miles de millones de pesos que significó el 25.0% del total.

Es importante destacar, que el segundo efecto que se refleja en los ingresos totales de la banca comercial en México actualmente se deriva de las inversiones en valores que realiza la banca y que en conjunto representan poco más del 40.0%, lo cual evidencia en efecto que buena parte de la obtención de los rendimientos de la banca comercial son derivados de la inversión que se realiza en el propio mercado financiero a la cual pertenece sin que esto tenga ningún impacto sobre el crecimiento de la producción en la economía.

Por tanto, podemos observar que la banca comercial que atraviesa por un proceso de concentración y extranjerización -además de que no se encuentra dinamizando el proceso de crecimiento en la economía mediante créditos al sector productivo del país, y por ende no responde a los postulados de los planteamientos poskeynesianos-, aprovecha las condiciones de maximización de su rentabilidad mediante la inversión de sus activos en el propio mercado financiero, lo cual la convierte en una banca especulativa y no promotora del crédito con impacto directo sobre el crecimiento de la economía en nuestro país<sup>53</sup>, ya

---

<sup>52</sup> “[...] los bancos públicos actúan como amortiguador del comportamiento de los recursos de los bancos. Cuando estos descienden (por caída del crédito) aumenta los primeros, reduciendo las oscilaciones de las utilidades bancarias. Incluso la banca comercial en el periodo de privatización y extranjerización tuvo una posición privilegiada porque el Estado a través del rescate bancario redujo la caída de las utilidades, sin compromiso de los bancos a asumir, su función de crea recursos financieros para la producción” (Levy, 2005b:21)

<sup>53</sup> “[...]la alta rentabilidad de los títulos gubernamentales además de responder a la concentración bancaria, es resultado de las barreras en el mercado de títulos gubernamentales que generan un círculo vicio que induce

que al mismo tiempo se ofrece un panorama en donde el crédito es escaso y caro, el cual sólo puede ser canalizado hacia aquellos sectores de la producción que presentan tasas de rentabilidad elevadas y pueden pagar el costo del crédito, siendo éstas las empresas altamente exportadoras que también aprovechan el menor costo del crédito externo.

Por tanto, bajo estas condiciones se propone la “*Refuncionalización del Estado en la Economía*”, en particular en su participación al sector financiero, en donde se establezcan acciones y medidas tendientes a establecer topes máximos a las tasas de interés activas y pasivas que favorezcan por un lado una participación mayor de los agentes económicos en el mercado de crédito y se promueva la elevación de la captación de recursos por parte de la banca comercial que durante el periodo de 1994 a diciembre de 2004 a caído en casi 10.0% en términos reales lo cual significa que no se ha podido alcanzar el nivel que existía en 1994 año previo a la crisis financiera de México.

Por su parte, considerando la información disponible y reciente del cálculo sobre el margen financiero de la banca comercial desde el punto de vista contable dada a conocer por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para el periodo de 1998 a 2004 podemos observar que en efecto después de la crisis financiera que se registra en México la evolución del margen financiero y sobre todo de los ingresos por operaciones activas de la banca comercial estuvieron determinados por<sup>54</sup>:

1. Los ingresos provenientes de los intereses por créditos concedidos al FOBAPRO, lo cuales por ejemplo durante 1998 representaron casi una tercera parte de los ingresos totales de la banca comercial. Sin embargo, la reducción en la tasa de interés de Cetes a corto plazo promovió que la los ingresos por este concepto se redujeran sobre todo a partir de 2002, pero pese a ello, durante el periodo de 1998 a 2004 participaron en promedio en 17.0% respecto al total de los ingresos en ese periodo.

---

una estructura de tasas de interés que atentan contra el crecimiento económico e induce a un comportamiento rentista de las instituciones financieras reduciendo la disponibilidad crediticia” (Levy, 2005c: 18).

<sup>54</sup> “Las utilidades de los bancos se diversificaron perdiendo importancia las provenientes de sus funciones tradicionales (créditos), manteniéndose una estructura que permite el predominio de utilidades de carácter oligopólico” (Levy, 2005b:1)

2. El segundo factor de ingresos de la banca comercial que influyeron sobre el margen financiero de banca comercial y que confirman en parte nuestra hipótesis central de la investigación, es el hecho que debido al mantenimiento de una política monetaria con fines antiinflacionarios y promover la competitividad de tasas de interés nacionales para fortalecer los activos internacionales, influyeron de manera importante en la reducción del crédito promovido por la banca comercial, y por otro lado se favoreció a que esta invirtiera en activos de valores públicos del propio mercado financiero. Lo anterior le permitió obtener ingresos por concepto de intereses a favor de valores durante el periodo en promedio de casi una quinta parte del total.
3. Finalmente el tercer aspecto que refleja la dinámica del margen financiero de la banca comercial en el periodo de 1998-2004, es el hecho de que los ingresos por premios por reportos e ingresos por préstamos de valores rebasaron poco más del 20.0% del total de ingresos en el periodo<sup>55</sup>.

Lo anterior demuestra que en efecto los renglones de los ingresos por concepto de intereses durante el periodo analizado y que han influido en el margen financiero de la banca comercial han sido los ingresos derivados de las propias actividades que la banca realiza dentro del propio mercado financiero y como ello ha influido de manera importante sobre la determinación de mantener restringido el crédito debido a que los ingresos han sido compensados por los intereses que la banca comercial obtiene del propio mercado financiero<sup>56</sup>. Asimismo, el efecto de la política monetaria restrictiva ha tenido sobre las tasas activas de la banca comercial han permitido que además de ser el crédito escaso y caro, ello haya impactado de manera positiva sobre el margen financiero obtenido por la

---

<sup>55</sup> “[los reportos] empiezan a adquirir importancia a partir de 1990 manteniéndose una creciente participación hasta 1994 y, vuelven a atener importancia desde el año 2000 [...] La composición de los reportos se conoce desde 1997 y, con base en ella, puede deducirse que están altamente influidos por títulos de carácter público” (Levy, 2005b:20)

<sup>56</sup> “El margen entre la tasa de cetes [...] y la tasa de depósitos, permite a los banqueros obtener un margen financiero libre de riesgos. Esto ha inducido una conducta extremadamente cautelosa en la concesión de créditos [...] Adicionalmente, la sustituciones de la cartera bancaria vencida por títulos gubernamentales no negociables, por los cuales el IPAB paga el rendimiento de mercado más una sobretasa [...] Estos factores, aunados al desarrollo de nuevos productos financieros que permiten a los bancos obtener ganancias de la especulación con tasas de interés, tipos de cambio, índices bursátiles, etcétera, han determinado que el crédito se haya reducido hasta significar sólo una cuarta parte de los activos de la banca comercial” (Mántey, 2004:134)

banca comercial, el cual pasa de una relación de 29.7% en 1998, en relación al total de los intereses pagados por la banca comercial a un máximo de 87.5% en diciembre de 2004, lo cual demuestra que en efecto la política monetaria restrictiva ha influido de manera directa sobre las tasas activas de la banca comercial y además sobre el crecimiento del margen financiero de la banca comercial en México.

Cuadro No. 5  
Margen Financiero y Utilidad Neta de la Banca Comercial en México  
(Miles de Millones de Pesos y Porcentajes)

Concepto	1994	1995	1996	1997 1/	1998 1/	2001	2002	2003	2004
Ingresos por Inter.	104.3	311.4	244.6	204.8	279.0	78.0	48.2	55.3	46.8
Gasto por Inter..	72.9	266.8	209.1	165.1	220.8	58.6	31.5	35.9	25.0
Resultado por Pos. Monetaria							0.4	-0.4	-1.3
<b>Margen Financiero</b>	<b>31.4</b>	<b>44.6</b>	<b>35.5</b>	<b>41.9</b>	<b>66.1</b>	<b>19.4</b>	<b>17.1</b>	<b>18.9</b>	<b>20.5</b>
<b>% de ingresos</b>	<b>30.1</b>	<b>14.3</b>	<b>14.5</b>	<b>20.5</b>	<b>23.7</b>	<b>24.8</b>	<b>35.6</b>	<b>34.2</b>	<b>43.7</b>
Utilidad Neta	3.4	3.1	-7.5	0.7	6.6	4.9	7.3	7.5	7.8
<b>Margen de Utilidad */</b>	<b>3.28</b>	<b>0.99</b>	<b>-3.06</b>	<b>2.37</b>	<b>2.37</b>	<b>6.34</b>	<b>15.06</b>	<b>13.64</b>	<b>16.76</b>

\*/ Utilidad Neta respecto al ingreso.

Fuente: Elaboración propia con base a datos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Boletín Estadístico de Banca Múltiple, marzo de 1996, diciembre 1998, marzo 2000-2004.

1/ En estos años se incluye el rubro resultado por posición monetaria, que ambos casos es una cantidad positiva, por tanto, no coincide el margen financiero con la resta del ingreso financiero menos costo financiero.

Asimismo, esto ha hecho posible que la banca comercial transnacionalizada y oligopolizada en México, no se vea presionada en la búsqueda de estrategias de crédito que tiendan a fortalecer su actividad de financiamiento al sector privado de la economía, debido en buena medida a que buena parte de sus ingresos son obtenidos dentro del propio mercado

financiero al cual pertenece, teniendo poco impacto ésta sobre el crecimiento de la demanda efectiva y por tanto sobre el empleo como lo proponen los poskeynesianos, de ahí que nuestra propuesta de “Refuncionalizar el Papel del Estado en la Economía” en cuanto a la regulación y orientación del papel de la banca comercial en México se hace muy necesaria, con el fin de que esta cumpla con su papel de financiadora a la inversión productiva en la economía.

Es importante destacar, que la estrategia de ingreso seguida a nivel global por la banca comercial en México, ha sido promovida por los bancos más grandes de nuestro país como Banamex, Bancomer y Santander, como se puede apreciar en los datos de margen financiero del presente anexo estadístico.

Sin embargo, pese a que durante el año de 2004, los ingresos de la banca comercial se han incrementado por concepto de intereses a favor por créditos, es el renglón de créditos al consumo el que más ha crecido, el cual paso de un ingreso para el banco de 23.2 miles de millones de pesos en 2003 a 36.7 miles de millones de pesos al cierre de 2004. Lo anterior, más que representar un importante avance representa un riesgo latente que lleva que la estructura de este tipo de crédito dependa para su recuperación de la estabilidad macroeconómica del país debido a que buena parte de este crédito es canalizado a través de tarjeta de crédito. Por otra parte, refleja el alto costo del crédito de la banca comercial derivado de su alto margen financiero que mantiene –siendo este el más alto dentro de América del Norte- y que al igual que en 1995 cualquier cambio en la evolución de la tasa de interés y de tipo de cambio meterían a la banca comercial de nueva cuenta en un problema de cartera vencida.

El funcionamiento anteriormente descrito por parte de la banca comercial, le ha permitido reducir el riesgo crediticio, al mismo tiempo que ha fortalecido el margen financiero obtenido, lo cual combinado con el mayor margen financiero obtenido con la inversión en valores públicos que implica la reducción del crédito le permitió mantener una reducción del riesgo en el crédito a la vez que facilitó la disminución en el nivel de cartera vencida

respecto al total de la cartera de crédito, que se ha venido reduciendo de manera significativa (ver gráfico No. 26)

Cuadro No. 6  
 Margen de Tasas de Interés de Tarjeta de Crédito Respecto al Costo Porcentual Promedio (CPP) y  
 Cetes 28 días  
 (Porcentaje Promedio Anual)

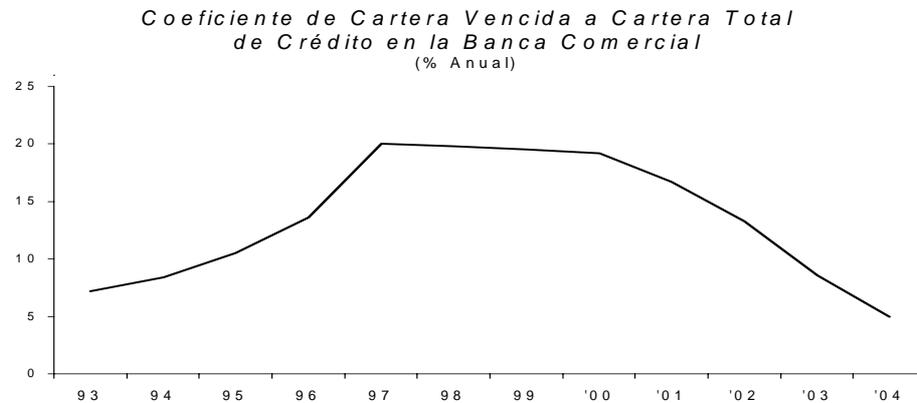
Años	Tarjeta de Crédito	CPP	Cetes 28 días	(A - B)	(A - C)
	A	B	C		
1999	38.75	19.73	21.41	19.02	17.34
2000	35.25	13.69	15.24	21.56	20.01
2001	37.12	10.12	11.31	27.00	25.81
2002	31.75	5.36	7.09	26.39	24.66
2003	26.18	4.45	6.23	21.73	19.95
2004	33.35	4.13	6.82	29.22	26.53
2005 e/	31.75	4.55	8.90	27.20	22.85

e/ Estimación propia con base a datos de CNBV y Banxico

Fuente Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Banco de México,

Con base en la trayectoria que se muestra en el gráfico de coeficiente de cartera vencida del sector privado no financiero, se desprende que a partir de 1993 la cartera vencida empieza a crecer como porcentaje de la cartera de crédito total de la banca comercial, alcanzando su máximo nivel durante el periodo de 1997 a 2000, en donde mantiene un nivel de cerca del 20.0%. Sin embargo, es importante destacar que dicho coeficiente deja de crecer debido en buena medida a la restricción crediticia que registra la banca comercial después de 1994 ya que lo que importaba era recuperar la cartera vencida para reducir dicho coeficiente, situación que se empieza a observar a partir de 2001 en que el coeficiente de cartera vencida empieza disminuir para llegar al cierre de 2004 a un nivel de sólo 5.0%, cifra menor inclusive al existente en 1993 en que se ubicaba en 7.2%.

Gráfico No. 26



Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México.

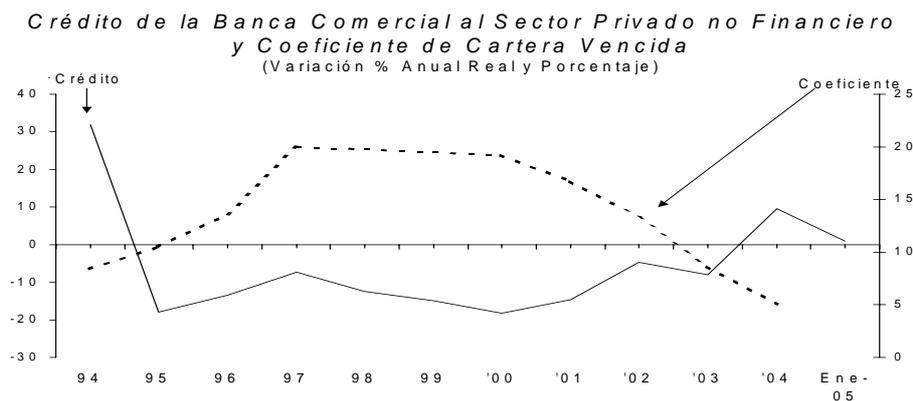
Al parecer, la estrategia de recuperación de cartera vencida seguida por la banca comercial a partir de 1995, dio resultados positivos debido a que en la actualidad el nivel que reporta el coeficiente de cartera vencida a cartera total por parte de la banca comercial de 5.0% es aceptable, sobre todo si se considera que es el más bajo desde que se inicia la crisis financiera en 1995 y menor respecto al promedio del periodo de 1995 a 2003 en que se ubicó en 15.7%. Es importante destacar que en este proceso, se combinaron dos aspectos importantes que favorecieron una reducción rápida del coeficiente de cartera vencida a saber:

- El primero.- se refiere a que después de la crisis financiera de 1995, la banca comercial atraviesa por un proceso de concentración y extranjerización que dan lugar a que la misma fije tanto el precio de la tasa pasiva como la activa lo cual le permite mantener un margen financiero elevado que favoreció el incremento en su rentabilidad.
- El segundo.- se deriva de que la política monetaria restrictiva seguida por el Banco de México, impuso un techo alto a la tasa de interés de referencia de valores públicos (Cetes 28 días), dado los objetivos de hacer competitivo al mercado financiero nacional, lo cual permitió que parte de las operaciones activas de la banca comercial se realizaran dentro del propio mercado financiero a través de la compra de valores públicos.

La combinación de los dos aspectos antes señalados permitió mantener a la banca comercial una política de restricción crediticia al sector real de la economía con lo cual evitó el aumento de la cartera vencida redujo el riesgo crediticio, además de facilitarle el mantener un margen financiero elevado que la mantuvo en niveles adecuados de rentabilidad, de ahí que se explique en buena medida el porqué el interés de la banca extranjera sobre los bancos nacionales después de la crisis financiera de 1995 en México.

La estrategia anteriormente señalada, se puede ver con mayor claridad si observamos la gráfica No. 27, en donde se desprende como del eje derecho la cartera vencida empieza a descender a partir de 2001 y es el momento en que a partir sobre todo de 2004, la banca comercial empieza a revertir la evolución negativa del crédito concedido al sector privado de la economía, situación que le permite entonces reducir el riesgo en el crecimiento de cartera vencida debido a que su nivel es bajo; y además, dada la caída en las tasas de interés de valores públicos en el periodo que pasan de niveles de 21.41 en 1999 a 6.82 en 2004 promedio (ver cuadro no. 6) dejan de ofrecer la misma rentabilidad, razón por la cual la banca comercial inicia la recuperación del crédito al sector privado de la economía.

Gráfica No. 27



Sin embargo, como ya lo señalamos en el apartado 2.3 del presente capítulo se observa que el mayor repunte del crédito se da en el destinado al consumo en donde el componente principal es la tarjeta de crédito que le permite seguir manteniendo un margen financiero

muy atractivo a pesar de que ello implique un mayor riesgo en el mediano plazo, ya que la recuperación de dichos créditos dependen en buena medida de un horizonte de certidumbre en el crecimiento de la economía que permita a los clientes seguir manteniendo sus niveles de ingreso y por tanto de empleo.

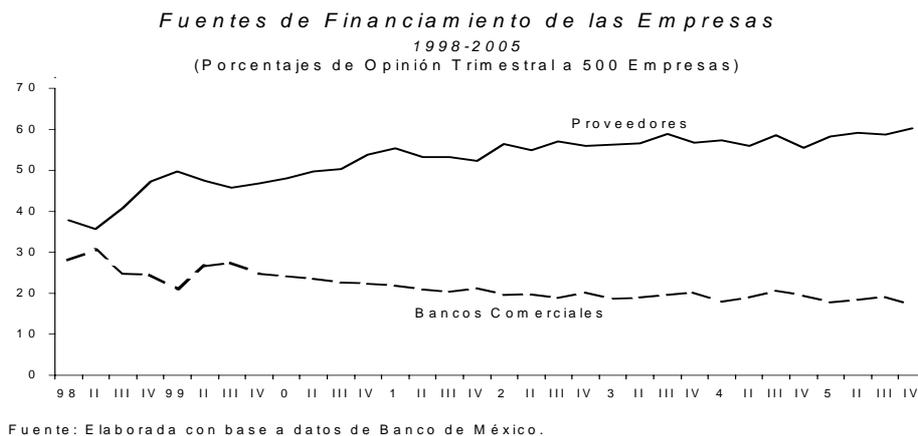
Finalmente podemos desprender que si bien la banca comercial ha reducido su cartera vencida a los niveles de estándar internacional en donde dicho nivel debe fluctuar entre el 3 al 5 por ciento en el coeficiente de cartera vencida, se mantiene un margen financiero elevado, debido a que la recuperación del crédito de la banca comercial se orienta al crédito al consumo, donde el costo de la tarjeta de crédito es de los más altos en el mercado. Es decir que pese a la modernización de la banca comercial dados sus menores costos como se puede desprender de la disminución en el Costo Porcentual Promedio Anual (CPP) que pasó de 19.73% en 1999 a 4.13 en 2004, no se ha observado una reducción en el costo de la tasa activa, situación que se explica en buena medida por el carácter oligopólico actual de la banca comercial en México.

Dado lo anterior, las acciones de regulación del sector bancario en cuanto a precisar tope máximos a las tasas activas y pasivas redunden en el beneficio de la economía nacional es una de las tareas que se proponen llevar a cabo a partir de nuestra propuesta de la *Refuncionalización del Papel del Estado en la Economía*, en particular en lo referente a la regulación del sector bancario y financiero de nuestro país. Ya que por ejemplo, si se continúa con el crecimiento del crédito bancario como el registrado en 2004, en donde la parte dinámica se centra en el canalizado al consumo, situación como la que se presentó al inicio de la década de los noventa, es evidente que el riesgo en su recuperación, se eleva, ya que cualquier cambio en los fundamentos macroeconómicos presionan al alza las tasas de interés activas –ya de por si altas-, lo que dificulta su pago del crédito como sucedió durante 1995.

### 3.1 Costo del crédito y rentabilidad bancaria

Uno de los factores que explican de manera fundamental la reducción del crédito otorgado por la banca comercial obedece en buena medida al alto costo del crédito a través de las tasas de interés activas (que influye sobre el margen financiero bancario), lo cual ha influido para que las empresas reduzcan su demanda y actualmente utilicen fuentes alternativas de financiamiento más económicas. De esta manera tenemos que conforme a la información reportada por el Banco de México en su encuesta sobre el sector financiero se observa que la principal fuente de financiamiento de las empresas han sido los créditos otorgados por sus proveedores y en menor medida el financiamiento bancario tal como se puede observar en la gráfica sobre fuentes de financiamiento de las empresas.

Gráfica No. 28

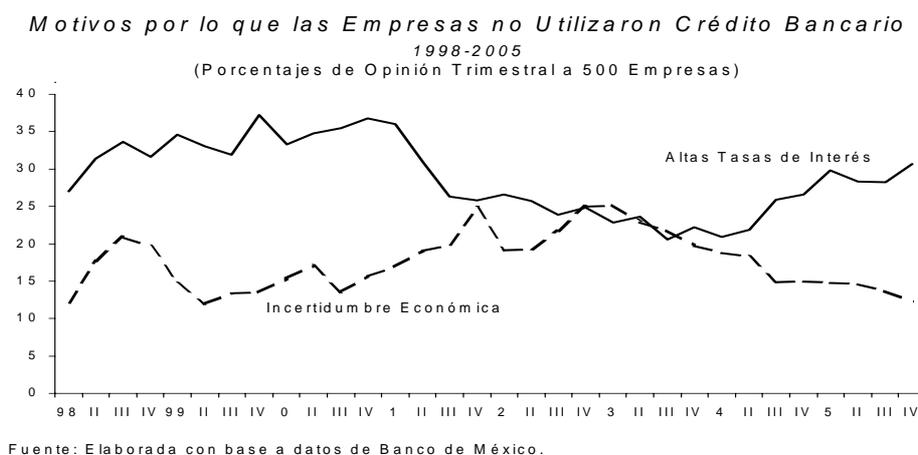


Como se puede desprender de la gráfica anterior se observa que cerca del 60% de las empresas que se les pregunto su opinión de su principal fuente de financiamiento poco más de trescientas empresas expresaron que su principal fuente han sido sus proveedores y menos del 20% expresaron que fueron los bancos comerciales.

Detrás de la reducción en la demanda de crédito por parte de las empresas a los bancos comerciales se encuentra el alto costo del crédito debido a que considerando la misma encuesta de opinión a los empresarios realizada por el Banco de México se encuentra que dentro de los principales factores explican por que las empresas no recurren a al

financiamiento bancario es debido al alto nivel de las tasas de interés activas que cobra la banca comercial desde 1998, lo cual refuerza nuestra hipótesis en el sentido de que el alto margen financiero que actualmente obtiene la banca comercial se explica también por los fuertes ingresos que obtiene por el crédito que actualmente coloca en el sector real de la economía.

Gráfica No. 29

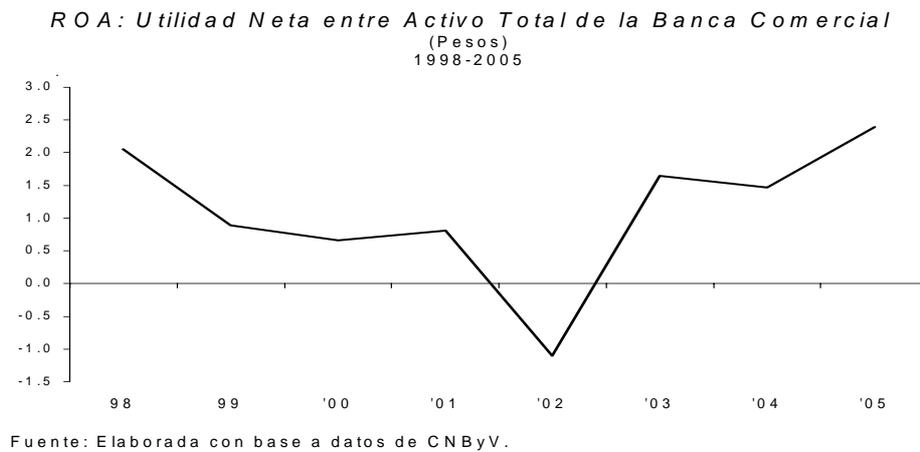


Las altas tasas de interés que cobra el sector bancario a los usuarios del crédito se ha convertido en la principal limitante en la demanda de crédito ya que sólo durante finales del 2002 y el inicio de 2003 la incertidumbre económica fue uno de los principales factores, derivado principalmente por el cambio política en la H. Cámara de Diputados en ese periodo. Sin embargo, fuera de ese periodo las altas tasas de interés ha cobrado importancia como factor que explica la menor demanda de crédito bancario por parte de las empresas y adicionalmente confirma el porque en la actualidad el alto margen financiero respecto a los ingresos totales de la banca comercial ha venido en aumento, lo cual ha influido de manera importante sobre la rentabilidad de la banca comercial, como se pudo observar en el cuadro de margen financiero presentado en el apartado anterior.

Por otra parte, los principales indicadores que miden la rentabilidad de la banca comercial han presentado un crecimiento significativo a partir del año 2002, por ejemplo se encuentra el caso del ROA, que indica la relación de la Utilidad Neta respecto al Activo Total de la

Banca Comercial el cual al cierre de 2005 alcanzo una relación de casi 2.5 pesos lo que indica que por cada peso de activo total se han obtenido más del doble, permitiéndonos derivar que en efecto el aumento del margen financiero de la banca comercial ha impactado de manera favorable la rentabilidad de la banca comercial en los últimos años, tal como se refleja en la siguiente gráfica sobre el ROA de la banca comercial.

Gráfica No. 30



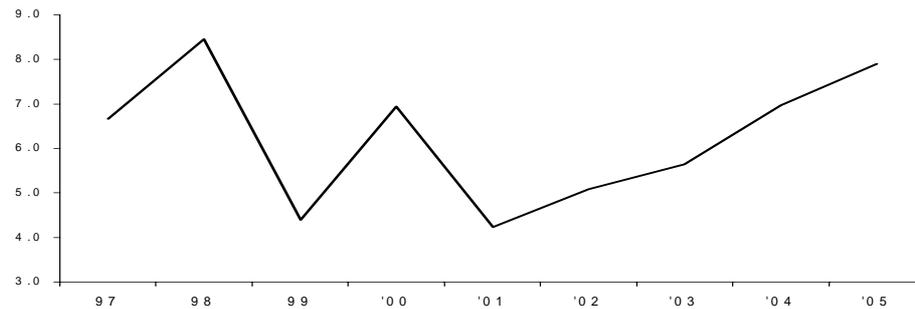
En el caso del ROE que mide la relación entre la utilidad neta respecto al capital contable de la banca comercial se observa que incluso el resultado de esta relación ha tenido un crecimiento sostenido también desde 2002 y adicionalmente ha significado que el nivel de rentabilidad haya crecido ya que dicha relación paso de  $-10.0$  pesos al cierre de 2002 a cerca de 20 pesos al cierre de 2005, lo cual indica un fuerte aumento positivo de las utilidades las cuales han sido cerca del 20.0% mayores en relación al capital social total de la banca comercial actualmente, *lo cual también refleja la importancia del aumento del margen financiero de la banca ahora en manos extranjeras.*

De lo anterior podemos concluir que en efecto uno de los factores que han influido en la mayor rentabilidad de la banca comercial a partir de 2002 ha sido el alto costo del crédito bancario, que se ha reflejado en una mejoría en sus indicadores de rentabilidad como han sido el ROA y el ROE. Asimismo, el alto costo del crédito también sea convertido en una fuerte limitante para que las empresas demanden crédito bancario por lo que en la

actualidad su principal fuente de financiamiento ha sido el crédito que obtienen de sus proveedores.

Gráfica No. 31

*Margen Financiero del Trimestre Ajustado por Riesgos Crediticios  
Anualizado entre Activos Productivos Promedio de la Banca  
Comercial  
(Pesos)*

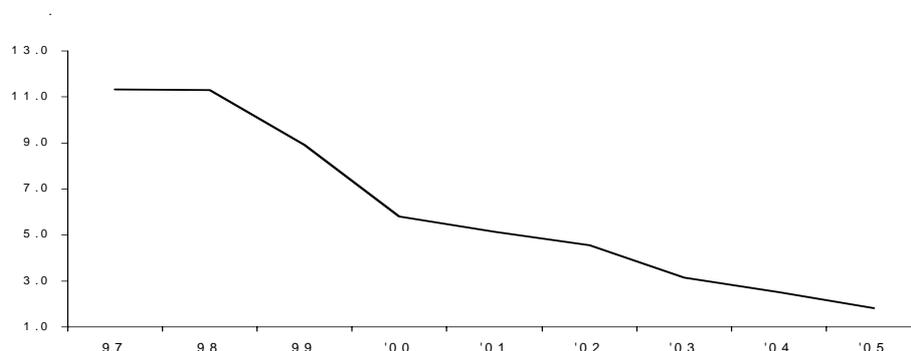


Fuente: Elaborada con base a datos de CNByV.

Finalmente, el menor ritmo del crédito al sector real y el alto costo del crédito combinado con las mayores inversiones de sus activos en productos sintéticos de la banca comercial han mejorado de manera importante el índice de morosidad el cual paso de 11% al cierre de 1997 a cerca del 1% al cierre de 2005, lo cual indica la aversión al riesgo de su cartera de activos por parte de la banca comercial actualmente.

Gráfica No. 32

*Indice de Morosidad de la Banca Comercial: Cartera Vencida  
entre Cartera de Crédito Total*



Fuente: Elaborada con base a datos de CNByV.

#### ***4.- Impacto del Financiamiento Bancario en el Crecimiento Económico***

Uno de los aspectos centrales en la corriente de pensamiento poskeynesiana es el referido a la importancia que tiene el financiamiento bancario sobre la inversión en las economías, en consecuencia en el presente apartado del último capítulo de la investigación doctoral y respetando la metodología propuesta para la segunda parte de la presente investigación, se abordarán los aspectos relacionados con la importancia que tiene el financiamiento bancario durante el periodo de 1995 al 2005 sobre el sector real de la economía, haciendo énfasis en sus efectos sobre el Producto Interno Bruto Real y la Formación Bruta de Capital Fijo, que para nuestros objetivos, es una de las variables estadísticas que nos acerca a la evolución que sigue la inversión productiva en la economía, así como realizar la confrontación sobre las principales fuentes de financiamiento de la inversión, tanto en ahorro interno como externo.

Por otra parte, se analizarán también los efectos que la estructura de un mercado bancario oligopólico y con fuerte presencia de inversión extranjera tiene sobre el ahorro financiero y sobre el crecimiento del ingreso, y por tanto, sobre el ahorro interno en México durante el periodo de referencia.

Es importante destacar finalmente, que se hará énfasis en las relaciones que se tiene entre el financiamiento bancario y la demanda efectiva, buscándose para ello el manejo de las variables estadísticas más apropiadas –que se comentaron desde el inicio de la segunda parte de la investigación- vinculadas con los cambios en la demanda efectiva en la economía.

La presente sección de la investigación resultará más enriquecedora en la medida que se abordan los cambios más recientes en la banca comercial a raíz de la crisis financiera de 1995, y como todo ello se va a combinar para dar lugar a un proceso de concentración del sector bancario con efectos directos sobre la evolución del crédito y en consecuencia sobre el papel fundamental de la banca de financiar a la inversión productiva en México durante los últimos diez años.

#### **4.1 Producto interno bruto real**

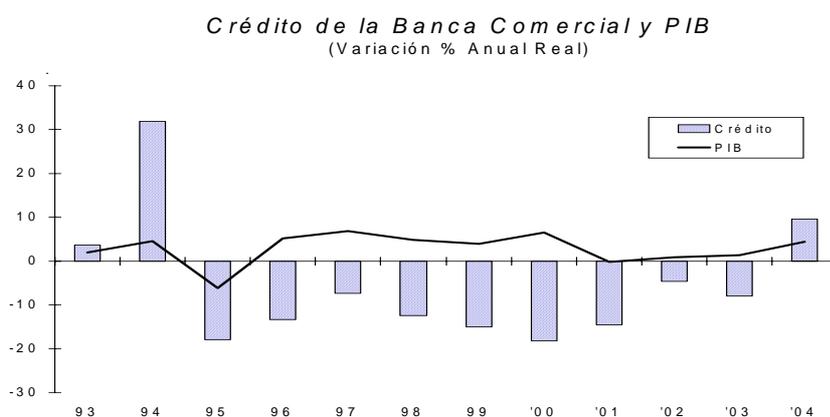
Conforme a los postulados poskeynesianos se supondría que existe una alta correlación entre el financiamiento proporcionado por la banca comercial a las empresas y su crecimiento en la inversión lo cual posibilita a este sector de la economía contribuir al crecimiento del Producto Interno Bruto y en consecuencia en la posterior mejora en el bienestar de su población. Sin embargo, si analizamos los efectos que ha tenido el crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero en el periodo de 1995 a 2004 –dadas las cifras disponibles- tenemos lo siguiente: por un lado el comportamiento del crédito bancario al sector real de la economía desde 1995 mostró caídas reales negativas cercanas al -20.0% anual (véase gráfica No. 33), es decir que la evolución del crédito bancario fue negativo en todo el periodo de 1995 a 2003, y sólo logra recuperarse en 2004 con un crecimiento positivo cercano al 10.0% el cual se explica principalmente por el mayor dinamismo que mostró el canalizado al sector consumo, en particular a las tarjetas de créditos que por su rentabilidad de corto plazo son uno de los renglones más atractivos para la banca comercial en México en el último año.

Por otro lado, tenemos que frente a la reducción real del crédito bancario al sector real de economía, se observa un crecimiento promedio real anual positivo del PIB en México durante el periodo de 1996 a 2004 y sólo es en el año 2001 en donde se presenta una reducción real de la producción menor al 1.0%, situación que se explica en parte por el menor dinamismo que registraron las exportaciones a Estados Unidos de América, resultado del menor crecimiento de esta economía a la cual destinamos casi el 80.0% de nuestras exportaciones.

Con base en lo anterior, resulta importante cuestionarse como se pudo financiar la producción durante el periodo de 1996 a 2003, si el crédito al sector real de la economía por parte del sector bancario se encontró limitado y caro e incluso en términos reales su saldo a diciembre de 2004 resulta ser menor en poco más del 60.0% respecto al nivel existente al cierre de diciembre de 2004, ¿como se explica entonces el crecimiento de la producción

real durante el periodo de 1996 a 2004?, ya que sin duda su mayor crecimiento implicó un nivel mayor de inversión en insumos, mano de obra y maquinaria y equipo que tuvo que ser financiado, ya que el sólo avance en la utilización de una mayor capacidad instalada no lo pude explicar, por tanto, debió haber existido un aumento real en la inversión que tuvo que ser financiada.

Gráfica No. 33



Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México e INEGI.

La respuesta al cuestionamiento anterior, encuentra su explicación de manera significativa en el papel que ha venido a jugar el financiamiento de los proveedores a las empresas, ya que conforme a la información proporcionada por el Banco de México<sup>57</sup> se desprende que en el periodo de 1998 al 2004 en promedio las empresas reportaron que en un 52% han recibido como fuente principal de financiamiento al crédito proporcionado por sus proveedores que sin duda les resulta ser el más económico, ante un entorno en donde el crédito bancario resulta ser más caro. Sin embargo, es importante señalar que como segunda fuente más importante de financiamiento de la empresas en el periodo que se señala se encuentra al proporcionado por los bancos comercial ya que en promedio anual representó poco más del 20.0% de las respuestas de las empresas encuestadas<sup>58</sup>.

<sup>57</sup> / Banco de México, “Resultados de las Encuestas de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio”, información trimestral, expresada en porcentajes de respuestas, carpeta electrónica de abril de 2005.

En tercer lugar, como fuente de financiamiento se encontró al propio financiamiento que reciben las empresas de parte de otras empresas que pertenecen al mismo grupo, dado que estas representaron en promedio para el periodo de 1998 a 2004 el 12.7% promedio anual, lo cual nos arroja que en conjunto las empresas trataron de reducir el costo del financiamiento a la producción en ese periodo aprovechando las ventajas en términos de costo del financiamiento que se obtuvo por la vía de proveedores y de otras empresas filiales con lo que en promedio estas dos fuentes sumaron más del 60.0% del financiamiento a la producción debido a su menor costo respecto al financiamiento solicitado al sector bancario.

Como quiera el que la banca comercial haya participado con una quinta parte en el financiamiento a las empresas en el periodo, no significa que no tenga importancia, por el contrario ello indica que si tiene una importancia relevante en el financiamiento a la inversión productiva en la economía, conforme al planteamiento poskeynesiano, dado que si su participación hubiese sido mayor y a un menor costo su impacto sobre el crecimiento económico de México en el periodo de referencia hubiese sido mayor.

Finalmente, es importante señalar la importancia que tuvo también la inversión extranjera directa en el crecimiento del PIB durante el periodo ya que ello significó que su financiamiento provino del exterior que aunque medido como porcentaje del PIB el ahorro externo representó menos del 3.0% en promedio como fuente de financiamiento de la Formación Bruta de Capital, la entrada de capital externo vía inversión extranjera directa si bien no significó una ampliación de la planta productiva ya que buena parte de ella se destinó a la compra de la banca nacional y algunas empresas nacionales –dados los cambios en la legislación de inversión extranjera de 1997-, si influyeron como fuente de financiamiento externa ante la caída del crédito de la banca comercial al sector real de la economía.

---

<sup>58</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” (Mántey, 2004:135).

En este sentido, conforme a la información de la cuenta de capital de la balanza de pagos el flujo anual de la Inversión Extranjera Directa (IED) pasó de un nivel de 9,526 millones de dólares en 1995 y de 9,185 millones de dólares en 1996 a un máximo de 27,634 millones de dólares <sup>59</sup> lo cual arrojó un promedio anual durante el periodo de 1995 a 2004 de 14,462 millones de dólares cifra muy superior a la registrada durante la primera mitad de la década de los noventa, en que se ubicó en los 5,429 millones de dólares en promedio anual durante 1990 a 1994. Por tanto, la IED contribuyó de alguna manera al financiamiento en el crecimiento de la inversión en la economía durante el periodo que se reflejó en el crecimiento real del PIB, con lo cual contribuyó a compensar la baja en la dinámica del crédito bancario como mecanismo de financiamiento a la inversión en el periodo de 1996 al 2004.

#### **4.2 Formación bruta de capital fijo**

El financiamiento bancario a las empresas juega un papel fundamental para explicar el crecimiento de la economía bajo el esquema poskeynesiano, en este sentido analizaremos cual ha sido la evolución del financiamiento bancario en relación al aumento de la Inversión Bruta para el caso de México en el periodo de 1995 a 2004, con objeto de validar las propuestas teóricas poskeynesianas.

De esta forma, si consideramos como referencia al pensamiento poskeynesiano, tendríamos que dados los aumentos del financiamiento bancario en la economía se traduciría en incrementos positivos sobre el crecimiento de la formación bruta de capital fijo y por consecuencia un cambio en la producción también positivo.

Sin embargo, en el caso de la economía mexicana podemos observar (ver gráfica No. 34), que la evolución del financiamiento bancario interno proporcionado por la banca comercial al sector privado no bancario no ha logrado recuperarse desde 1994, por ejemplo, tenemos que en los últimos seis años este continúa presentando variaciones anuales reales negativas

---

<sup>59</sup> / Situación que se explica en buena medida por la compra del Grupo Financiero Banamex, por parte del City-Group, en 12,000 millones de dólares en ese año. Sin embargo, aun descontando dicha compra la entrada de capital externo fue significativa.

aunque a partir del primer trimestre del 2003 estas empiezan a mostrar crecimientos negativos menores y ya para 2004 registran un aumento positivo, sin embargo, en términos reales su saldo sigue siendo inferior al alcanzado al cierre de 1994, mientras que la inversión bruta en el mismo periodo si muestra una evolución positiva, lo cual demuestra que el financiamiento bancario al sector privado, no ha fluido de manera positiva. En tanto que si observamos, en la misma gráfica la Formación Bruta de Capital Fijo del sector privado muestra un proceso combinado de crecimiento con caídas, reflejando las mayores durante el año 2001, lo cual se explica en buena medida como resultado de la baja en la actividad económica de Estados Unidos de América, agudizada la situación por los eventos terroristas del 11 de septiembre en ese país y que afectaron sobre todo al sector exportador y en consecuencia al aumento en la inversión privada de la economía.

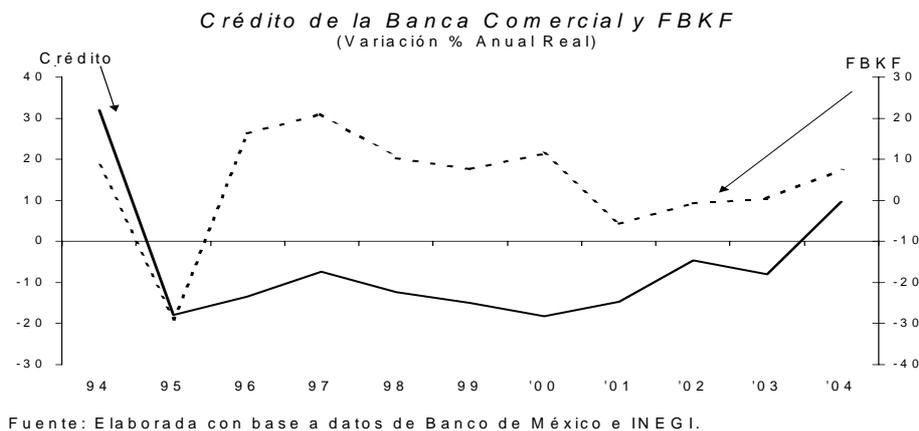
Sin embargo, como se explica entonces el aumento de la inversión privada en México durante el periodo de 1998 al año 2000, al parecer si analizamos el financiamiento directo proveniente del sector externo nos damos cuenta que este fluyó de manera importante al sector privado en este periodo, lo cual nos permite suponer que en buena medida el crecimiento de la formación bruta de capital fijo privada en México estuvo financiada principalmente por capital externo y cuyo destino fue principalmente la industria de exportación. Aunque, en buena medida el financiamiento a la inversión en este periodo, se deriva básicamente del financiamiento de proveedores y de las matrices de las filiales que se ubican en territorio nacional.

Es importante reconocer que dada la astringencia crediticia que ha mostrado la banca comercial, el sector privado de la economía ha recurrido a fuentes alternativas de financiamiento en los últimos años destacando el financiamiento externo y el crédito de proveedores.

Asimismo, durante el primer trimestre de 2004 el saldo nominal del financiamiento bancario al sector privado alcanzó 684.3 miles de millones de pesos, en tanto que el saldo del financiamiento externo directo fue de 343.1 miles de millones de pesos, lo cual nos

refleja la importancia del financiamiento externo a la inversión privada que representa casi el 50% del proporcionado por la banca nacional.

Gráfica No. 34



Este proceso se explica en parte por el menor costo que representa el financiamiento externo respecto al proporcionado por la banca comercial <sup>60</sup>, sin embargo, la actividad de financiamiento de la banca comercial en la economía en los últimos seis años registra un saldo negativo es decir que su actividad de financiamiento al crecimiento económico se ha reducido de manera importante en nuestro país.

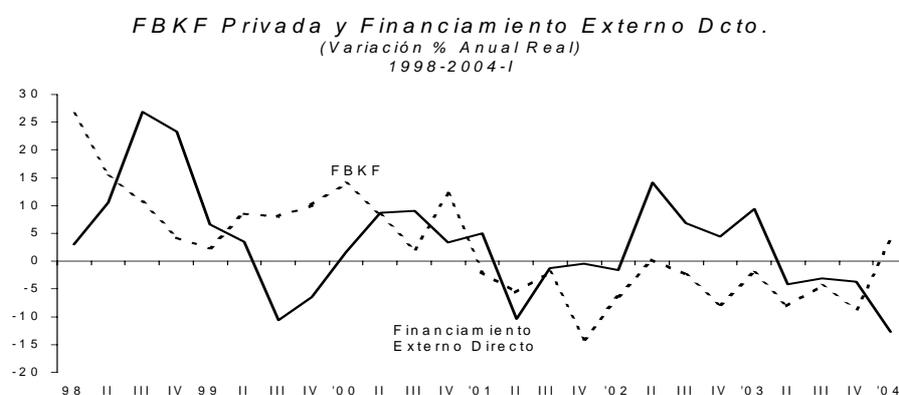
Al respecto, David Ibarra señala que:

“Pese a la liberación financiera, hay un racionamiento del crédito que afecta al grueso de los negocios privados. Los esfuerzos de las autoridades monetarias por abatir las tasas de interés han resultado eficaces –aunque quizás riesgosas para el ahorro– en el caso de las que reciben los depositantes, pero bastante menos en reducir las tasas activas reales cubiertas por los acreditados cuyo nivel, además, resulta inaceptable o ruinoso a muchos clientes potenciales.

La evolución del sistema financiero vigente está creando un nuevo dualismo en el acceso de las empresas al crédito. En la etapa del proteccionismo financiero, el grueso y dinámica de

las corrientes de fondos favorecía a los llamados sectores prioritarios de la economía nacional, discriminando a otras actividades. Hoy, resultan favorecidas las empresas grandes que abordan indistintamente los mercados internacionales o el interno, dependiendo de los diferenciales en tasas de interés y la percepción del riesgo cambiario. En contraste, las empresas medianas y pequeñas, aparte de estar fuera del financiamiento internacional, cubren las tasas activas de interés más elevadas y, cuando éstas últimas bajan, son desplazadas por la demanda de crédito interno de las empresas grandes, que traspasan sus adeudos de moneda extranjera a moneda nacional.”<sup>61</sup>

Gráfica No. 35



Fuente: Elaborada con base a datos de INEGI y Banxico.

En otras palabras en el periodo posterior a la crisis de 1994 “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 (provenientes de sus matrices) y de bancos de desarrollo mexicanos (Banco Nacional de comercio exterior, Nacional Financiera), en cambio las empresas pequeñas destinadas a la producción interna quedaron totalmente desprovistas de financiamiento” (Levy, 2005a:528).

<sup>60</sup> / Cabe destacar que durante los últimos diez años la participación de la inversión privada representa el 80% en relación al total durante 1996 a 2004, de acuerdo a cifras del INEGI.

<sup>61</sup> / Ibarra, David, “Globalización y banca”, en Revista Economía-UNAM, No. 2 Mayo-Agosto de 2004, Ed. UNAM, México 2004, p. p. 91-92

La evolución de la inversión privada en los últimos años se explica entonces en buena medida por el financiamiento externo directo que ha recibido el sector privado (ver gráfica 35), en donde se destaca que el crecimiento real del financiamiento externo a la inversión en México durante los últimos seis años se explica por este tipo de financiamiento<sup>62</sup>.

Resulta claro entonces que en el caso de la Inversión Fija Bruta y del PIB en su evolución durante el periodo de 1995-2004, uno de los factores que han influido en su comportamiento de manera determinante, es la reducción del crédito demandado por parte del sector privado a la banca comercial ya que éste representó un alto costo del mismo, -el cual como ya observamos en el apartado de crédito- afectándose sobre todo al sector empresarial de mediano y pequeño tamaño en donde su rentabilidad es menor en relación al costo del crédito bancario. Asimismo, es importante recordar que dado el manejo de la política monetaria que impactó la tasa de referencia libre de riesgo en México (Cetes 28 días) influye en el mayor costo del crédito bancario, dado que los bancos comerciales tienen un papel activo por cuanto son fijadores del precio de las tasas activas del crédito como lo establece justamente los postulados poskeyensianos de la endógenidad del dinero en la economía. (ver a Randall Wray: 1999; Rochón: 1999 y 2001; Levy N.: 2001 y Mántey G.: 2002)

#### **4.3 Penetración bancaria y ahorro financiero**

Los efectos de crisis financiera sobre el sector bancario fueron amplios, entre ellos cabe destacar la reducción del número de instituciones bancarias, asimismo, la reducción en el ingreso de capitales y la baja en la cotización de las acciones de las empresas dieron como resultado la baja del mercado financiero a partir de 1995, que se reflejó en la disminución en la penetración del sistema financiero en la economía que pasó de un máximo en 1994 de 47.6% con relación al Producto Interno Bruto (PIB) a sólo 43.9% en 1995, situación que se mantuvo hasta el 2003 y 2004, en donde en este último año la penetración financiera en la

---

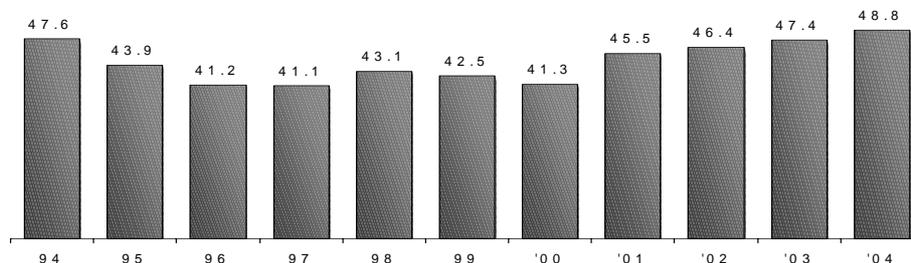
<sup>62</sup> “[...] pese a la desaparición del financiamiento a corto plazo tuvo lugar el crecimiento económico con altas tasas de inversión. Bajo estas nuevas condiciones, el dinamismo económico es explicado por el crecimiento de la economía estadounidense y el alto endeudamiento externo de las empresas que operan en México” (Levy, 2004:213)

economía recobró el nivel que mantenía en 1994, incluso la supero ligeramente alcanzándose en 2004 el 48.8% con relación PIB, siendo este el más alto desde la crisis de deuda externa en la economía mexicana durante la década de los ochenta<sup>63</sup>.

La reducción en la actividad del sector financiero en la economía mexicana se explica principalmente por la menor actividad de la banca comercial en términos de la captación de recursos lo cual evidentemente afectó el componente del agregado monetario M2 en la economía, por otra parte, la reducción del empleo y la menor actividad de economía redujeron el crecimiento de los fondos de pensión de los trabajadores, así como la menor actividad crediticia de la banca comercial que se traduce bajo el esquema poskeynesiano en un proceso de préstamo-depósito, influyó de manera importante en la reducción del tamaño del sector financiero en la economía durante el periodo de 1995 al 2003.

Gráfica No. 36

*Penetración Financiera \*/*  
(% Anual)



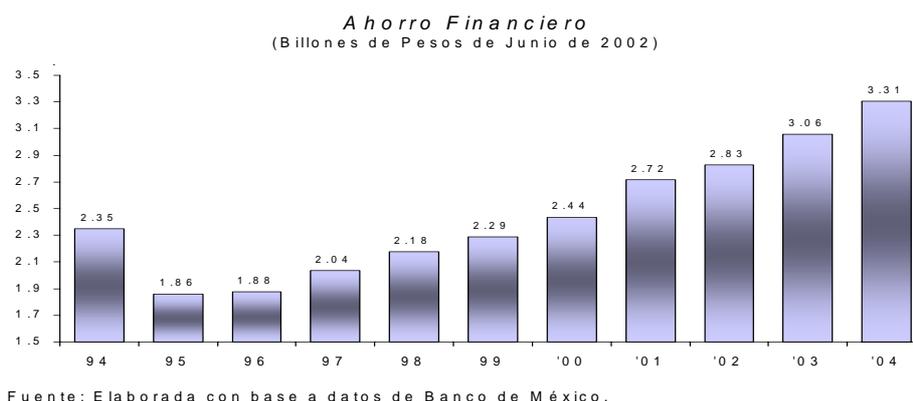
Fuente: Elaborada con base a datos del Banxico. \*/ Ahorro financiero a PIB.

Por su parte el ahorro financiero medido en términos reales observó una reducción importante después de 1994, el cual llegó a los 2.35 billones de pesos reales, situación que sólo se recupera hasta el año 2000, es decir que en términos de recuperación del ahorro financiero a la economía le costo más de cinco años para reactivar el ahorro financiero a niveles mayores al existente en el año de 1994.

<sup>63</sup> “[...]la participación de los títulos privados en los recursos bancarios fue reducida. Ello refleja un mercado financiero poco profundo y delgado, pese a la desregulación bancaria y la globalización financiera” (Levy, 2005b:20)

Es importante, destacar que la recuperación del ahorro financiero fue resultado principalmente del crecimiento en las operaciones con valores públicos en poder de residentes, y de los fondos para el retiro después de 1997, situación que explica en fuerte crecimiento del ahorro financiero en los últimos años en el sector financiero. Asimismo, la mayor actividad en las operaciones con valores públicos se encuentra ligado a la preferencia que los propias instituciones del mercado financiero llevan a cabo, como es el caso específico de los bancos comerciales que realizan gran cantidad de sus operaciones activas a través de las mesas de dinero con valores públicos situación que les compensa la rentabilidad, dada la menor actividad crediticia que presentaron en ese periodo y que apenas en el 2004 se empezó a observar una recuperación de la actividad crediticia aunque con énfasis en el mercado de crédito no ligado directamente al sector productivo, como es por ejemplo el crédito al consumo, en especial al dirigido a la tarjeta de crédito. Por su parte, si observamos la estructura temporal de los componentes del ahorro en México durante el periodo de 1995 al 2004, se desprende que gran parte de su estructura se concentra en el corto plazo, es decir en instrumentos financieros cuya duración y plazo son inferiores a un año, lo cual hace vulnerable la estructura del sistema financiero, dado el tipo de plazo en donde se concentra el ahorro financiero en México<sup>64</sup>.

Gráfica No. 37



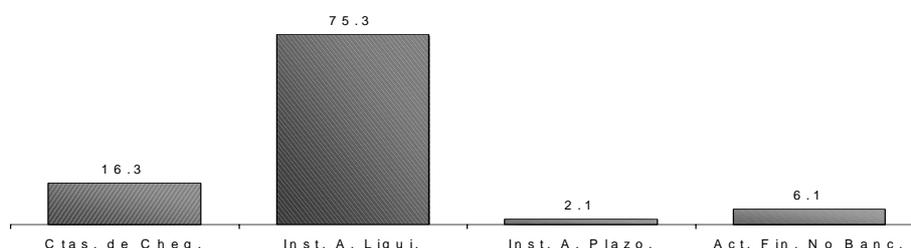
<sup>64</sup> “[...] el hecho de que la profundización este determinada por la captación de corto plazo y depósitos a la vista, condiciona en buena parte los plazos de financiamiento [...] se aprecia que en la conformación del ahorro financiero por tipo de agregado predominan los instrumentos de corto plazo” (Gómez y Patlán, 2003:308-325).

Así mientras, que en el periodo de 1989 a 1994 el ahorro financiero mejoró en términos de la estructura, ya que el 20.3% se encontraba en instrumentos a plazo para el periodo de 1995 a 2004, su nivel se redujo a 2.1% en relación al total, en tanto que los activos financieros no bancarios pasaron de 18.5% a 6.1% en los mismos periodos de referencia, es decir existe en la actualidad una alta concentración en los instrumentos financieros de corto plazo, que los señalan como el componente más importante en la actualidad dentro del ahorro financiero.

Cabe señalar que esta estructura, se ha elevado en los últimos años debido a la preferencia tanto de los bancos comerciales como del público en general por los valores públicos ya que la tenencia de estos en manos de residentes al mes de febrero de 2005 representó (1.6 billones de pesos) más del 50.0% del agregado monetario M2, es decir del definido como Activos financieros en poder de residentes, seguido por la captación interna de los bancos 0.781 billones de pesos y de los fondos para el retiro que al mismo mes alcanzaron un saldo de 0.388 billones de pesos, es decir como quiera en la actualidad las operaciones con valores públicos representan el principal componente del ahorro financiero en México, situación que se deriva de su alta rentabilidad en términos reales y bajo riesgo, que lo hacen un instrumento muy atractivo en el mercado financiero.

Gráfica No. 38

*Ahorro Financiero por Componentes*  
(Participación % Promedio Anual 1995-2004)



Fuente: Elaborada con base a datos del Banxico.

En este sentido, podemos desprender que la política monetaria restrictiva seguida por el Banco de México en los últimos años, no sólo establece un piso a las tasas de interés

activas de la banca comercial que elevan su margen financiero, sino también ha promovido una estructura del ahorro financiero de corto plazo a fin de esterilizar los activos internacionales, lo cual hace que las operaciones con valores públicos sean el instrumento financiero más seguro y rentable en términos reales en nuestro país, dada la exigencia que el banco central tiene por seguir manteniendo una política monetaria restrictiva con fines de estabilización de precios domésticos, pero a la vez crea condiciones de mayor vulnerabilidad en el mercado financiero dado el carácter de corto plazo del ahorro financiero en México.

#### **4.4 Ahorro interno**

A nivel macroeconómico, se establece bajo la perspectiva poskeynesiana que el proceso de generación de crédito por parte de la banca comercial en la economía genera un proceso de depósitos en la banca comercial que con la dinámica que se inicia a partir de este proceso da lugar a que el financiamiento a la inversión vía crédito, favorezca el crecimiento del ahorro ex post, es decir que bajo este esquema la limitación del ahorro ex ante en crecimiento económico deja de operar.

El proceso de generación de ahorro ex post, es resultado del impacto que produce el financiamiento a la actividad productiva vía crédito de banca comercial, lo cual en el corto plazo genera una presión directa al alza sobre la demanda efectiva del sector productor de bienes de capital y por tanto, aumenta los ingresos de los trabajadores, los cuales a su vez incrementarán su demanda de bienes de consumo y de esa manera, tendremos que el efecto final será el de incrementar el ahorro interno en la economía, definido este como la diferencia entre el ingreso menos el consumo.

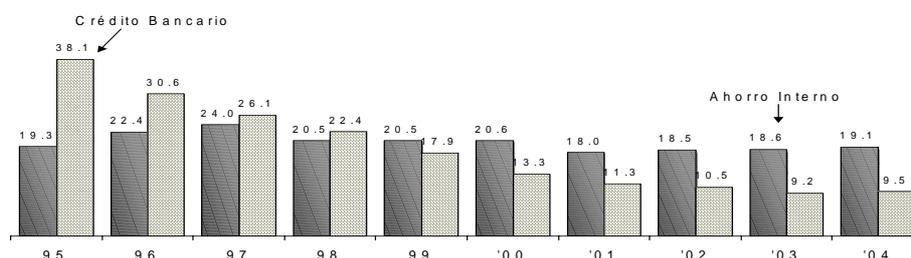
Bajo esta perspectiva el financiamiento bancario se convierte en un detonante del ahorro interno y en consecuencia del crecimiento económico de largo plazo en la economía. Considerando dichos aspectos, si como ya analizamos se observa que para la economía mexicana la evolución del crédito bancario al sector privado no financiero en la economía durante el periodo de 1995 al 2003 fue limitado y escaso, o sea, que este registra una

evolución negativa por cuanto a su reducción real en la economía, se esperaría entonces que la evolución del ahorro interno en la economía mantenga un comportamiento de relativo estancamiento o bien poco dinámico en relación al crecimiento económico.

De esta manera, tenemos que si observamos la gráfica No. 39 el comportamiento del ahorro registra un estancamiento, combinado con una reducción real en los últimos años, lo cual demuestra que en efecto no se ha registrado una mejora significativa en cuanto al ahorro interno, y al mismo tiempo la evolución del crédito bancario en relación al PIB ha seguido una trayectoria descendente, lo que indica que la banca comercial ha perdido importancia como proveedora de crédito al sector real de la economía en México durante el periodo de 1995 al 2004.

Gráfica No. 39

*Ahorro Interno y Crédito Bancario al Sec. Privado  
(Porcentaje respecto al PIB)*



Fuente: Elaborada con base a datos del INEGI y Banxico.

Lo anterior nos indica que en efecto, de manera aproximada como lo afirma la corriente de pensamiento poskeynesiana en el caso de México, la menor actividad de financiamiento vía crédito de la banca comercial al sector privado de alguna manera a influido en la evolución negativa en el crecimiento del ahorro interno en la economía, debido a que los efectos que el financiamiento bancario tienen sobre la demanda efectiva han sido mínimos en los últimos años en nuestro país lo cual indica, que una de las acciones más urgentes sería el de reactivar el financiamiento bancario al sector real de economía con el objeto de promover un mayor crecimiento de largo plazo y promover el aumento del empleo en nuestro país. Creemos que una de las vías para lograr este proceso es justamente estableciendo

mecanismos directos de promoción del crédito bancario mediante lo que llamamos la Refuncionalización del Papel del Estado en la Economía, mediante la aplicación de acciones dirigidas al sector financiero y en particular bancario a fin de que este asuma su papel de financiador del sector real de la economía a costos competitivos acordes con las condiciones de productividad del sector empresarial, además de fomentar el apoyo del financiamiento a sector medianos y pequeños mediante la banca de fomento en nuestro país que la actualidad ha quedado casi en el olvido.

### ***5.- Refuncionalización del papel del Estado en la Economía***

El planteamiento que realizamos como la Refuncionalización del papel del Estado en la Economía, se orienta principalmente primero a reconocer que las acciones tomadas a mediados de la década de ochenta orientadas a la reducción del papel del Estado en la economía y a dejar en manos del mercado la determinación de los precios y la asignación eficiente de los factores de producción como lo proponían los teóricos de la represión financiera no han brindado los resultados en cuanto a la eficiencia económica y hacia un proceso de mayor competitividad de la economía mexicana. Por el contrario, los resultados han sido por ejemplo en el caso del sector financiero de la economía la existencia actual de un sector bancario oligopolizado y mayoritariamente propiedad del capital extranjero.

Lo mismo ha sucedido en otros sectores de la producción real de la economía en donde la apertura del mercado ha redundado en la baja de nuestro sector exportador el aumento de las importaciones y el cierre de varias empresas sobre todo pequeñas y medianas que han significado una importante reducción en la generación de empleos formales en nuestro país. Así se ha expandido de manera importante un sector informal del empleo en crecimiento que ha provocado la reducción de ingresos fiscales y el fomento del contrabando técnico en la economía, pese a los objetivos de mantener finanzas públicas sanas o en equilibrio.

Por otra parte, las condiciones de fomentar la inversión pública como mecanismo para incrementar el empleo en la economía no se han dado, por tanto, el Estado no ha podido

actuar de manera contracíclica para elevar el crecimiento de nuestra economía en los últimos años, dados los parámetros que ha impuesto el modelo neoliberal.

Al respecto Stiglitz señala que... “Tras la ideología del libre mercado hay un modelo, que suele ser atribuido a Adam Smith, según el cual las fuerzas del mercado –la motivación del beneficio- dirigen la economía hacia resultados eficientes como si la llevara una mano invisible...Tales condiciones son sumamente restrictivas. De hecho, los avances más recientes de la teoría económica –realizados irónicamente justo durante el periodo de seguimiento más inexorable de las políticas del Consenso de Washington– han probado que cuando la información es imperfecta y los mercados incompletos (es decir siempre, y especialmente en los países en desarrollo), entonces la mano invisible funciona de modo muy deficiente. *Lo significativo es que hay intervenciones estatales deseables que, en principio, pueden mejorar la eficiencia del mercado.*” (Stiglitz, 2006: 103-104)

Por su parte, los aportes de los nuevos keynesianos (especialmente Stiglitz <sup>65</sup>) señalan que es fundamental la redistribución del ingreso por parte del Estado, debido a la existencia de las “fallas de mercado”. Es decir, el primer teorema del bienestar económico señala que la economía es eficiente en términos de Pareto únicamente bajo ciertas circunstancias o condiciones de mercados competitivos y eficientes. Sin embargo, existen circunstancias en que la economía no es Pareto-eficiente, debido a la existencia de fallas como son por ejemplo, la existencia de monopolios, externalidades, bienes públicos, mercados incompletos, fallas en la información, desempleo e inflación. Entonces, el segundo teorema del bienestar económico nos dice que si la distribución del ingreso producida por el mercado no es socialmente aceptable, en respuesta todos los gobiernos necesitan redistribuir las dotaciones iniciales, esto con el fin de desaparecer los efectos nocivos que generan estas “fallas de mercado” y obtener así una distribución del ingreso socialmente aceptable.

Por otra parte los postulados de los teóricos neoliberales en cuanto a su planteamiento del llamado proceso de “filtración”, que suponen que en la medida que exista crecimiento por

---

<sup>65</sup> /Véase, Stiglitz, Joseph. Economics of the Public Sector, Ed. W. W. Norton y Company, Second Edition.

ese hecho, los beneficios llegarán a las clases más pobres, dado que los ricos ahorran e invierten más y en consecuencia filtran posteriormente los beneficios del crecimiento a los sectores de la sociedad con menores ingresos. Lo anterior no sólo no se ha comprobado sino por el contrario ha provocado el aumento de la pobreza en las economías emergentes a partir de la aplicación del modelo neoliberal... “A pesar de los obvios problemas que padece la economía de la filtración, ostenta un buen linaje intelectual. Un premio Nobel, Arthur Lewis, aseveró que la desigualdad era buena para el desarrollo y el crecimiento económico, por que los ricos ahorran más que los pobres, y la clave del crecimiento era la acumulación de capital. Otro premio Nobel, Simón Kuznets, sostuvo que en los estadios iniciales del desarrollo la desigualdad crecía, pero que esta tendencia se revertía después” (Stiglitz, 2006: 109).

“La historia de los últimos cincuenta años no ha confirmado esas teorías e hipótesis... los países del Este asiático –Corea del Sur, China, Taiwán, Japón- probaron que unos ahorros elevados no exigían una abultada desigualdad y que un crecimiento rápido podía ser alcanzado sin un incremento sustancial en la desigualdad. Como los gobiernos no creyeron que el crecimiento beneficiaría automáticamente a los pobres, y sí que una mayor igualdad promovería de hecho el crecimiento, los Gobiernos de la región adoptaron medidas activas...” (Stiglitz, 2006: 110).

Lo anterior deja ver como dadas las imperfecciones el mercado frente a la aplicación automática de las políticas de corte neoliberal no necesariamente significan que los beneficios lleguen por igual a todos los sectores sociales de la población, razón por la cual el Estado no puede mantenerse al margen de dicha situación es necesario establecer acciones de regulación que permitan en efecto que los beneficios por crecimiento se distribuyan de manera más equitativa entre la población como lo ha demostrado el crecimiento sostenido de los países del Este de Asia. Ello confirma nuestra propuesta de la Refuncionalización del papel del Estado en la economía mexicana.

En este contexto, si bien es cierto que en el sector bancario las condiciones de oligopolio existían antes del proceso de desregulación del sector financiero en la economía de nuestro

país, también es cierto que estas condiciones de mercado se han profundizado distorsionando aún más el funcionamiento del sector bancario en nuestro país, por tanto, el concepto de Refuncionalización del papel del Estado en la economía va en el sentido de que es necesario que el Estado Mexicano reconozca que el mercado por si mismo no es el mejor mecanismo en la distribución y uso de los recursos.

Por tanto podemos señalar que... “Hemos visto como la liberación comercial *acompañada de altos tipos de interés* es una receta prácticamente infalible para la destrucción de empleo y la creación de paro a expensas de los pobres. La liberación del mercado financiero *no acompañada de un marco regulatorio* adecuado es una receta prácticamente infalible para la inestabilidad económica, y puede llevar a que los tipos de interés más elevados vuelvan más difícil que los campesinos pobres puedan comprar las semillas y los fertilizantes que les permitan salir del nivel de subsistencia. La privatización, *sin políticas de competencia y vigilancia que impidan los poderes monopólicos*, pueden terminar en que los precios al consumo sean más altos y no más bajos. La austeridad fiscal, *perseguida ciegamente*, en las circunstancias equivocadas, puede producir más paro y la ruptura del contrato social” (Stiglitz, 2006: 115).

En las economías emergentes como la mexicana, se hace necesario replantear el papel del Estado en la economía mediante acciones tendientes a mejorar el funcionamiento del mercado en el sentido de establecer para el caso del sector financiero y en particular del bancario acciones tendientes a limitar el abuso de márgenes financieros altos por parte de la banca comercial, es necesario que estado establezca máximos aceptables a las tasas de interés activas, que lleven al sector bancario a establecer una demanda de crédito competitiva de acuerdo a las condiciones del mercado internacional.

Por otro lado Joachim Hirsch analiza el papel del Estado desde la óptica de la teoría de las ciencias políticas, y plantea que el proceso de globalización e internacionalización de los grupos financieros se ha producido una fragmentación importante de la sociedad y que en esa medida se ha dado un proceso de debilitamiento del Estado Nacional en su carácter tradicional perdiendo fuerza como institución de control y desarrollo del capitalismo en sus

países ya que cada vez más la fuerza de las grandes empresas internacionales han tendido a establecer los lineamientos de política e incluso de negociación con las diferentes clases sociales y en consecuencia se ha observado una pérdida en la capacidad de negociación y de acuerdo social por parte el Estado.

Al respecto se plantea que... “El Estado ya no es lo que alguna vez fue. Ni es una autoridad especial con poder propio ni es la instancia central jerárquica de dirección y coordinación de saber y realizar a donde se va. Este juicio caracteriza de manera tan sencilla como acertada la situación que guarda la discusión acerca del Estado que las ciencias políticas están llevando a cabo.... El redescubrimiento del Estado por la politología de los años ochenta (véase Evans/Rueschemeyer/Skocpol, 1985) término muy rápidamente con su renovada eliminación teórica... La base de esta evolución es atribuida a una creciente independencia de los “sistemas parciales” dentro de la sociedad: política, economía, ciencia, etcétera, los cuales –siguiendo su propia lógica- cuestionan cada vez más la unidad y la cohesión social, eludiendo principalmente cualquier influencia direccional externa” (Hirsch, 2001: 155).

La fragmentación de la sociedad producto del proceso de globalización ha erosionado la cohesión social y la identidad nacional a favor de las grandes firmas transnacionales, sin que el Estado pueda tener la facultad de limitar este proceso de destrucción de la unidad nacional, por lo que desde el punto de vista de la ciencia política la capacidad de negociación del Estado Nacional ha disminuido ante los grandes grupos internacionales e intereses que lo único que buscan es la valorización del capital. Sin embargo, debemos de reconocer que en alguna medida la figura del Estado permite garantizar el proceso de valorización e capital a escala mundial, ya que podemos considerar que dicho proceso requiere de al menos una institución que garantice los intereses del gran capital aunque ello no necesariamente sea lo mejor para el Estado Nacional. En este aspecto, es donde reconoce Stiglitz que es necesario que el Estado regule la actividad económico ya que de lo contrario el propio mercado puede dar lugar a desequilibrios que pongan en riesgo la estabilidad política y social, lo cual sólo puede llevar a cabo el Estado Nacional.

Pese a ello Hirsch se refiere a este proceso como la capacidad de imposición de fuerza que aún mantienen los Estados dado que... “La “política de posicionamiento” capitalista continúa basada en las relaciones de fuerza de la sociedad, debiendo ser políticamente impuesta y legitimada. Por eso los Estados, en efecto, son antes “socios” que simples instrumentos del capital internacional y esto fundamenta la posibilidad de estrategias sociopolíticas bastante diferentes en la lucha competitiva por el posicionamiento que precisamente, cuando más se internacionaliza, no pueden ser desarrolladas sólo por el capital. La capacidad para imponerlas es, en última instancia, una cuestión relativa a los medios de violencia física. Por esa razón, lo que en gran medida permanece inalterable, pese a los procesos de internacionalización y globalización, es el monopolio de la violencia que todo Estado tiene, es decir, la facultad estatal administrativa del potencial militar y policial” (Hirsch, 2001: 161).

Uno de los medios por los cuales la desaparición del Estado como institución a pesar de la globalización ha sido justamente su poder militar de sujeción para la sociedad aunque en ello no se busque el mejor bienestar de la población, pero si garantiza el proceso de reproducción del capital, ya que... “como aparatos de violencia, fue y es requisito decisivo del proceso global de acumulación y valorización. Ahora como antes, se debe partir de que la separación y “singularización” del Estado respecto de la sociedad constituye un requisito decisivo para la consistencia y desarrollo de la sociedad capitalista.” (Hirsch, 2001: 161)

Pese a que es al monopolio de violencia como podemos decir que subsiste la institución del Estado, en esa misma medida esta obligado a responder a los intereses del capital tanto nacional como internacional, y en esa medida puede ampliar su capacidad de negociación para poder establecer regulaciones específicas a fin de que las acciones propias del sector privado por si mismas pudieran poner en juego la propia existencia del capitalismo, es decir no puede infinitamente apretarse la soga a la sociedad por que esta puede presentar complicaciones de carácter político y social que ponen en serios problemas la valorización del capital nacional e internacional. Por tanto, se puede decir que el carácter de Refuncionalizar el papel del Estado en la Economía es factible de llevar a cabo ya que ello no busca más que mejorar las condiciones de la población de menores recursos a fin de

poner en peligro la propia existencia del capitalismo, no se busca la destrucción del capitalismo, sino hacerlo más eficiente desde el punto de vista social aplicando acciones concretas que mejoren las condiciones de vida de la población de menores recursos, ya que de otra manera se puede destruir la estabilidad política y social de una nación.

Si bien, la crítica que realiza Joachim Hirsch es clara por cuanto a los aspectos políticos de pérdida de poder político de negociación del Estado ante el gran capital internacional ya que como el mismo establece que... “Sin embargo, no por eso se perfila en el horizonte, por cierto, un nuevo medioevo, como suele sugerirse literariamente. *La “modernidad” se mantiene en la medida en que la estructura y el desarrollo de la sociedad son determinados estructuralmente por el proceso de valorización del capital, regulado tanto por el mercado como desde la política estatal*” (Hirsch, 2001: 162).

De lo anterior, podemos concluir que realmente resulta difícil pensar en que pueda desaparecer la fuerza y capacidad de negociación del Estado en el moderno proceso de globalización del capital actualmente dado que incluso dicho proceso de valorización de capital requiere justamente de la fortaleza del Estado, pese a que su capacidad de negociación se haya visto deteriorada por el propio proceso en cuestión ya que en última instancia es justamente el Estado el que garantiza la reproducción y valorización del capital, ya que en el confluyen justamente los intereses del capital internacional, que es actualmente el más dominante.

De esta forma tenemos que en conjunto tanto desde el punto de vista estrictamente económico como lo plantea Stiglitz es necesaria la figura del Estado y sobre todo en economías emergentes en donde se requiere establecer mecanismos de regulación dirigidos a la disminución del crecimiento de la pobreza. Por su parte, Joachim Hirsch desde el punto de vista de ciencia política reconoce que si bien es cierto que el Estado ha disminuido en su capacidad de negociación política ante el fuerte crecimiento y penetración del capital internacional el Estado sigue siendo necesario para garantizar el proceso de valorización del capital.

Por su parte considerando los aspectos teóricos anteriores acerca del Estado podemos plantear que en efecto en el caso de México de acuerdo al estudio que nos ocupa se hace necesario fomentar el financiamiento bancario al sector real de la economía a través del sector bancario a fin de promover la inversión productiva y en consecuencia el ahorro y empleo derivado de una reducción en el costo del crédito. Es necesario también fortalecer a las instituciones de banca de desarrollo mediante la promoción del crédito al sector industrial con potencial de crecimiento en el empleo a costos preferenciales a fin fortalecer a las empresas orientadas a la atención de la demanda doméstica de nuestro país.

Otra de las acciones necesarias dadas las condiciones oligopólicas del sector bancario es la establecer mínimos a depósitos de la banca comercial en el Banco de México a fin de que este en lugar de seguir emitiendo cantidades importantes de valores gubernamentales que no hacen más que favorecer la rentabilidad de la banca comercial, promueva a costo de Cetes el financiamiento a sectores económicos con rezago como es el caso del sector agropecuario entre otros.

Así como podemos observar, el planteamiento de la Refuncionalización del papel del Estado en la economía, no va en el sentido de regresar al viejo paradigma de una mayor participación del Estado en la economía, si no que este se orienta a promover acciones tendientes a mejorar la regulación en el funcionamiento del mercado nacional mediante acciones negociadas con el sector privado de la economía que tiendan a mejorar las condiciones de producción, competitividad de la industria, eficiencia en el funcionamiento del sector financiero y bancario, promoción del empleo y finalmente mejorar las condiciones sociales y de vida de la población mexicana, dado que el modelo económico basado totalmente el funcionamiento del mercado no ha funcionado y por el contrario a elevado las condiciones de pobreza, de deterioro social, falta de seguridad tanto social como de libertad, además de haber incrementado el desempleo y la desigualdad en el desarrollo regional entre el norte y sur de nuestro país.

Por tanto, el concepto de Refuncionalización en el papel del Estado en la economía, no sólo comprende acciones de carácter económico sino también de tipo social que tiendan a hacer

acordes las condiciones de crecimiento con una mejora en la distribución del empleo y en la distribución de la riqueza generada actualmente en la economía con la mejora también de una reforma fiscal integral con carácter social y no solamente en beneficio de los que más ganan o bien de que su objetivo sea en si mismo el aumento de los ingresos tributarios, si no que dicha reforma de tener un carácter distributivo y social en el aumento de los ingresos fiscales del gobierno federal.

El no avanzar en esta perspectiva, puede llevar a nuestro país a incrementar el descontento social y político que actualmente se ha empezado a reflejar en varios países de América Latina en donde sus sociedades ya han empezado a optar por la elección de gobiernos con visiones sociales en donde el Estado juega un papel importante en el proceso de negociación a fin de mejorar las condiciones económicas de sus sociedades como es el caso reciente del gobierno boliviano que llevo a cabo la nacionalización de industria petrolera.

Finalmente considerando la visión poskeynesiana de la importancia del financiamiento al sector real de economía para la promoción del ingreso, empleo y en consecuencia del ahorro debe ser promovida a través del nuevo papel del Estado mediante su Refuncionalización ya que como se ha observado en más de veinte años el mercado no es el mejor asignador ni de precios ni de recursos, sobre todo en una economía emergente, por tal razón, resulta muy importante que Estado establezca acciones tendientes a la regulación a fin de reducir las imperfecciones del mercado que existen en mercados expuestos a la globalización sin ningún respaldo del Estado y promoción de la inversión y empleo en nuestro país.

Asimismo, se deberá implementar la promoción del gasto de inversión tanto a nivel federal, como estatal y municipal, sin que ello provoque desequilibrios en las finanzas públicas, sino más bien el de hacer un uso racional de los recursos del gobierno federal a través de la reducción en el crecimiento del endeudamiento público interno y ampliar el margen de maniobra el gasto público no programable que permita incrementar el gasto de inversión, en asociación con regulaciones específicas a las tasas activas, a la creación de fondos de inversión en manos del Banco de México, al logro en un uso productivo del Fondo de

Ahorro para el retiro de los trabajadores mediante regulación específicas a las Siefores y Afores en manos del sector bancario actualmente.

## ***6.- Hacia una Nueva Estructura Bancaria Eficiente en México***

Las condiciones señaladas a lo largo de la presente investigación por las que atraviesa el sistema financiero mexicano y en particular la banca comercial, permiten suponer que México se encuentra aun lejos de lograr una eficiencia bancario y financiera que permita que el sector bancario sea un agente activo en la disponibilidad de crédito para la promoción del crecimiento sostenido de largo plazo en la economía nacional y de esta forma asuma las características señaladas en los actuales postulados teóricos poskeynesianos.

Entre las condiciones más importantes que hemos señalado se encuentran las de mantener un bajo nivel de penetración financiera, altos márgenes de intermediación de recursos por los créditos concedidos, un proceso de concentración del mercado bancario ya que sólo tres instituciones bancarias concentran más del ochenta por ciento de los activos totales de la banca comercial<sup>66</sup> y el dar lugar a la conformación de un mercado oligopolizado en donde la banca es una fijadora de precios a través del establecimiento de las tasas de interés pasivas y activas que la rigen. Por tanto, es evidente que conforme a los postulados teóricos de la represión financiera, el mercado no ha sido el mejor asignador de recursos en el mercado financiero nacional, por el contrario ello se ha convertido en una limitante importante en los últimos años en la consecución de una estructura bancaria eficiente, razón por la cual nuestra propuesta de “Refuncionalizar el papel del Estado” en materia de regulación del mercado financiero y del bancario en particular toma relevancia para el logro de una nueva estructura bancaria eficiente que promueva el crédito y la demanda efectiva en la economía.

---

<sup>66</sup> La participación en los activos bancarios esta muy concentrada al grado que solo seis bancos tienen una participación de mercado superior al 80%, siendo estos BBVA Bancomer, Banamex, Santander Serfin, HSBC, Mercantil del Norte y Scotiabank Inverlat. De estas instituciones bancarias cinco pertenecen a capital extranjero

Cuadro 7

América Latina: Reformas de primera generación en el sistema financiero

	Liberalización de las tasas de interés	Inicio del periodo intenso de privatización	Adopción de requisitos adecuados de capital	Reservas bancarias %		Tensión (1) o crisis sistemáticas después de las reformas (2)
				1990	2000	
Argentina	1989	1995	1991	24	4	1995 (2)
Bolivia	1985	1982	1995	25	9	1985 (1)
Brasil	1989	1997	1995	15	12	1994 (1)
Chile	1974*	1974 y 1987	1989	6	5	1982 (2)
Colombia	1979	1993	1992	38	8	1998 (2)
Costa Rica	1995	1984	1995	43	18	1994 (1)
México	1988	1982	1994	5	7	1994 (2)
Paraguay	1990	1984	1991	33	26	1995 (1)
Perú	1991	1993	1993	31	26	1995 (1)
Uruguay	1974	1974	1992	45	22	1982 (2)
Venezuela	1989	1996	1993	18	29	1994 (2)

Fuente: CEPAL, Unidad de Inversiones y Estrategias Empresariales, sobre la base de CEPAL, Reformas económicas en América Latina: una síntesis de la experiencia en once países (LC/R.1606), Santiago de Chile, 1995; Fortalecer el desarrollo: interacciones entre macro y microeconomía (LC/G.1898(SES.26/3)), Santiago de Chile, julio de 1996.

\* Entre 1982 y 1984 los bancos estuvieron intervenidos y el sistema volvió a liberalizarse a partir de 1985.

Algunos indicadores internacionales que nos permiten comparar la evolución del sector bancario en nuestro país nos dan una idea más precisa de la urgencia de llevar a cabo medidas de regulación en el sector bancario a través del Estado que mejoren su financiamiento. Por ejemplo, tenemos que pese a las reformas financieras que se asumieron en México desde 1988 fueron dadas en congruencia con lo sucedido en el escenario internacional a partir del proceso de globalización (ver cuadro No. 7).

Sin embargo, pese a las reformas realizadas en el sistema financiero mexicano ello no evitó la crisis financiera que se registró en México a finales de 1994 y tampoco al proceso de concentración del sector bancario, derivado de dicha crisis a partir de 1995, con lo cual se fue conformando una estructura oligopólica del mercado bancario en nuestro país en el contexto de la globalización económica.

La globalización, los avances en la tecnología de la información y la desregulación han provocado cambios radicales en la estructura del sector bancario. Las innovaciones y la integración de los mercados financieros, generaron una mayor competencia reduciendo los

márgenes de las actividades bancarias tradicionales y han conducido a fusiones entre bancos y otras instituciones financieras. Si bien esta tendencia hacia la concentración afecta tanto a los bancos de los países desarrollados como emergentes, existen diferencias en la manera en que se manifiesta en ambos grupos de países.

Por un lado, en los países emergentes la mayor parte del proceso de concentración ha tenido lugar por medio de fusiones y adquisiciones transfronterizas (por lo general, los bancos de países desarrollados adquieren bancos de países emergentes). Mientras tanto, en los países desarrollados el proceso de concentración ha sido mayormente consecuencia de fusiones y adquisiciones de bancos locales.

La evidencia empírica indica que el principal motor de la consolidación en los países desarrollados es la necesidad de reducir la capacidad excedentaria, mientras que en los países emergentes, la consolidación suele ser el resultado de mecanismos de resolución de crisis, reformas normativas o procesos de privatización. El caso de México resulta clarificante en este aspecto, pues la ola de fusiones y el ingreso de los grandes bancos extranjeros, se produce como efecto de la reforma financiera y posteriormente de la crisis de 1995.

*Por lo tanto, en los países desarrollados la concentración es un proceso que está dado por el mercado, mientras que en los países emergentes son los entes reguladores y el gobierno los que juegan un papel importante en el proceso.*

La competencia abierta entre los bancos y entre éstos y las instituciones financieras no bancarias por ganar nuevos segmentos del mercado financiero, dio origen a dos tendencias en el sistema financiero de los países desarrollados: una que apuntaba hacia una fuerte concentración del mercado, con predominio de grandes instituciones, y otra caracterizada por la aparición de un grupo selecto de bancos, los cuales, con vistas a aumentar de tamaño o a conquistar nuevos mercados -o ambas cosas a la vez-, adoptaron una estrategia global que respondía al propósito de estar presentes en una gran cantidad de países de distintas regiones y continentes. Un ejemplo de esto es que la mayor parte de las fusiones realizadas

en los Estados Unidos en la década de 1990 correspondieron a bancos comerciales, lo cual es atribuible, según diversos estudios, a que éstos percibieron que la fusión abría la posibilidad de conseguir economías de escala.

La expansión geográfica de los grandes bancos ha estado vinculada tanto a la necesidad de obtener economías de escala, como a la de diversificar los negocios financieros hacia segmentos que se volvían cada vez más rentables, sobre todo cuando esa diversificación estaba restringida por las regulaciones imperantes en el país de origen: el operar en otros países hacía posible la diversificación.

El comportamiento de los bancos estadounidenses antes de las reformas de la regulación es muy ilustrativo a este respecto. Una vez tomada la decisión de globalizarse, los bancos debían escoger entre dos opciones: la de penetrar en los otros países mediante aportes de capital, instalando para ello filiales, o simplemente la de operar en ellos con una oficina de representación de la casa matriz –conocidos como los non bank banks o banca parafinanciera.

Se ha demostrado en general que los bancos de inversión orientados a la venta de productos titularizados no necesitan tener una presencia local, aun si se trata de operaciones que envuelven grandes sumas de dinero. Basta que sus ejecutivos viajen para visitar a los clientes en los casos puntuales en que ello sea necesario. Un banco comercial, en cambio, orientado como está hacia el segmento minorista, requiere el contacto frecuente con el cliente, por lo que le resulta indispensable instalar sucursales. Aunque en este segmento puede recurrirse en forma complementaria a la Internet y al teléfono para realizar transacciones bancarias, estos medios no pueden hasta ahora reemplazar la presencia física de la sucursal.

Lo mismo ocurre con otros negocios muy lucrativos, como la administración de activos y la banca privada. A medida que el aumento de tamaño y la diversificación del negocio pasaban a ser estrategias indispensables para competir en el mercado, la expansión comenzó a transformarse en una táctica defensiva, es decir, en una táctica necesaria para

prevenir las desventajas que pudiesen derivar de la inacción. Estos mismos factores operaron en el caso de la expansión hacia los mercados emergentes. Sin embargo, según estudios recientes<sup>67</sup>, la industria de servicios financieros en general y la de la banca comercial en particular distan de haber alcanzado el grado de globalización que caracteriza hoy a las empresas que operan en otros mercados.

Ello se observa en los Estados Unidos y en Europa, a pesar de los incentivos generados por la nueva institucionalidad. Los factores que impidieron una mayor globalización de la banca de los países desarrollados fueron, en general, los obstáculos a la entrada de carácter cultural y la asimetría de la información entre los bancos extranjeros y los locales, por lo cual estos tenían ventajas sobre aquellos, especialmente en lo que se refiere al acceso a las empresas medianas o pequeñas. A esos obstáculos debe agregarse otra circunstancia: las empresas transnacionales dan marcada preferencia a la banca local, esto es, a tener gran número de sucursales bastamente repartidas por el territorio, lo que representa costos no recuperables de gran magnitud.

Las estadísticas sobre fusiones y adquisiciones<sup>68</sup> muestran a su vez que la mayor concentración y consolidación de la industria de servicios financieros son procesos que han derivado, en gran medida, de transacciones entre bancos locales o entre instituciones de un mismo país que operan en distintos segmentos del mercado financiero, pues las transacciones con igual fin entre instituciones de distintos países constituyen una minoría.

Sucede lo contrario en las economías emergentes, pues en ellas el ingreso de la banca extranjera se vio alentado por factores tales como el mayor prestigio de esa banca -dada la poca eficiencia de la banca local de algunos países-, la escasa experiencia de la banca local en materia de manejo de riesgo, la existencia de segmentos del mercado financiero poco explorados por la banca local como la administración de activos, la banca privada y la privatización de bancos estatales.

---

<sup>67</sup> / Berger, Allen, Q. Dai, S. Ongena y D. Smith, "To What Extent will the Banking Industry be Globalized? A Study of Bank Nationality and Reach in 20 European Nations", *International Finance Discussion Papers*, N° 725, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos, mayo, 2002.

<sup>68</sup> / Grupo de los Diez (2001), "Report of Consolidation in the Financial Sector", Basilea (<http://www.bis.org>).

México no constituye una excepción a las tendencias bancarias citadas anteriormente. En los años noventa, el sistema bancario mexicano se caracterizó por un proceso de concentración y entrada de instituciones extranjeras, motivado en parte por las crisis financieras y las restricciones normativas que tendían a afectar a las instituciones más pequeñas (y más especializadas).

En México, la crisis de 1995 produjo una entrada masiva de bancos extranjeros. En 1990, en el sistema bancario nacional no existía participación del capital extranjero, sin embargo, en un lapso de 12 años las grandes corporaciones financieras internacionales se apoderaron del 90% del total de los activos bancarios mexicanos (Ver Cuadro 8). En Argentina, por ejemplo, el efecto Tequila provocó el cierre de 35 bancos y la fusión de otros 37. Un proceso similar ocurrió en Brasil, el país perdió 76 bancos entre 1996 y 2002.

Cuadro 8

Participación de los Bancos Extranjeros en el total de activos de la Banca Latinoamericana  
(%)

	1990	1994	1999	2000	2002
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	0	1	19	24	90
Uruguay	4	7	33	40	61
Venezuela	1	1	42	42	59

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues, Washington, D.C., 2000; Banco de Pagos Internacionales (BIP), "The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability", BIS Papers, N° 4, Basilea, 2001.

El actual nivel de concentración bancaria que experimenta México, es superior que el de todas las regiones del mundo, incluso muy por arriba de América Latina, superando el de los países desarrollados, que se considera tienen los mayores niveles de concentración bancaria. En general América Latina tiene uno de los niveles más bajos de concentración y

la única región en desarrollo cuyo nivel de concentración bancaria fue más bajo que el de Latinoamérica es Asia del Este)<sup>69</sup>.

Si bien el nivel de agrupación bancaria en América Latina sigue siendo bajo, contrasta la situación de México en donde se presenta una mayor concentración y la entrada de grandes bancos extranjeros, lo cual ha despertado inquietudes sobre los posibles efectos que se pueden generar sobre la competencia bancaria, los costos de los préstamos, la eficiencia bancaria y la estabilidad financiera. Evidentemente un sistema bancario altamente concentrado y en manos del capital extranjero, representan un riesgo para la soberanía financiera y la estabilidad económica del país.

Después de la crisis de 1995 la concentración bancaria en México se incrementó sensiblemente, mientras que en 1995 los tres bancos más grandes ostentaban aproximadamente el 55% del total de los activos bancarios, para 2002 la cifra alcanzó el 59% y para 2004 la concentración es de 61.7%. El mayor grado de concentración en México, se puede observar también en los siguientes indicadores: los 10 principales cuentan con 99.6% de las cuentas de disposición inmediata (incluidas cuentas de cheques y de ahorro), 99.3% de los depósitos a largo plazo y 95.6% de las tarjetas de crédito<sup>70</sup>.

Han pasado más de 10 años desde las reformas al sistema financiero en México, pero, al igual que en la mayor parte de las economías emergentes, no se ha logrado incorporar a una gran parte de la población a los beneficios de la intermediación financiera. El sistema financiero nacional presenta un desarrollo limitado, en el cual subsiste una estructura de mercados segmentados donde algunos grupos han logrado incorporarse a ella, pero la mayor parte no lo ha hecho. Cuando se planteó la necesidad de modernizar la estructura financiera, uno de los argumentos más sólidos era que conforme creciera la economía se ampliaría la cobertura de la banca comercial a toda la sociedad, lo que no sucedió, pues las expectativas de crecimiento de la economía y de expansión de la estructura financiera no se

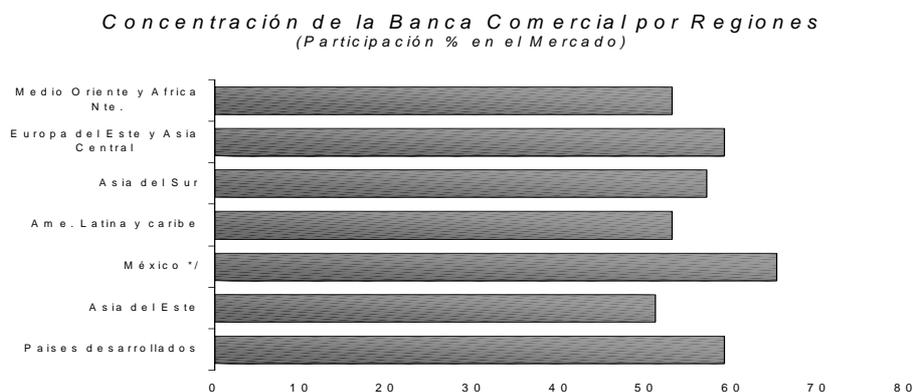
---

<sup>69</sup> / Levy-Yeyati, Eduardo y Alejandro Micco, "Concentration and Foreign Penetration in Latin American Banking Sectors: Impact on Competition and Risk", Documento de trabajo del Departamento de Investigación No. 499. Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C., 2003.

<sup>70</sup> / - "Evolución de la Banca Múltiple", Comisión Nacional Bancaria y de Valores, México, 2004.

cumplieron, como así lo veían los teóricos de la represión financiera a finales de la década de los ochenta.

Gráfica No. 40



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco de Pagos Internacionales y Banco Mundial.

\* Nota: La concentración se mide como la proporción de activos de los tres bancos más grandes

En la actualidad pueden apreciarse aún mercados financieros informales y grandes grupos que mantienen prácticas que corresponden a sociedades atrasadas, situación que reduce el potencial de la economía. Ambos factores minan la actuación de la intermediación bancaria, reduciendo la inversión y evitando que los beneficios del proceso de crecimiento se difundan de manera adecuada entre la población. Por ello, una sociedad que se presume moderna y democrática requiere que la mayoría de la población tenga acceso a la intermediación financiera, dado que el mercado es imperfecto y requiere de la regulación del Estado.

En la historia moderna de la economía mexicana, el sistema financiero mexicano no logró generalizar sus servicios a toda la población, lo cual fragmentó el estatus financiero de los diversos grupos sociales. Por una parte se encuentra un grupo que dispone de los servicios del sistema financiero (bancarizados) y por otra parte los que cuentan con dichos servicios de manera parcial o nula. Esta situación no es exclusiva de México, sino que existe en todos los países, incluso en los desarrollados.

En Estados Unidos el Banco de la Reserva Federal de Chicago calcula que 10% de la población está excluida del sistema bancario<sup>71</sup>. Ello es más grave en países en desarrollo como los de América Latina: en Brasil se calculan en 57.2%<sup>72</sup>, en Colombia 58.8% y en la Ciudad de México 74%<sup>73</sup>. Esta situación da cuenta de un potencial de mercado no utilizado por los bancos que podría ser muy redituable en términos de captación bancaria y en segunda instancia, en recursos disponibles para la oferta de crédito.

El desempeño de algunos bancos hace dudar sobre su interés de incorporar a una mayor parte de la población al sistema bancario. Por otro lado, un reducido número de instituciones comienzan a enfocar sus esfuerzos hacia la población de menores ingresos. Sin embargo, es importante tener presente que un sistema financiero completo en que toda la población tenga acceso a los servicios financieros funciona con mayor eficiencia y menores costos. Un sistema bancario desarrollado facilita las funciones de gobierno, ya que permite una mejor fiscalización de la actividad privada, reduce el costo de captación de los ingresos públicos y evita la evasión. Por el lado del gasto permite una mejor distribución de los beneficios entre las comunidades y personas que reciben apoyos gubernamentales.

El limitado alcance de la intermediación financiera afecta de una manera trascendental a la mediana, pequeña y microempresa. Al no tener acceso al sistema bancario, el costo para los empresarios de estos sectores absorbe una gran parte de su ingreso anual. El acceso a los servicios bancarios representaría un incremento del ingreso, con beneficios para la banca y la familia de los empresarios. Los pequeños, medianos y micro empresarios encuentran en la falta de acceso al crédito, el obstáculo más importante para desarrollar sus empresas. Las pequeñas, medianas y micro empresas de México y América Latina figuran entre las que más restricciones financieras encuentran en el mundo<sup>74</sup>.

---

<sup>71</sup> / Federal Reserve Bank of Chicago, "Chicago Fed Letter", núm. 162, febrero de 2001.

<sup>72</sup> / Banco Mundial, "Brazil Access to Financial Services in Urban Areas Summary of Survey Results", junio de 2002.

<sup>73</sup> / Banco Mundial, "Broadening Access to Financial Services among the Urban Population: Mexico City's Unbanked", vol. 1, octubre de 2003.

<sup>74</sup> / Banco Mundial, Op.Cit.

El acceso de los segmentos excluidos del sistema bancario se debe a la insuficiencia de recursos, es decir, la concentración del ingreso limita la capacidad de ahorro de un segmento mayoritario de la población. Como factores adicionales, se puede señalar el alto costo de intermediación, los rendimientos poco atractivos que se ofrecen al ahorrador y la falta de cultura financiera. Sin embargo, la concentración del ingreso, la elevada pobreza, son la principal causa del exilio bancario de la población, cuya capacidad de ahorro es nula, pues igualmente limitado es su poder adquisitivo.

La relación positiva que existe entre los grados de ingreso y de exclusión del sistema bancario (ésta baja conforme se eleva el primero), es indicativa de que las restricciones de entrada y mantenimiento de una cuenta bancaria son muy importantes, lo que debería llevar a las entidades financieras a considerar la necesidad de ajustar sus costos a los niveles de ingreso de la población, sobre todo el precio de entrada, que es más fácil de alcanzar.

En México, existe un mercado informal o intermediación fuera del sistema para quienes no tienen acceso a los servicios bancarios y esto contribuye a que se mantengan mecanismos de endeudamiento que se suponían superados con la aparición de la banca comercial<sup>75</sup>. La principal fuente de financiamiento para los grupos no bancarizados desde hace algunos años han sido las tiendas comerciales, las cuales promueven diversos mecanismos de crédito para la compra de todo tipo de bienes. Esta situación originó que algunos banqueros en América Latina decidieran comprar cadenas comerciales para ampliar su base de operación cotidiana<sup>76</sup>. Pero en México el proceso fue a la inversa: una tienda especializada en electrodomésticos, Elektra, decidió abrir un banco comercial, para lo cual estableció sucursales en sus locales comerciales buscando abatir costos de intermediación, pero violando las reglas en materia de seguridad bancaria<sup>77</sup>.

---

<sup>75</sup> / Como el caso de la usura.

<sup>76</sup> / Un caso particular es el del empresario Carlos Slim quien tiene la propiedad del Banco Inbursa que detenta el 3.51% de los activos del mercado y por otro lado cuenta con la cadena de tiendas Sanborn's, lo que le ha permitido expandir su base de operaciones.

<sup>77</sup> / Resulta paradójico que mientras se endurecían las exigencias de seguridad en el sistema bancario, por otro lado, se permitía la apertura de un banco con sucursales que no cumplen con el mínimo requerimiento exigido al resto de los bancos.

No hay un patrón respecto al destino del crédito, lo que muestra la necesidad de que los bancos diversifiquen su gama de productos. En México el principal destino potencial del crédito es ampliar la inversión en el propio negocio, por lo que se debería de buscar la forma de extender préstamos quirografarios a este segmento de la población. El segundo destino en México coincide con el de Colombia: la adquisición de bienes para el hogar, lo cual reitera la conveniencia de que los bancos se asocien con las tiendas comerciales. El tercer destino potencial para México coincide con los de Brasil y Colombia: la compra o la renovación de la vivienda, lo cual se asocia con los créditos hipotecarios y con los distribuidores de materiales de renovación.

Hay un elemento clave que sólo se registra en Brasil: la necesidad de crédito para emergencias familiares. La falta de cobertura de la seguridad social se podría ligar con un proceso de bancarización mediante el otorgamiento de un seguro médico de tipo popular como el que se estableció en México en 2003.

En México los ahorros tienen como principal destino las tandas, una forma popular de ahorro y la más utilizada en el país, ya que existe tanto en las poblaciones rurales como en las grandes ciudades, lo que representa un potencial servicio que podría ofrecerlo la banca comercial como parte de sus opciones de ahorro. El segundo canal de ahorro de los desbancarizados es guardar el dinero en casa, la forma más insegura y sin rendimiento alguno, por lo que es necesario impulsar mecanismos que permitan captar el ahorro no canalizado hacia el sistema bancario. El tercer rubro en México son las cajas de ahorro. Una última alternativa es canalizar los ahorros a préstamos con interés o sin interés entre los grupos familiares o de amigos, un proceso de intermediación básica entre quienes ven limitado su acceso al sistema bancario.

El otro aspecto de la intermediación bancaria, es la canalización de crédito. Existe amplia evidencia de que la pequeña, mediana y micro empresa, enfrentan condiciones crediticias más adversas que las empresas más grandes. Los números son contundentes respecto al limitado acceso al crédito bancario: cerca de las dos terceras partes de las empresas pequeñas mexicanas enfrentan importantes restricciones al financiamiento, mientras que

menos del 5% de sus recursos de financiamiento proviene de los bancos. En general, los problemas de crédito de éste tipo se deben a cuatro causas principales: costos fijos de los préstamos, protección imperfecta (imperfect enforcement) de los contratos de crédito, costos de quiebra y asimetrías de información.

De esta manera, el proceso de intermediación bancaria en México funciona de manera ineficiente, considerando que el objetivo principal de los intermediarios es establecer una relación entre los oferentes y demandantes de recursos financieros. Aun cuando las cifras indican que durante los últimos cinco años un promedio de 80% de la captación bancaria se destina al crédito para el sector privado, el nivel de concentración de la cartera crediticia es muy elevado. Los bancos que operan en México tienen concentrado más de 80% de la cartera comercial vigente en las 300 principales empresas o corporaciones del país.

El grado de concentración del riesgo crediticio inclusive es más evidente en el sistema bancario cuando se observa que todos los bancos del sistema, nacionales o filiales extranjeras, tienen colocado alrededor de 50% de su cartera comercial en 50 de los mayores acreditados del país. De éstos, 30 corporativos son los que tienen acceso al crédito externo y, al mismo tiempo, constituyen la elite económica nacional, porque en sus activos también se concentra alrededor de 40% del PIB<sup>78</sup>. Mientras que en 1994 los bancos mexicanos prestaron al sector privado el equivalente al 10% del PIB; para el 2000 casi la totalidad del sistema bancario del país, dejó de ser mexicano, pasando a manos extranjeras y su financiamiento al desarrollo se desplomó: sólo prestaron el equivalente a 1% del PIB<sup>79</sup>.

*Avanzar en un proceso de expansión y consolidación de la intermediación bancaria, para alcanzar un nivel de penetración como el de los países industrializados no es imposible, pero requiere de una actuación firme y bien dirigida por parte de las autoridades para retomar la esencia del sistema bancario como intermediario. En el caso mexicano se ha dejado crecer un sistema de intermediación no bancaria y de sociedades de ahorro y préstamo que buscan solucionar el problema de la falta de bancarización. Esta propuesta*

---

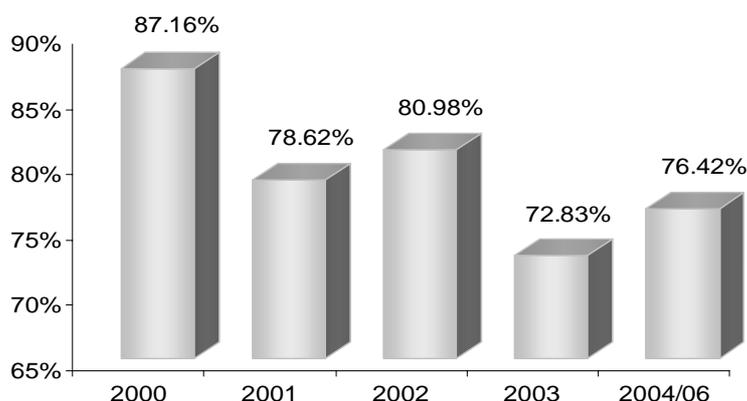
<sup>78</sup> / “Evolución de la Banca Múltiple”, Comisión Nacional Bancaria y de Valores, México, 2004.

<sup>79</sup> / Salinas de Gortari, Carlos. “¿Desarrollo sin Financiamiento? 1ª. parte”. El Universal, 19 de marzo de 2002. p. A10.

busca de manera indirecta presionar al sistema bancario para que mediante la competencia reduzca sus costos de transacción y con ello permita que un número mayor de personas tenga acceso al sistema bancario. La propuesta parece correcta pero insuficiente, ya que se requiere la formulación de políticas que obliguen a los bancos a apoyar la bancarización.

Gráfica 41

Porcentaje de la captación bancaria canalizada al crédito para el sector privado



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banamex, Banxico e INEGI.

Igualmente importante es desarrollar una estrategia que permita incentivar a los bancos a realizar sus funciones tradicionales de canalización del crédito hacia los sectores productivos. Para lograr un sistema bancario eficiente en sus funciones como intermediario y que tenga una influencia más importante en el financiamiento del crecimiento económico, es fundamental que los bancos, en su mayoría en manos de extranjeros, actúen como sus matrices en los países de origen. Si deseamos que el sistema bancario se parezca al de los países desarrollados, primero necesitamos que los costos de intermediación sean similares. Al respecto, hay que señalar que el costo de la intermediación financiera en México es mucho más elevado que en los países de origen de los principales bancos extranjeros que operan en el territorio nacional.

Mientras que en México el uso de una tarjeta de crédito de Banamex alcanza un costo anual de 85%, Citibank en Nueva York por el mismo concepto, cobra 9% anual. El mismo banco tiene un costo bancario en México de \$1,395 pesos y en Nueva York el costo es de \$555

pesos. En lo que se refiere a la apertura de cuentas, en territorio nacional se exige un mínimo de \$1,000 pesos y en Estados Unidos no existe un monto requerido para la apertura de una cuenta; en México esto limita el acceso a una cuenta de ahorro por los sectores con menores ingresos. (Ver Cuadro 9).

Otra medida para promover la intermediación bancaria eficiente, es la reducción del margen financiero. El cobro de menores tasas de interés por parte de los bancos, puede incentivar una expansión del crédito hacia empresas que hasta hoy no pueden recurrir al crédito bancario. Un manejo prudente del riesgo que implica el financiamiento hacia la pequeña, median y micro industria, puede minimizar las primas de riesgo y contribuir al descenso de las tasas activas.

El fortalecimiento de la intermediación bancaria, implica expandir la captación bancaria y posteriormente, retomar la actividad crediticia hacia todos los sectores productivos. Esto significa un esfuerzo conjunto, pues se requiere la participación de varios agentes e instituciones con el fin de poner en marcha un marco legislativo y hacer innovaciones en las prácticas y los instrumentos, así como tener una mayor competencia, incluso de nuevos agentes bancarios. Debe promoverse el regreso de la banca comercial hacia sus actividades tradicionales de receptor de ahorro y proveedor de crédito. Con este fin, es necesario comprender y priorizar la importancia de la intermediación bancaria en el financiamiento del crecimiento económico.

Así conforme, a la evaluación de 2003 del Banco Mundial<sup>80</sup> sobre el sector financiero y bancario en varios países del mundo se plantea que México se encuentra en niveles de

---

<sup>80</sup> / “En la evaluación y comparación mundial de la eficiencia y profundidad del sistema financiero –uno de los factores que se toman en cuenta para medir el grado de desarrollo de un país-, se observa que la canalización de crédito a la economía por parte del sistema financiero –incluidos bancos, Sofol y organizaciones auxiliares de crédito- ha pasado de 24.7 a 38.5 por ciento del PIB, lo que muestra la paulatina recuperación que presenta el financiamiento... Sin embargo, esa proporción equivale al promedio de las economías de bajo ingreso, que ronda 45.3 por ciento. Entre esas naciones están las de Africa del Sur... No obstante, el promedio mundial es que el crédito colocado por los bancos en la represente al menos 79.3 por ciento del PIB; en un segundo escaño que alcance 162.1 por ciento del PIB, el promedio mundial, y en una tercera y cuarta fases, que se encuentra en los niveles de penetración crediticia de Asia –Corea, Taiwán y Hong Kong- con 150 por cent, o de países de alto desarrollo con 181.9 por ciento... Asimismo, el promedio internacional del margen de intermediación es de 6.3 puntos porcentuales entre la tasa de fondeo de los bancos y la tasa de préstamo a empresas.” Tomado de Periódico, El Financiero, México 20 de abril de 2005.

profundidad financiera similares a los que registran economías como Bangladesh, Burundi, El Salvador, las Naciones de Europa Oriental o Rusia.

**Cuadro 9**  
**Precios y comisiones vigentes de bancos filiales y de sus casas matrices**  
**(pesos)**

Institución bancaria	Saldo mínimo	Cuenta a la vista tradicional	Costo total bancario	Cuenta de cheques	Tarjeta de crédito bancaria	
		Costo promedio de comisiones bancarias		Costo promedio de comisiones bancarias	Comisiones	Costo anual total <sup>1</sup> (porcentaje de tasa anual)
Banamex	1,000	395	1,395	232	186	85
Citibank Nueva York	-	555	555	7	165	9
BBVA Bancomer	2,500	635	3,135	245	120	80
BBVA España	-	409	409	123	111	8.37 <sup>a</sup> (24.6% <sup>b</sup> )
Santander Serfin	3,000	184	3,184	240	163	73
Santander Central España	-	303	303	94	161	n.d.
HSBC	2,000	340	2,340	228	119	77
HSBC Inglaterra	-	600	600	600	192	16
Scotiabank Inverlat	3,000	680	3,680	227	200	76
Scotiabank Canadá	-	202	202	88	106	18
Porción en que los costos nacionales superan al de la casa matriz						
Banamex	No hay ese requisito	0.7	2.5	34.3	1.1	9.4
BBVA Bancomer	No hay ese requisito	1.6	7.7	2	1.1	9.2 (3.3)
Santander Serfin	No hay ese requisito	0.6	10.5	2.6	1 -	
HSBC	No hay ese requisito	0.6	3.9	0.4	0.6	4.8
Scotiabank Inverlat	No hay ese requisito	3.4	18.2	2.6	1.9	4.3

1. Calculadora CONDUSEF: <http://www.condusef.gob.mx/>

a. Modelo de pago fijo.

b. Modelo de pago personalizado.

Fuente: Informe del Banco de México para la Comisión de Hacienda del Senado de la República, marzo 2004.

De esta manera tenemos que el proceso de concentración bancaria en México después de 1995, ha sido acompañada de un proceso de extranjerización, conformando un mercado financiero y bancario oligopolizado que limitan su eficiencia y desarrollo, lo cual hace necesario la intervención del Estado mediante la aplicación de regulaciones que incidan sobre los máximos y mínimos, sobre las tasas de interés a la vez de establecer políticas de fomento al crédito a sectores prioritarios de la industria con impacto directo en la demanda efectiva, el empleo, el ahorro y por tanto, del crecimiento económico de largo plazo.

## **Conclusiones**

### **Primera parte:**

En este apartado se abordarán las principales conclusiones y propuestas teóricas derivadas de la primera parte que esta integrada por dos capítulos, de la presente investigación doctoral.

En primer lugar se puede establecer conforme al análisis de la teoría de Keynes, que uno de pilares fundamentales que derrumba su teoría -como define a la escuela neoclásica de pensamiento- es el principio que establecía el equilibrio económico y por consecuencia que a toda oferta correspondía una demanda, conocida como la “Ley de Say”. Así el principio de la “*demanda efectiva*”, la cual plantea que no todo el ingreso es consumido y que el ingreso se desglosa, en una parte que se destina al consumo y la otra parte que es un residuo o resultado de la diferencia del ingreso menos el consumo el cual da lugar al ahorro, por tanto este es ingreso no consumido, y en consecuencia se puede transformar en inversión, por tanto, se desprende que en las economías emergentes una de sus principales limitantes para el crecimiento autosostenido sea la insuficiencia de ahorro previo para financiar la inversión productiva.

Keynes plantea que en la medida en que el ahorro se transforma en inversión establece entonces, que ambas magnitudes crecen en la misma proporción respecto al aumento del ingreso en la economía, por tanto, el ahorro es previo a la inversión ya que este es el que permite financiar a la inversión productiva.

Bajo este esquema teórico, se establece entonces que el ahorro será igual a la inversión *ex post*, de ahí entonces que sea el sistema bancario el que sea únicamente el responsable de intermediar los recursos existentes, para canalizar el excedente del ingreso no consumido al financiamiento a la inversión, por tanto, lo importante que debe tomarse en cuenta es que la economía genere ahorro previo suficiente que permita el financiamiento de la inversión.

Dado que en la economía existen expectativas e incertidumbre y además existen imperfecciones en el mercado capitalista, la intervención del Estado en este sector tiende a mejorar las expectativas de los agentes económicos que están dispuestos a invertir en la economía.

Asimismo, el principal determinante de las decisiones de inversión en la economía, es lo que Keynes define como la eficiencia marginal del capital, que no es otra cosa que una tasa de descuento que iguala los rendimientos futuros esperados al valor presente del precio de oferta del bien de capital, por consecuencia establece que en este proceso la tasa de interés que exista en el mercado financiero será relevante para la toma de decisiones de inversión. Lo anterior, se deriva a partir de que las decisiones de inversión se llevarán a cabo en la medida que la eficiencia marginal del capital tienda a ser mayor a la tasa de bonos públicos ó tasa libre de riesgo que exista en el mercado, por tanto, se desprende que en la medida que la tasa de interés del mercado financiero sea mayor respecto a la eficiencia marginal del capital los agentes económicos decidirán no arriesgar sus recursos en el sector productivo y sí invertirlos en el sector financiero, lo cual frena el proceso de crecimiento de la producción, el empleo y el ingreso en la economía.

Considerando, que la tasa de interés afecta las decisiones de inversión entonces, tenemos que no todo el ahorro generado será invertido, por tanto, se recomienda que la participación del Estado en este sector tienda a regular el funcionamiento de la tasa de interés a fin de que se promueva una mayor eficiencia marginal del capital para mantener un crecimiento sostenido de la economía ya que el sector bancario y el mercado de valores jugarán un papel importante en este proceso.

Por otra parte la corriente teórica denominada como Poskeynesiana establece que no necesariamente el ahorro es previo a la inversión, sino por el contrario es ex post. Si bien, reconoce el principio de la demanda efectiva, establece que el problema central en las economías es el financiamiento de la inversión de corto plazo otorgado por el sistema bancario, para que esta genere un nuevo ingreso que se desglose en consumo y ahorro, siendo este último recogido por el mercado de valores mediante instrumentos de largo

plazo, que con las utilidades que generan estos nuevos instrumentos de largo plazo, la banca comercial recoge este excedente mediante la captación de recursos de corto plazo, con lo cual, se empatan las deudas con los ingresos de la nueva inversión generándose un círculo virtuoso que permite mantener la liquidez en la economía para seguir financiando la inversión por parte de la banca comercial.

Es importante destacar también, que mientras que, la teoría keynesiana establece que la limitante para el crecimiento económico es la existencia de ahorro previo, bajo el enfoque poskeynesiano el problema se ubica en la falta de financiamiento por parte de la banca comercial al sector productivo. Ya que son, las expectativas de rentabilidad esperada la determinante principal en las decisiones de financiamiento por parte de la banca comercial, ya que este proceso de financiamiento genera su contraparte de ahorro que es recogido por la propia banca comercial con lo cual se permite mantener la liquidez suficiente para mantener, el proceso de financiamiento a la inversión productiva.

De ahí, que bajo el enfoque poskeynesiano se considere que el dinero no es neutral ya que afecta al sector real de la economía, además que el crecimiento de la oferta de dinero es endógena y no exógena como lo suponía Keynes, debido a que en la actualidad interactúa tanto el multiplicador monetario vía base monetaria como el multiplicador bancario en función del nivel de reservas requeridos por los bancos comerciales sobre la oferta monetaria global en la economía, lo cual tiende a limitar la eficiencia de la política monetaria implementada por el banco central en las economías emergentes.

Por tanto, tenemos que el sistema financiero a través de sus instituciones bancarias y no bancarias son fundamentales para el financiamiento de la inversión en la economía, en consecuencia tenemos que en aquellas economías que no cuentan con un sistema bancario eficiente y competitivo (como es el caso de las economías emergentes) este sistema se convertirá en una limitante para el financiamiento de la inversión y sólo se abocará a establecer un proceso especulativo mediante el manejo de sus márgenes de intermediación bancaria.

De lo anterior, podemos desprender que las economías que no cuentan con un mercado de valores sólido o maduro y tampoco con un sector bancario eficiente, se hace necesaria la participación del Estado en este sector a fin de regular las tasas de interés que aplican los bancos comerciales, por sus operaciones a fin de orientar el crédito a los sectores productivos que se establezcan de acuerdo a sus objetivos de política industrial y además se fortalezca el mercado de valores, mediante el acceso de un mayor número de empresas que les permita elevar el fondeo de largo plazo a la inversión, de lo contrario el propio sector bancario se convertiría en una limitante para el crecimiento.

En las economías emergentes, la política monetaria que se ha llevado a cabo por sus gobiernos a partir del proceso de globalización y desregulación financiera, principalmente se ha orientado a un manejo restrictivo de la misma con el objeto de mantener el poder adquisitivo de sus monedas y de manera indirecta promover la estabilidad el tipo de cambio (que tiende a sobrevaluarse), a través de ofrecer altas tasas de interés que impulsen el ingreso de capitales externos para apoyar el crecimiento de sus activos internacionales, dejándose de la lado la regulación y supervisión del sector bancario, que debería también ser parte de sus funciones principales -como los señala Pado-Schioppa-, que llevan a cabo los bancos centrales en las economías, sin embargo, en la actualidad en las economías emergentes se ha privilegiado en sus objetivos, el de reducir y estabilizar la inflación.

Sin embargo, este tipo de manejo en la política monetaria promueve la especulación con el margen financiero en la banca comercial, además de que posibilita un incremento de la deuda interna de sus gobiernos sin que la emisión de valores públicos sea resultado de financiamiento del gasto de inversión del Estado, sino que asume un carácter puramente regulatorio de la liquidez.

Por tanto, este tipo de política monetaria es incompatible con un proceso de crecimiento del financiamiento a la inversión productiva, debido a los altos rendimientos que ofrece el mercado financiero, en consecuencia, se hace necesario que este tipo de economías establezcan una política monetaria flexible que tienda a reducir las tasas de interés y estimule el financiamiento de la inversión a través de la banca comercial, mediante la

aplicación de medidas de regulación supervisión a la banca comercial que pueden ser establecidas por su Banco Central, con objeto de evitar la formación de oligopolios financieros que distorsionan el proceso de financiamiento a la inversión productiva.

Por su parte el proceso de globalización económica y desregulación del mercado financiero en las economías emergentes, dificulta el manejo de la política monetaria acorde con los objetivos de crecimiento económico que establece su política monetaria, debido a que, al permitir el ingreso de capitales libremente sin ninguna restricción, tanto de capital de corto plazo como de largo plazo (que responde a los objetivos de valorización del mismo) promueve un manejo especulativo de su mercado financiero que distorsiona el funcionamiento del mercado bancario y de valores que promueven la especulación de este último, haciéndolo muy vulnerable a las salidas de este tipo de capitales, lo cual puede tender a producir crisis financieras como las registradas en la última década del siglo XX.

A fin de reducir estos efectos negativos, en el mercado financiero de las economías emergentes, es necesario establecer regulaciones e incluso limitaciones al ingreso de capitales de corto plazo, mediante acuerdos internacionales que permitan encontrar consensos sobre el daño que implica el capital especulativo de corto plazo en este tipo de economías e incluso de los efectos negativos que llegan a tener sobre los propios mercados desarrollados.

Finalmente la propia política monetaria restrictiva que asumen los bancos centrales en los mercados emergentes, favorecen un manejo especulativo del margen financiero por parte de la banca comercial, en virtud de que no existe ningún tipo de regulación bancaria que establezca mínimos y máximos a las tasas de interés que pagan los bancos por los depósitos a sus clientes y por consecuencia a la tasa que cobran por los créditos otorgados.

Adicionalmente, debido a las altas tasas de interés que existen en el mercado de bonos públicos ofrecidos por este tipo de economías se posibilita a que la banca comercial invierta en estos valores buena parte de sus recursos, con lo cual, eleva sus utilidades con riesgo cero y le posibilita mantener una política de restricción crediticia, que limita el proceso de

financiamiento a la inversión con fines de crecimiento económico como lo establece la corriente de pensamiento poskeynesiana.

Por tanto, se hace necesario llevar a cabo una *Refuncionalización de la participación del Estado en la economía*, en virtud de que las imperfecciones del mercado no permiten lograr una asignación eficiente de los recursos y los precios como lo proponían los teóricos de la represión financiera, es necesario que el Estado establezca medidas de regulación y supervisión que tiendan a fortalecer el financiamiento a la inversión y reduzcan la incertidumbre en sus economías. Un ejemplo, de esto sería establecer en acuerdo con el sector bancario de la economía los niveles de tasa de interés que se deberían de cobrar en sus operaciones activas y pasivas, así como plantear un cambio paulatino hacia una política monetaria flexible acorde con los requerimientos de crecimiento de la inversión, el ingreso, el producto y el empleo, que tiendan a mejorar la eficiencia del sector bancario, tal como lo proponen los teóricos poskeynesianos.

Lo anterior llevaría a retomar que la Banca Central no sólo mantenga como objetivo prioritario el de mantener el poder adquisitivo de la moneda, sino también el de regular y supervisar al sector bancario con fines de promoción del crecimiento, así como el de vigilar, actualizar, el sistema de pagos acorde al desarrollo tecnológico de las operaciones de pago en la economía, fortaleciéndose su papel como prestamista de última instancia.

### ***Segunda parte:***

La incertidumbre económica que se registra en el periodo de 1983-1988 derivada principalmente por el inicio de la inestabilidad del tipo de cambio en 1982, la salida previa de capitales que se registró, estimulo de manera significativa el aumento de la inflación interna que término por afectar los niveles de tasas de interés tanto pasivas como activas, se presionó también el déficit del sector externo derivado de la caída de los precios internacionales del petróleo, y de insuficiencia de recursos para el financiamiento de un déficit creciente en las finanzas públicas del Estado.

Todo ello obligó a modificaciones en el ejercicio de la política económica que culmina con el abandono del Modelo de Sustitución de Importaciones y de esta forma se inicia el

proceso de transformación económica que nos llevaría a la aplicación del Modelo Neoliberal en donde una de sus principales características sería la reducción del papel del Estado en la economía a partir de su reducción en el gasto y tamaño con la desincorporación paulatina de empresas públicas y la apertura comercial de la economía iniciada en 1986 con el ingreso de México al GATT hoy la Organización Mundial de Comercio (OMC).

Sin embargo, en el ámbito financiero y de política monetaria se llevaron a cabo cambios importantes, el primero estuvo determinado por la nacionalización de la banca comercial el primero de septiembre de 1982, en el segundo caso la política monetaria que implementaría el Banco de México se vio forzada en parte por la reducción del crédito externo para el financiamiento y el ambiente de inestabilidad en el tipo de cambio y la inflación que dio lugar a la implementación de una política monetaria expansiva, caracterizada por la expansión de la base monetaria por encima de los niveles de activos internacionales a fin de financiar el déficit financiero del sector público, lo cual imprimía una presión más al crecimiento de los precios ya que la demanda interna se estimulaba por la expansión monetaria sin ningún respaldo lo cual afectaba también los niveles de las tasas de interés.

Pese a los cambios institucionales de que fue objeto la banca comercial en nuestro país durante ese periodo, no se pudo lograr reactivar su papel como intermediadora de recursos con impacto directo en el crecimiento de la inversión productiva, por el contrario, pese a que se establecieron mínimos a las tasas pasivas de interés en un rango del 20%, este fue insuficiente para promover la captación de recursos en el mercado por parte de la banca comercial ya que la misma empieza a decrecer, además que dado que dicha tasa no cubría el deterioro de la inflación esto promovió el auge la llamada banca paralela para captar el escaso ahorro en la economía con lo cual se fomentó la especulación por parte de las casas de bolsa propiedad de exbanqueros.

Por su parte el financiamiento otorgado por la banca comercial al igual que la captación mostraron reducciones importantes, dejando un mínimo de recursos disponibles al sector privado, debido a que buena parte de los activos de la banca comercial eran canalizados a la

compra de valores públicos para tratar de reducir el financiamiento inflacionario que llevaba a cabo el banco central mediante la expansión de la base monetaria, ante un escenario en donde la disponibilidad del crédito externo era nulo. Asimismo, la disponibilidad de recursos por parte de la banca comercial para la inversión productiva privada se reducía por la implementación del encaje legal aplicado por el Banco de México con el fin de atender las necesidades prioritarias de crédito en los diferentes cajones de inversión que eran establecidos a fin de reducir el costo del crédito, con lo cual la actividad crediticia de la banca comercial se limitaba

De esta forma, considerando nuestro marco teórico conceptual aplicando la posición poskeynesiana que establece que uno de los principales limitantes para el crecimiento económico no es la insuficiencia de ahorro previo a la inversión, sino es la falta de financiamiento a la inversión, en virtud de que la inversión genera su propio ahorro expost lo cual dinamiza al sector bancario y de valores en la economía, es validado por el menor papel de financiamiento de la banca comercial ya que pese a su menor ritmo de crecimiento si se observa que existe una correlación importante entre crédito e inversión en la economía.

Aplicando esta concepción es evidente que dado que la banca comercial en México, pese a su carácter nacional no dinamizó el crédito hacia las actividades productivas, por el contrario de acuerdo a los datos presentados en ese periodo el crédito decreció en términos reales con lo cual no sólo no estimulaba el crecimiento de la producción, el empleo y el ahorro, por el contrario dada su conducta limitaba su crecimiento y por tanto influía sobre el comportamiento del sector real de la economía.

De hecho, el análisis de la evolución del PIB, la FBKF y del ahorro interno muestran como fueron reflejo de las condiciones adversas en la economía que estimulaban la incertidumbre y limitaban las decisiones de inversión, lo cual se manifestó un estancamiento de la actividad productiva en nuestro país durante ese periodo, es decir que el impacto de la actividad de financiamiento de la banca comercial sobre el sector real fue prácticamente nulo.

Pese a la existencia de mínimos a las tasas de interés pasivas de la banca comercial en un nivel de 20% promedio, la tasa activa que cobraban los bancos comerciales era muy superior a la misma incluso en algunos casos era superior a los niveles de inflacionarios anuales –pese a que no se proporciona información clara de tasas activas-, lo cual daba lugar a que el margen financiero de la banca fuera alto y limitara el acceso al crédito de buena parte de los productores nacionales. Esto refleja que aunque la banca comercial nacional debió promover un margen financiero bajo, no se hizo, debido en parte a que su principal objetivo no era la promoción del crédito sino el financiamiento al sector público

Por su parte, el sector bancario en la economía también refleja casi un estancamiento ya que al observar los datos de penetración financiera a partir del agregado monetario amplio respecto al PIB se observa un relativo estancamiento, lo cual es indicativo de que el sector financiero en la economía contribuyó sí al financiamiento del déficit financiero del sector público pero no así de la inversión productiva en la economía, con lo cual difícilmente se pudo observar que en efecto como se plantea en la teoría poskeynesiana la banca comercial jugara un papel importante contracíclica vía financiamiento a la actividad productiva en ese periodo, aunque en parte lo hizo mediante el financiamiento del déficit del sector público.

Sin embargo, dicho deterioro del sector financiero en la economía en el periodo de 1983-1988, si dio lugar a la aplicación de las críticas de los teóricos de la represión financiera en el sentido de que una banca comercial estatizada y tasas de interés sujetas a controles específicos explicaba el estancamiento de la banca comercial en nuestro país, lo cual dio lugar a que sus propuestas fueran consideradas como parte del modelo neoliberal en el sector financiero, en el sentido de establecer la necesidad de liberar al sector financiero a fin de que el mercado determinara las tasas de interés y de que la banca comercial se condujera por el sector privado en la economía a fin de mejorar sus competitividad y contribuir a la reducción del margen financiero, -el cual a pesar de que la banca comercial fuera propiedad del Estado el margen era alto- y de esta forma reactivar la actividad de intermediación de la banca comercial en nuestro país.

Durante el periodo de 1989-1994, se marca un cambio importante en el manejo de la política económica en general y en particular de la monetaria y financiera, dado que se da inicio a un proceso de desregulación económica y financiera, que se inicia con la aceleración del proceso de apertura comercial, se modifica el manejo de las finanzas públicas y por tanto del papel del Estado en la economía, se avanza en la autonomía del Banco de México a fin de permitir que este contribuya mediante el manejo de la política monetaria al ataque al crecimiento de la inflación y lograr de esta manera mejorar la estabilidad del tipo de cambio (mediante la aplicación de bandas de flotación), con el objetivo de mejorar las expectativas de los agentes económicos que favorecieran el crecimiento de la inversión privada y por consecuencia del crecimiento de la economía basado en la dinámica de este sector en la economía.

De esta forma, los cambios institucionales más importantes que se dan en el sector financiero, el decreto que establece la venta del sector bancario al sector privado de la economía, la modificación a la ley de inversiones extranjeras en el sector financiero que permite la inversión externa en valores públicos y la participación de ésta en el sector bancario de hasta un 30% del capital social, se elimina el encaje legal y se determina que el financiamiento del sector público sea a través de la venta de valores públicos en la economía, con lo cual asociado a la renegociación de la deuda externa se liberan recursos para la inversión privada vía crédito bancario.

Las principales recomendaciones de los teóricos de la represión financiera son consideradas en la aplicación de las nuevas políticas ya que se deja al mercado la asignación del valor de la tasa de interés y se liberan tanto las tasas pasivas y activas del sector bancario. Sin embargo, la política monetaria restrictiva si bien tiene efectos positivos sobre el aumento de la tasa de interés en términos reales en el mercado financiero doméstico que contribuye a la entrada de capitales de corto plazo en la economía, produce un efecto de presión sobre las tasas activas de la banca comercial que facilitan el aumento del margen financiero que aplica la banca comercial privada a la asignación del crédito, lo cual dará lugar a que cualquier cambio en las expectativas de los agentes económicos tuvieran efectos negativos sobre los deudores de la banca comercial.

Sin embargo, el proceso de liberación financiera si bien mejoró el crecimiento de la captación y financiamiento en la economía esto no promovió el fortalecimiento del mercado de capitales de largo plazo debido a que buena parte de los componentes del ahorro financiero fueron de corto plazo lo cual lo volvió más vulnerable ante cualquier cambio en las expectativas macroeconómicas, reflejándose en la fuerte salida de capitales a partir del segundo trimestre de 1994 y que dio lugar a la devaluación del peso frente al dólar en diciembre de ese mismo año.

En este sentido, si bien en este periodo se observan los efectos positivos del financiamiento a la inversión de acuerdo a los señalamientos teóricos de los poskeynesianos en cuanto a promover el crédito para estimular la formación bruta de capital fijo y del ahorro financiero, no contribuyó al fomento del mercado de capitales y de este proceso en el largo plazo, dado el carácter de mayor inestabilidad del mercado en economías emergentes, que son más vulnerables a cambios en el entorno tanto interno como externo, lo cual se convierte una limitación importante para mantener el proceso poskeynesiano en el largo plazo dadas las propias limitaciones del nuevo carácter del Estado neoliberal en México.

Por tanto, podemos desprender de la investigación durante el periodo de 1989 a 1994, que para poder mantener en el largo plazo el proceso de financiación del sector bancario en la economía para lograr un aumento en el ahorro y lograr el círculo virtuoso que propone el pensamiento poskeynesiano en economías emergentes se requiere lo que nosotros llamamos la *Refuncionalización del Papel del Estado en la Economía* a fin de evitar que el mercado sea el único asignador de precios y que pueda éste intervenir a fin de subsanar las imperfecciones de mercado en la economía mexicana. Como se dijo si el Estado hubiera podido actuar desde finales de 1983 en la economía mediante limitaciones a la salida de capitales y topes a las tasas activas, así como la promoción de su gasto de inversión los efectos de la crisis financiera de 1995 pudieron haber sido menores a los registrados.

De al análisis realizado durante el periodo de 1995 al 2004 y parte del año de 2005, se desprenden varios aspectos relevantes, entre los que destacan; primero que el manejo de la política monetaria se caracterizo por mantener un control estricto sobre el control de la base monetaria, y manteniéndose un nivel del crédito interno neto negativo durante todo el periodo. Así, si bien este tipo de manejo de la política monetaria se ha enfocado a la obtención en la reducción de precios a un nivel similar a la de nuestro principal socio comercial –Estados Unidos de América- ha tenido un efecto directo sobre el aumento en términos reales de la tasa de interés libre de riesgo –Cetes 28 días- que ha sido utilizada con fines de regulación monetaria y por tanto, tiene que hacerse atractiva a fin de que los agentes económicos estén dispuestos a desprenderse de la liquidez.

Segundo, lo anterior ha contribuido en parte a mantener atractivo el mercado financiero de bonos públicos nacional, con lo cual se contribuye a la atracción de ahorro externo, con efectos sobre el crecimiento de los activos internacionales y a que sea el mercado de dinero de bonos públicos muy atractivo, incluso durante este periodo la compra de valores públicos por parte de los bancos comerciales ha sido un mecanismo que se ha utilizado de manera importante para fomentar la rentabilidad de la banca comercial en un mercado financiero en el cual se ha mantenido contraído de manera importante el crédito al sector privado no financiero de la economía, con lo cual se ha limitado el crecimiento potencial del sector real de la economía, al inhibirse los efectos positivos que de acuerdo a los planteamientos poskeynesianos tiene el crédito como mecanismo de financiamiento a la inversión y en ese sentido su impacto sobre el crecimiento de la demanda efectiva en la economía mexicana.

Tercero, al mantenerse como referencia la tasa libre de riesgo de Cetes 28 días por parte de la banca comercial, en la fijación de sus tasas pasivas y activas, ello ha contribuido a que por el lado de las tasas pasivas estas mantengan niveles inferiores a la tasa libre de riesgo, en tanto que en la fijación de sus tasas activas por el crédito estas tienden a ser muy superiores a la tasa libre de riesgo, de esta manera la combinación de estos factores hacen que el margen financiero obtenido por la banca comercial en México sea muy superior al

registrado en promedio a nivel mundial que se ubica en alrededor de los 6.5 puntos porcentuales como diferencial entre las tasas pasivas y activas.

Cuarto, en cuanto a la endógeneidad del dinero se reconoce que en efecto la liquidez en la economía mexicana se encuentra determinada por la evolución de Producto Interno Bruto de México, de hecho se reconoce incluso por el Banco de México

Finalmente se debe reconocer que en el proceso de eficiencia de la banca comercial en México el Estado deberá jugar un papel importante en lo que llamamos nosotros el de Refuncionalización de su papel en relación al proceso de regulación de la actividad bancaria o bien como en parte lo ha señalado la Dra. Correa en el sentido de la “regulación de la actividad financiera” o bien como la Dra. Mántey al señalar la importancia de “reregulación” de la actividad financiera en nuestro país a fin de volver eficiente al mercado bancario y de esta manera que dicho sector juegue un papel importante en el proceso de financiamiento del crecimiento económico y por consecuencia en el logro de un incremento en el empleo y la demanda efectiva de largo plazo sin caer en desequilibrios fundamentales como sucedió durante los últimos veinticinco años del siglo pasado en México.

## Bibliografía

- A. Demirguc-Kunt y V. Maksimovic (2001), "Firms as Financial Intermediaries: Evidence from Trade Credit Data", World Bank.
- Aglietta, M., (1996), "Financial Globalization, Systemic Risk and Monetary", en *Financial Fragility, Debt, and Economic Reforms*, Editado por S.Sen, Macmillan Press.
- Aldo A. Arnaldo (1987), "Economía Monetaria", Ed. CEMLA, México.
- Anda Gutiérrez, Cuauhtémoc (1999), *México y su desarrollo socioeconómico (de Porfirio Díaz a Ernesto Zedillo)*, México, Ed. Limusa.
- Aró Herrera, Silvio (1997) "Globalización, contradicciones, implicaciones y amenazas". AUNA. Análisis de Coyuntura, No. 2. La Habana, agosto.
- Aspe Armella, Pedro (1993), "El Camino Mexicano de la Transformación Económica", Edit. F.C.E., México.
- Banco de México. *Balance de la Economía Nacional. Estadísticas Mensuales*, 1999-2000.
- Barro R.J. y D. B. Gordon (1983), "Rules, discretion and reputation in a model monetary policy", *Journal of Monetary Economics*.
- BBVA- Bancomer, "Revista Informe Económico", México, junio de 2002.
- Bhagwati, Jagdish (1998), "The Capital Myth". *Foreign Affairs*, mayo-junio.
- Braga, J.C., (1997), "Financeirização global -O padrão sistémico de riqueza do capitalismo contemporâneo" en *Poder e dinheiro*, M.C.Tavares y J.L. Fiori, organizadores, Editora Voces, Brasil.
- Cambiaso J. (1993), "Síntomas del mal holandés por la vía de la cuenta de capital", en *Rev. Monetaria*, Vol XVI, No. 1, enero-marzo.
- CEPAL (1987), "El Desarrollo de América Latina y el Caribe: Escollos, Requisitos y Opciones", en *Revista Mercado de Valores* No. 6.
- Cornford, A. y Kregel, J., (1996), "Globalization, Capital Flows and International Regulation" Working Papers No.161, The Jerome Levy Economics Institute.
- Correa, Eugenia (2003), "Banca extranjera en América Latina", presentado en el seminario institucional de economía financiera: Reformas financieras en América Latina, consecuencias y perspectivas, UNAM-IIec, México, Septiembre.

Correa, Eugenia (2004), "Reforma financiera en México", en Eugenia Corea y Alicia Girón (coords), *Economía financiera contemporánea*, tomo IV, UNAM-Senado de la República-UNAM Iztapalapa-Miguel ángel Porrúa, México.

Correa, Eugenia y Maya, Esmeralda (2002), "Expansión de la banca extranjera en México", en Girón, Alicia y Correa, Eugenia (comps), *Crisis y futuro de la banca en México*, México, UNAM-IIIEc.

Coutinho, L., (1995), "Nota sobre a natureza de globalização", en la Revista Economía y Sociedad, Instituto de Economía de la UNICAMP, Sao Paulo, Brasil.

De Sebastián, Luis (1997), *Neoliberalismo. Apuntes Críticos de Economía Internacional*, Madrid: Trotta.

Dornbusch Rudiger y Fischer, Stanley, "Macroeconomía", Edit. Mac.Graw Hill, México, 1983.

F. Drucker Meter (1987), "La Cambiada Economía Mundial", en *Revista de Investigación Económica* No. 180, Ed. Facultad de Economía, UNAM, México, abril-junio.

Fischer, Stanley (1998), "Reforma de las finanzas mundiales. Enseñanza de una crisis". FMI Boletín. Suplemento especial, 26 de octubre.

Galvis, Vicente (1977), "Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: a Theoretical Approach", *Journal of Development Studies*, (USA), vol. 13, no. 2, enero.

García C. e I. Olivie (2000), "Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes", en *Rev. Comercio Exterior*, Vol. 50, No. 6, México, junio.

Girón González, Alicia (2002), "Crisis Financieras", Ed. IIES-Porrúa, México.

Girón González, Alicia y Eugenia Correa, (compiladoras) (2002), "Crisis y futuro de la banca en México", Ed. Porrúa-UNAM, México.

Gómez Ochoa, Gabriel y Patlán Ruiz, David (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 globalizado*, UNAM-Iztapalapa-Miguel Ángel Porrúa, México.

Gabel, Ilene (1995), "Speculation-led Economic Development: A Postkeynesian Interpretation of Financial Liberalization Programs in the Third World", Mimeo.

Hernández, Carlos (1998), “Competencia y regulación en el sector bancario de México después de la privatización, 1992-1996”, Revista *economía y teoría y práctica*, México UAM, No.9.

Hirsch, Joachim, “El Estado de Nacional de Competencia”, Ed. UAM-Xochimilco, México 2001.

Hilferding Rudolf (1971), “El Capital Financiero”, Ed. Instituto Cubano del Libro, La Habana.

Huerta G., Arturo (1992) "Liberación e Inestabilidad Económica en México", Edit. Diana, México.

Huerta G., Arturo (2003), “La autonomía del banco central y la inexistencia de política monetaria anti-cíclica” presentado en el seminario institucional de economía financiera: Reformas financieras en América Latina, consecuencias y perspectivas, UNAM-Iiec, México, Septiembre.

Huerta González, Arturo (2002), “La política monetaria y cambiaria de la globalización en los países en desarrollo”, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comp), *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo*, UNAM-dgapa-Miguel Ángel Porrúa, México.

Huerta, A., (1994), La política neoliberal de estabilización en México, Ed. Diana.

Huerta, A., (1997), Carteras vencidas, Inestabilidad financiera. Una propuesta de solución, Ed. Diana.

Huerta, Carlos y Pureco, Alfredo, “Teoría económica: crisis bancaria y financiera, un problema no resuelto para el caso de México”, presentado en el seminario institucional de economía financiera: Reformas financieras en América Latina, consecuencias y perspectivas, UNAM-Iiec, México, Septiembre.

Ibarra David (1987), "Política y Economía en América Latina: El Trasfondo de los Programas Heterodoxos de Estabilización", En *Rev. Estudios Económicos No. Extraordinario*, Ed. Colegio de México, Octubre.

Ibarra, David (2004), “Globalización y banca”, *Economía UNAM*, núm. 2, México, UNAM-Iiec-FES Acatlan- ENEP Aragón, mayo-agosto.

James Tobin (1981), "El Marco Monetario de Milton Friedman", Un Debate con sus Críticos, Ed. Premia, México.

Katzner Donald W. (1989), "The Shackle-Vickers approach to decision-making in ignorance", *Journal Post keynesian economics*, winter , vol. 12 No. 2.

Keynes J.M., "La Teoría General de la Ocupación, el Interés, y el Dinero", México, Ed. F.C. E., 1983 y 1974.

Keynes, J.M. (1981), "Crítica de la Economía Clásica", México, Ed. Los grandes pensadores.

Keynes, J.M., "La Macroeconomía del Desequilibrio", México, Ed. Trillas, 1981.

Kregel, J.A. (1989), "Operational and financial leverage, the firm, and cycle: reflections on Vickers' money capital constraint", *Journal post keynesian economics*, Winter, vol. 12 No. 2.

Lévy Brigitte, (1997), "Globalization and Development: Facing the Challenges" en *The Political Economy of Globalization*, Editado por S. Dev Gupta, Kluwer Academic Publishers, Boston/London.

Levy Orlik, Noemí (2001), *Cambios Institucionales del Sector Financiero y su Efecto sobre el Fondo de la Inversión. México 1960-199*", Ed. UNAM- Facultad de Economía-dgapa, México.

Levy Orlik, Noemí (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. Una perspectiva desde los países en desarrollo*, UNAM-dgapa-Miguel Ángel Porrúa, México.

Levy Orlik, Noemí (2004), "Financiamiento de la inversión en México", en Eugenia Corea y Alicia Girón (coords), *Economía financiera contemporánea*, tomo IV, UNAM-Senado de la República-UAM Iztapalapa-Miguel ángel Porrúa, México.

Levy Orlik, Noemí (1999) "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.

Levy Orlik, Noemí (2005). "Hipótesis de inestabilidad financiera: la experiencia bancaria mexicana en los años noventa". En CORREA, Eugenia et al (coords), *Consecuencias financieras de la globalización*. México. UNAM/IIec/Porrúa, pp. 511-531.

Levy Orlik, Noemí (2005b). “La organización de las instituciones financieras de países con mercados financieros desequilibrados y el financiamiento al desarrollo”. México, (en espera de su publicación). pp. 1-25.

Levy Orlik, Noemí (2005c). “Nuevo comportamiento de los bancos y su efecto en países con mercados financieros débiles: el caso de México”. México, (en espera de su publicación), pp. 1-29.

Levy Orlik, Noemí (2005d) “Retos para el crecimiento económico: financiamiento y composición de la inversión”. En *economía Informa*. México No. 332: ene./feb. pp. 18-29.

López González, Teresa (2001), “Fragilidad Financiera y Crecimiento Económico en México”, Ed. Plaza y Valdéz, México.

López González, 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. Una perspectiva desde los países en desarrollo*, UNAM-dgapa-Miguel Ángel Porrúa, México.

López González, Teresa (2003), “Liberalización financiera, esterilización monetaria y desintermediación bancaria en México”, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizado*, UNAM-dgapa-Miguel Ángel Porrúa, México.

Lucero, Alejandro. “Participación y permanencia de los bancos nacionales en el sistema bancario mexicano 1993-1999”. En *economía Informa*. México, No. 280:agos./sep. 1999. pp. 66-100.

Manrique, Irma (2002), “Transición de la banca mexicana: crédito, prioridad olvidada”, en Girón, Alicia y Correa, Eugenia (comps), *Crisis y futuro de la banca en México*, México, UNAM-IIEc.

Mántey, Guadalupe (1997), “Lecciones de Economía Monetaria”, Ed. UNAM, México.

Mántey, Guadalupe (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 globalizado*, UNAM-dgapa-Miguel Ángel Porrúa, México.

Mántey, Guadalupe (2004a), “Política Monetaria en México”, en Eugenia Corea y Alicia Girón (coords), *Economía financiera contemporánea*, tomo IV, UNAM-Senado de la República-UAM Iztapalapa-Miguel ángel Porrúa, México.

Mántey, Guadalupe (2004b), “Políticas financieras para el desarrollo en mercados imperfectos. Sugerencias para el caso mexicano”, *Economía UNAM*, núm. 3, México, UNAM-IIec-FES Acatlan- ENEP Aragón, septiembre-diciembre.

Mántey, Guadalupe (2004c), “Inestabilidad financiera y regímenes cambiarios: alternativa para América Latina”, presenta en el IV seminario de Economía Financiera, UNAM-IIec, México, noviembre.

Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí (compiladoras) (2002), *Globalización Financiera e Integración Monetaria, una Perspectiva desde los Países en Desarrollo*, Ed. UNAM-Porrúa, México.

Mántey, Guadalupe y Noemí Levy Orlik (Comp), *Desorden Monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM-dgapa-ENEP ACATLAN, 1998.

Márquez, Javier (1987), "La Banca Mexicana: Septiembre de 1982-Junio de 1985", Ed. CEMLA, México.

Martínez Marca, José Luis (2000), “La Crisis Financiera y las Políticas de Estabilización. El caso de México”, en *Rev. Horizontes Aragón* No. 2, Ed. ENEP-Aragón, México.

Maxwel J. Fry (1990), "Dinero, Interés y Banca en el Desarrollo Económico", Ed. CEMLA, México.

Maya, Claudia (2004), “Banca extranjera en México”, en Eugenia Corea y Alicia Girón (coords), *Economía financiera contemporánea*, tomo IV, UNAM-Senado de la República-UAM Iztapalapa-Miguel ángel Porrúa, México.

Maya, Claudia, “Banca extranjera en México”, presentado en el seminario institucional de economía financiera: Reformas financieras en América Latina, consecuencias y perspectivas, UNAM-IIec, México, Septiembre.

McKinnon, Ronald I. (1983), “Money and Capital in Economic Development”, Brookings, Washington, 1973; versión en español: *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*, primera reimpresión, CEMLA, México, (serie Estudios).

- Medeiros, C. Aguilar de, (1997), "Globalizaçao e a inserçao internacional diferenciada da Asia e da América Latina", en Poder e dinheiro, organizadores M.C. Tavares y J.L. Fiori, Editora Vozes, Brasil.
- Mendoza Pichardo, Gabriel (2003), "Desarrollo y restricciones financieras en México", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizado*", UNAM-dgapa-Miguel Ángel Porrúa, México.
- Miranda, J.C., (1997), "Dinámica financiera e política macroeconómica", en Poder e dinheiro, M.C. Tavares y J.L. Fiori, organizadores, Editora Vozes, Brasil.
- Mortimore, Michael (1999), "¿Contribuye la inversión extranjera directa al crecimiento económico?". Notas de la CEPAL, No. 5. Santiago de Chile, julio, p. 2.
- Mundell, R. A. (1971), "Movilidad del capital y política de estabilización con tipos de cambio fijos y flexibles", en R. Caves y H. Jonson (eds.), *Ensayos de Economía Internacional*, Ed. Amorrutu Editores, Buenos Aires.
- Ortiz Soto Luis O (2001), "El Dinero, La Teoría, La Política y Las Instituciones", Ed., UNAM, México 2001.
- Padoa-Schioppa, T (1994), "Adapting Central Banking a Changing Enviroment", FMI, Wasington.
- Palley T.I. (2001-2002), "The E-money revolution: Challenges and Implication for Monetary Policy", *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 24, No. 2, winter.
- Romer, David (1996), "Advanced Macroeconomics", Ed. McGraw Hill, USA.
- Romero Gómez, Antonio F. "Globalización: mitos y realidades desde una perspectiva cubana". *Labour, Capital and Society*, 31 & 2, CDAS, McGill University, Montreal, 1998; pp. 137-152.
- Romero Gómez, Antonio y Ma. Amalia Negrín Villavicencio (1999), "La OMC y los países subdesarrollados. Una visión crítica"; ponencia presentada al simposium "Global Integration under the WTO: Challenges and Opportunities for CARIFORUM Societies", FES, Kingston, Jamaica, diciembre 14-15.
- Ruiz Durán, Clemente (2004) "Desbancarizados en México: situación y propuestas para revertirla", *comercio exterior*, México, Vol.54, núm.7, julio.
- Ruiz Duran, Clemente (2004), "Los desbancarizados: el problema de los mercados financieros segmentados", *comercio exterior*, México, Vol.54, núm.7, julio.

- Sacristán Colas, Antonio (1989), "Inflación, Desempleo y Desequilibrio Externo", Ed. CIDE, México.
- Stiglitz, Joseph, "El Malestar de la globalización", Ed. Taurus, México 2002.
- Stiglitz, Joseph, "Economía del Sector Público", Ed. Taurus, México 2000.
- Sen, S., (1996), *Financial Fragility, Debt and Economic Reforms*, Macmillan Press
- Tavares, M. C., (1996), "A economía política de lo real" (mimeo)
- Taylor L. (1998), "Capital market crises: Liberalization fixed exchange rates and market driven destabilization", *Cambridge Journal of Economics*, No. 22.
- THE ECONOMIST. "After Seattle. A global disaster", december 11th, 1999, pp. 19-20.
- THE ECONOMIST. "World Education League. Who's top?", march 29, 1997, pp. 25-27.
- UNCTAD, 1997, *Trade and Development Report, 1997*, U.N., NY y Ginebra.
- UNCTAD. *Trade and Development Report, 1998*.
- UNCTAD. *Trade and Development Report, 1999*. United Nations, New York and Geneva, 1999.
- Valenzuela Feijoo C., José, "Crítica del Modelo Neoliberal", Ed. UNAM, México 1991.
- Vidal, Gregorio (2002), "Bancos, fortunas y poder: una lectura de la economía en el México del 2000", en Girón, Alicia y Correa, Eugenia (comps), *Crisis y futuro de la banca en México*, México, UNAM-IIEc.
- Vidal, Gregorio (2003), "Banca, Mercado de capital y determinación externa del crédito", presentado en el seminario institucional de economía financiera: Reformas financieras en América Latina, consecuencias y perspectivas, UNAM-IIec, México, Septiembre.
- Wadgymnar, Arturo (2001), *Política económica de México 1982-2000. El fracaso neoliberal*, 9ª ed, Nuestro tiempo, México.
- Williamson J. (1995), "El manejo de los flujos de entrada de capitales", *Pensamiento Iberoamericano*, enero-junio.
- Wray Randall L. (1988), "Profit expectations and the investment-saving relation", *Journal Post Keynesian Economics*, Vol. XI, No. 1.
- Wray Randall L. (1991), "Saving, Profits, and Speculation in Capitalist Economies", *Journal of Economics Issues*, December, Vol. XXV, No. 4.