



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES
ACATLÁN

**“EL IMPACTO DE LA TASA DE INTERÉS EN LA
INVERSIÓN EN MÉXICO: 1988-2007”**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A

Pablo Emmanuel Escutia Rivas

ASESORA: MTRA ERIKA JUDITH ARIAS GUZMAN

NOVIEMBRE DE 2008



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



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.

Para Diana

Para mis padres y hermanos

Deseo expresar mis agradecimientos a todas las personas que me han acompañado durante toda esta trayectoria cuya presencia fue fundamental para poder terminar este trabajo:

A mi padre Armando Escutia Andrés, un hombre de gran calidad humana, de gran humildad y corazón, por su apoyo incondicional durante toda mi trayectoria escolar, a quien debo todo lo que soy y seré en la vida.

A mi madre Soledad Rivas, por su apoyo y aliento para terminar este trabajo

A mi hermano Armando Escutia, por su confianza, apoyo y por mostrarme el camino inicial y acompañarme hasta el final de este ciclo.

A mi hermano Karim Escutia, quien ha seguido de cerca la realización de este trabajo y ha sido un soporte importante para poder continuar con un logro más en nuestras vidas; por su apoyo y hermandad.

A Diana Fragoso, por ser un pilar importante para la realización de este trabajo, quien ha seguido de cerca cada momento de esfuerzo; por su confianza, compañía, amor y por ser una gran motivación.

A Antonello Navari, una persona excepcional, pulcra, quien hizo placentera mi estancia en la facultad convirtiéndose en un amigo para toda vida, ya que su presencia fue trascendental para poder concluir todo este recorrido; por su amistad absoluta y leal como ninguna.

A Lenys Hernández y Gibran Escutia, por su apoyo y presencia que sirvieron de estimulación.

A mis primos Aldo Rivas, Iván Sánchez y Uriel Rivas, por todos esos momentos de aliento y fraternidad.

A Diana Barceinas, Dante Escutia y Jan Escutia por su confianza y apoyo.

A mis brillantes profesores del seminario Felipe Cruz y Gabriel Gómez, quienes siempre han sido una inspiración, a quienes admiro y respeto; por sus enseñanzas, por su aliento para terminar este trabajo y por instruirme de manera excepcional.

A mis sinodales David Torres, Ericka Arias, Ignacio Cruz, Felipe Cruz y Jorge Feregrino, por su confianza, por su apoyo y por sus comentarios y sugerencias.

A mi Asesora Ericka Arias, una Maestra brillante, extraordinaria, por instruirme en la realización de este trabajo, por cimentar, para poder construir, por su apoyo, confianza, estimulación, por cada uno de esos momentos dedicados a la ilustración, por todo el seguimiento de este trabajo, por la asesoría brindada en estos años, por enseñarme cual es el verdadero sentido del aprendizaje y la

investigación, por mostrarme que con constancia y dedicación no hay nada que no pueda lograr, por su amistad y por ser una inspiración, ya que sin ella no sería posible estar en esta instancia.

Muchísimas gracias Maestra Ericka.

ÍNDICE:

Introducción.....	1
Capítulo 1. El debate teórico de la inversión y la tasa de interés.....	5
1.1. Teoría neoclásica de la inversión.....	5
1.1.1. La tasa de interés ortodoxa.....	7
1.1.2. Modelo con bonos.....	7
1.1.3. Modelo con bonos y dinero.....	8
1.1.4. Tasa de interés e inversión.....	9
1.1.5. Mercados financieros imperfectos: flexibilidad de los supuestos ortodoxos.....	10
1.2. Teoría keynesiana de la inversión.....	13
1.2.1. El ingreso, el ahorro y la inversión.....	14
1.2.2. La tasa de interés en Keynes.....	18
1.2.3. El financiamiento de la inversión.....	19
1.2.4. Oferta y demanda monetarias.....	21
1.3. El argumento de la liberalización financiera.....	22
1.3.1. La función de la banca central en la conducción de la política monetaria.....	24
1.3.2. Función de la banca central con la política de redescuento.....	25
1.4. El enfoque poskeynesiano de la inversión.....	26
1.4.1. Oferta monetaria endógena y demanda de dinero.....	27
1.4.2. Crédito, inversión y tasa de interés.....	28
Capítulo 2. Liberalización de los mercados financieros internacionales y desregulación financiera en México: baja propensión al ahorro y altas tasas de interés (1940-1987).....	30
2.1. El Sistema de Bretton Woods.....	30
2.2. El Sistema Monetario Internacional con tipos de cambio flexibles.....	33
2.3. Desregulación y liberalización financieras mundiales y la importancia de las tasas de interés	38
2.4. Desregulación financiera internacional.....	40
2.5. De la represión a la desregulación financiera en México.....	44
Capítulo 3. El sistema financiero mexicano, la tasa de interés y la inversión: 1988-2007.....	50
3.1. Reformas institucionales en el sistema financiero mexicano.....	50
3.2. La autonomía en el Banco de México.....	55
3.3. El sistema bancario mexicano.....	57
3.4. Financiamiento de la inversión en México.....	62
3.5. La tasa de interés y la inversión en México: 1988-2007.....	67

Conclusiones.....	82
Bibliografía.....	86
Anexo Estadístico.....	91

EL IMPACTO DE LA TASA DE INTERÉS EN LA INVERSIÓN EN MÉXICO: 1988-2007

Introducción.

La gran disponibilidad de los flujos de capitales externos generados por el auge petrolero en la década de los años setenta, no impulsaron un mayor ahorro interno que disminuyera la vulnerabilidad de la economía mexicana, así como tampoco se incrementó el nivel de ingreso para que el sector público contribuyera a reducir la brecha inflacionaria, si no por el contrario, ésta se amplió. Esta situación, dio como resultado una dinámica incapaz de crear las condiciones productivas y financieras necesarias para estimular el crecimiento endógeno y sostenido. La inversión productiva de largo plazo se vio seriamente desplazada por la de corto plazo propiciando con ello, fragilidad en la economía nacional susceptible a especulaciones, además de que la principal consecuencia, es que la inversión duradera (inversión en bienes de capital), ha dejado de ser rentable.

El incremento en las tasas de interés pasivas, permitió mantener controlado el tipo de cambio real, ejerciendo un efecto positivo sobre la inversión fija, desalentando la especulación con divisas; sin embargo, las altas tasas de interés pasivas, implicaron altas tasas de interés activas impactando negativamente en la inversión productiva. De esta forma, en el contexto actual, el crecimiento estable de la inversión en la economía depende del proceso de financiamiento de corto y largo plazos. El de corto plazo, permite el gasto de la inversión y el segundo, garantiza la estabilidad de crecimiento; para esto, se requiere de una tasa de interés baja y estable, así como de un mercado de capitales con instrumentos financieros de largo plazo y con precios que no presenten fuertes fluctuaciones, todo esto para evitar cambios drásticos en el precio de oferta y demanda. En efecto estos elementos son necesarios para que se realice el fondeo de la inversión

Como consecuencia de la caída de la bolsa, en 1987 y el estancamiento económico de 1983 a 1987, se pensó que el incremento de los precios era el resultado de las constantes devaluaciones que mantenían en equilibrio el saldo en

la balanza comercial y la imposición de las altas tasas de interés nominales, cuyo ejercicio era atraer el ahorro interno a la estructura financiera. Para ello una de las principales variables fue la tasa de interés, lo que dio como resultado, el inicio de una reforma monetaria, orientada a disminuir las presiones inflacionarias.

En México entre 1988 y 1991, se llevó a cabo el proceso de desregulación financiera con el propósito de mejorar el funcionamiento de los mercados de dinero y capital con base en la reducción de los márgenes de intermediación y asignar óptimamente los recursos disponibles para ampliar la capacidad productiva. En el proceso de desregulación financiera en México se instrumentó, la hipótesis de Mckinnon de 1973 para modernizar al sistema financiero nacional, y elevar la competitividad.

De esta forma la desregulación financiera eliminó los instrumentos tradicionalmente usados por un Estado deficitario¹: a) restricciones a las tasas de interés; b) el encaje legal; c) distribución selectiva del crédito; y d) altas tasas de inflación. Todo esto se hizo con la finalidad de promover tanto el ahorro privado, como el ahorro público; además de impulsar la inversión privada y eliminar las diferentes crisis de la balanza de pagos. Así pues, los efectos de la desregulación financiera, generaron un período de alta volatilidad en las tasas de interés; trayendo consigo, una fuerte vinculación entre el tipo de cambio y el interés.

Los movimientos de capitales; la combinación de los déficit externo y fiscal generaron riesgo cambiario que desembocó en devaluaciones del tipo de cambio, impactando negativamente sobre la inversión, con altas tasas de interés, inflación y subvaluación del tipo de cambio.

¹Un estado deficitario se refiere a la diferencia negativa entre los ingresos y los gastos que registra una administración pública durante un periodo de tiempo.

En este contexto, la inversión productiva toma importancia ya que es un elemento fundamental para emerger del estancamiento económico en cuál se encuentra inmersa la economía mexicana.

Por todo esto, la hipótesis central de la investigación es que con la aplicación del modelo neoliberal en la década de los años ochenta, la asignación de recursos para el financiamiento de proyectos productivos importantes para el crecimiento económico ha sido deficiente, en gran medida consecuencia de la eliminación de topes a la tasa de interés con la finalidad de que fueran las fuerzas del mercado las que las regularan.

La inestabilidad financiera provocada por el neoliberalismo económico, ha traído como consecuencia bajas tasas de crecimiento económico, desarrollando la desarticulación de la relación capital financiero y productivo, impactando negativamente en la inversión productiva; además de que los altos flujos de capital internacional impidieron la creación de instrumentos financieros de largo plazo para el financiamiento de proyectos productivos que permitieran la creación de un stock de capital, para poder alcanzar el crecimiento económico nacional mediante una acumulación de capital con una mejor distribución del ingreso.

El objetivo principal de la investigación es: analizar, como las altas tasas de interés, han reducido la inversión productiva a partir de los años ochenta, como resultado del proceso de desregulación financiera. Los objetivos particulares son: comprobar que la apertura de la cuenta de capital ha sido factor fundamental para desplazar a la inversión productiva mediante mecanismos de inversiones a corto plazo, más confiables y riesgosas; y estudiar las posibles soluciones para que la inversión pueda lograr el objetivo principal de una economía (el crecimiento sostenido), mediante una articulación entre el sector financiero y el sector productivo

En el capítulo 1 se dará una descripción de las teorías de inversión y tasa de interés, abordando inicialmente la teoría neoclásica, la teoría keynesiana y la teoría poskeynesiana.

El capítulo 2 se abordará el contexto del sistema monetario internacional, desde los procesos de desregulación financiera mundial, hasta el inicio de desregulación financiera en México.

En el tercer capítulo se abordará el caso de México, las distintas reformas institucionales en el sistema financiero y el impacto de la tasa de interés en la inversión.

CAPÍTULO I.

EL DEBATE TEÓRICO DE LA INVERSIÓN Y LA TASA DE INTERÉS.

1.1. Teoría neoclásica de la inversión.

La inversión es una variable importante para el crecimiento de cualquier economía, por lo cual es importante abordarla desde la perspectiva inicial de la teoría neoclásica.

El razonamiento de la Teoría Neoclásica de la inversión (TNI) supone certidumbre en el futuro y por lo tanto, una tasa de interés libre de riesgo, supone un mercado de capitales perfectamente competitivo en donde no existen impuestos ni costos de transacción, además de información perfecta; es decir, un mercado de competencia perfecta (Gordon, 1994). Bajo esta perspectiva se admite la existencia de imperfecciones de mercado que imposibilitan que las tasas de interés tengan la suficiente elasticidad para mantener la inversión a nivel de pleno empleo en el corto plazo; dichas imperfecciones no son consideradas como fallas de la teoría, sino del mundo real, que serán corregidas en el largo plazo (Gordon, 1994).

La eficacia de la teoría neoclásica de la inversión se fundamenta en cinco supuestos:

- 1) Las personas físicas mantienen solamente activos financieros y los agentes corporativos poseen inversiones y activos reales que son riesgosas. Esta proposición es válida en un mercado de capitales perfectamente competitivo, y en una economía con la existencia de certidumbre, esto asume que la presencia de corporaciones no es necesaria, debido a que el propietario de activos financieros puede pedir prestado o puede facilitar cualquier cantidad de manera que se iguale a la tasa marginal de retorno de inversión con la tasa de interés maximizando la riqueza corriente. De esta forma la teoría neoclásica de la inversión da lugar a que las persona físicas maximicen su utilidad.

La discusión respecto a la Teoría Neoclásica de la Inversión radica cuando se considera la existencia de incertidumbre o especulación así como la aversión de riesgo. Es aquí donde Markowitz (1959) y Sharp (1964) retoman la importancia de un mercado de capitales perfectamente competitivo en donde los propietarios se transforman en inversores de portafolios que diversifican sus inversiones en acciones más convenientes para cada uno de ellos.

En un mercado de capitales perfectamente competitivo todos los activos tienen un precio justo y, así el valor neto de las inversiones de portafolios es independiente del monto de inversión en acciones riesgosas. No obstante, tanto el retorno esperado como el riesgo del valor neto incrementan con la fracción invertida; así la decisión de inversión que maximiza la utilidad, varía entre inversores, con respecto a su aversión al riesgo (Gordon, 1994).

2) De la maximización de valor. Esta premisa para la validez de la teoría neoclásica de la inversión es que el principal objetivo de las corporaciones sea la maximización del mercado corriente de sus decisiones de inversión y sus finanzas. El punto central de este supuesto es seguir una política conservadora de dividendos y apalancamiento, es decir; un crecimiento a largo plazo con seguridad empresarial.

3) De la estructural del capital: Teorema de Modigliani-Miller. Al igual que todas las proposiciones para la validez de la teoría neoclásica de la inversión este supuesto debe darse bajo las condiciones de un mercado de capitales perfectamente competitivo. El valor de las corporaciones es independiente de su estructura de capital; por lo tanto, sin este supuesto, la decisión de inversión que maximiza el valor, estaría limitada por una política de apalancamiento. Su importancia está cimentada en que el valor de la corporación aumente con su tasa de apalancamiento; y por otro lado, en que los inversionistas son indiferentes al riesgo.

4) De la política de dividendo. En un mercado de capitales perfectamente competitivo con una estructura de capital constante el valor de la corporación es independiente los ingresos retenidos y de la venta de acciones para financiar una

inversión y por lo tanto, también de los dividendos; esto se modificaría con la existencia de impuestos, costos de transacción y de información imperfecta.

5) Supuesto sobre la igualdad de oportunidades. Si el costo del capital es igual a la tasa de interés más un premio de riesgo, entonces las oportunidades de inversión disponibles para una corporación son independientes del pasado de la misma. Esto lleva a la conclusión de que el costo de capital y la tasa de retorno de inversión están en función de la decisión de invertir (Gordon, 1994).

1.1.1. La tasa de interés ortodoxa.

La tasa de interés fue considerada como un mecanismo indirecto el cual conecta a la oferta monetaria y a los precios, por lo que la escuela neoclásica considera a la tasa de interés como un fenómeno real, que se concentra principalmente en el mercado de oferta y demanda de préstamos, es decir, bajo la existencia de una economía crediticia. Con esto se puede afirmar que la tasa de interés, está determinada por la oferta y la demanda de crédito o fondos prestables, los cuales ven su principal fuente en los ahorros provenientes del ingreso corriente de los agregados económicos y de las agregaciones a la oferta monetaria. Por lo tanto, la principal función de la tasa de interés es la correcta determinación de fondos prestables para que equiparen a las cantidades demandadas.

1.1.2. Modelo con bonos.

En un mercado compuesto por una oferta y una demanda, la oferta de bonos es igual a la decisión de las empresas de inversión, así como la necesidad de emitir bonos para el financiamiento de la misma. Por lo tanto, si se incorpora un concepto de planeación, la oferta planeada de bonos es igual al nivel planeado de inversión (Sánchez, 1994).

La demanda de bonos surge por el deseo de los consumidores a ahorrar y comprar bonos con dichos ahorros; por lo tanto, la demanda planeada de bonos

es igual al ahorro planeado. Así se llega a la concepción de que la curva de oferta de bonos tiene una pendiente negativa, debido a que si existiera una baja en la tasa de interés provocaría un aumento en la inversión deseada y por consiguiente, la oferta planeada de bonos. Por otra parte, la curva de demanda de bonos tiene una pendiente positiva, porque al disminuir la tasa de interés disminuye el ahorro planeado y con ello, el ahorro planeado de bonos. Con la existencia de las funciones de oferta y de demanda respectivamente, la igualdad entre ellas determinará la tasa de interés de equilibrio (Sánchez, 1994).

Por otra parte, la demanda y la oferta de bonos se igualan al ahorro y a la inversión lo que nos lleva a la siguiente igualdad, $S=I$. No obstante, se debe considerar que este modelo se maneja bajo el supuesto de que el dinero no es un activo y que los bonos son los únicos activos que pueden conservar los distintos consumidores. Las empresas sólo pueden tener activos de capital; de esta manera, el principal resultado del modelo es que la tasa de interés es afectada por el ahorro y por la inversión con un efecto independiente de la oferta monetaria (Sánchez, 1994). Así pues, se puede afirmar que la tasa interés está en función del ahorro y la inversión.

1.1.3. Modelo con bonos y dinero.

Se retoma el modelo simple de bonos con la incorporación de corto plazo de factores monetarios y así llegar a la obtención de un modelo de fondos prestables. Partiendo del supuesto de la existencia de una oferta y demanda de flujos de fondos prestables, la fuente de los fondos prestables no es más que el ahorro planeado, más cualquier incremento del cúmulo de dinero durante determinado período (Sánchez, 1994).

La demanda de fondos prestables, o la oferta de flujo de bonos se derivan de la demanda de financiamiento para invertir en bienes de capital sumado a la

demanda de préstamos por parte de quienes desean aumentar su acervo de saldos monetarios.

Respecto a lo anterior y contrario a lo que argumenta la escuela neoclásica (donde la tasa de interés es un fenómeno real), en la escuela keynesiana se afirma que la tasa de interés es un fenómeno monetario, ya que está determinada por las fuerzas reales de ahorro y la inversión así como por las fuerzas monetarias de oferta y de demanda de dinero debido a que ésta varía cuando cambian dichas fuerzas (Sánchez, 1994).

1.1.4. Tasa de interés e inversión.

El objetivo del equilibrio macroeconómico en el modelo (IS-LM) es examinar la relación entre el mercado de bienes con el de bonos y el de dinero, para determinar si la tasa de interés es un fenómeno real o un fenómeno monetario.

Bajo el supuesto de que existe equilibrio en todos los mercados, la tasa de interés, es la tasa de equilibrio. Si se incrementa la oferta monetaria la tasa de interés disminuye, hasta un nivel en donde se restableciera el equilibrio en el mercado de préstamos. Si la tasa de interés disminuye, surge una demanda excedente de bienes, ya que la tasa de interés determina el ahorro y la inversión y esto provoca un incremento de inversión planeada sobre el ahorro planeado, lo que genera un incremento en el nivel de precios.

Por lo tanto, se llega a la conclusión en el modelo IS-LM, que el dinero es neutral en el modelo monetario de fondos prestables. El incremento de la oferta monetaria por consiguiente, no afecta a la tasa de interés y es determinada por el ahorro y la inversión planeada (Mántey, 1997).

1.1.5. Mercados financieros imperfectos: flexibilidad de los supuestos ortodoxos.

El argumento del racionamiento del crédito, parte del principio de equilibrio del mercado que implica que la oferta es igual a la demanda; si la demanda excede a la oferta los precios se incrementarán, disminuyendo la demanda y/o elevando la oferta hasta que ambas se igualen en un nuevo precio de equilibrio. Si los precios hacen su trabajo, el racionamiento no debería existir. Sin embargo, el racionamiento del crédito y el desempleo existen. Esto implica un exceso de demanda de fondos prestables o un exceso de oferta de trabajadores (Stiglitz y Weiss, 1981).

En su análisis mostraron que en equilibrio el mercado de préstamos se caracteriza por el racionamiento del crédito. Pusieron énfasis sobre las tasas de interés que reciben de los préstamos, así como el riesgo de prestar. Afirman que la tasa de interés que cargan los bancos pueden afectar en sí mismos al conjunto de préstamos mediante; la clase potencial de prestatarios (el efecto adverso de selección) o afectando las acciones de los prestatarios (el efecto que incentiva). Ambos efectos derivan directamente de información residual imperfecta la cual está presente en los mercados de préstamos después de que los bancos han evaluado las solicitudes de crédito. Cuando el precio (tasa de interés) afecta la naturaleza de la transacción tampoco puede limpiar el mercado.

El aspecto de la selección adversa de la tasa de interés es resultado de que los deudores tienen diferentes probabilidades de pagar sus créditos. El retorno esperado del banco obviamente depende de la probabilidad de repago, por lo que al banco le gustaría identificar a los deudores cumplidos. Es difícil identificar un “buen deudor” y se requiere que el banco utilice una variedad de recursos de filtro. La tasa de interés que un individuo está dispuesto a pagar puede ser uno de esos recursos: aquellos que estén dispuestos a pagar altas tasas de interés pueden ser los más riesgosos, ya que están dispuestos a endeudarse a altas tasas de interés

debido a que perciben que su probabilidad de pago del crédito es baja. Como se incrementa la tasa de interés, la condición de riesgo promedio de los que piden prestado aumenta, y con esto, posiblemente disminuirán las ganancias del banco.

Afirman que en un mundo con información perfecta y sin costos, el banco puede estipular todas las acciones que el prestatario puede emprender (las cuales podrían afectar el retorno del crédito). Sin embargo, el banco no tiene el control de todas las acciones del deudor; por lo tanto, formulará los términos del contrato de crédito de tal manera que induzca al prestatario a tomar acciones en interés del banco, así como a atraer a los deudores de bajo riesgo.

Stiglitz y Weiss presentaron un modelo de racionamiento del crédito en el que unos solicitantes reciben crédito y otros no. Los deudores potenciales a los que se les negó el crédito no estuvieron dispuestos a endeudarse a pesar de que hubieran tenido la voluntad de pagar una tasa de interés mayor a la del mercado o proporcionaran un mayor colateral que el que se demanda. Asimismo, los incrementos en las tasas de interés o de los requerimientos del colateral puede incrementar la condición de riesgo del portafolio de préstamos bancarios, tanto por desalentar a los inversionistas seguros como por inducir a los prestatarios a invertir en proyectos más riesgosos, y como consecuencia disminuir los beneficios del banco. Bajo estas circunstancias, las restricciones del crédito toman la forma de limitantes en el número de créditos que el banco otorgará ya sea limitando el tamaño de cada préstamo o haciendo de la tasa de interés una función creciente con la magnitud del préstamo.

Si la política monetaria tiene éxito en modificar la oferta de fondos (en equilibrio con un racionamiento del crédito), esto afectará el nivel de la inversión, no a través del mecanismo de transmisión de la tasa de interés sino mediante el mecanismo de disponibilidad de crédito. La razón que hace que haya exceso de demanda y oferta en el equilibrio dentro de los mercados de crédito es que la tasa de interés afecta directamente la calidad del préstamo. En otros modelos, en los cuales los

precios son resueltos competitivamente y hay equilibrios que no vacían el mercado, comparten la propiedad de que la calidad esperada de una mercancía es una función de su precio.

La importancia de la escasez de información en los mercados financieros, lleva consigo un concepto denominado información asimétrica¹; dicha información genera que los prestamistas pueden llegar a tener conocimiento del valor esperado del rendimiento de la inversión a financiar pero no del riesgo que conlleva, por tal razón, el prestamista racionara los recursos disponibles entre los prestatarios. A pesar de la disposición de ciertos prestatarios por aceptar altas tasas de interés por el crédito, los prestamistas temen aumentar las tasas de interés por arriba de cierto comienzo, para evitar el deterioro de la capacidad de reembolso de esos prestamistas (Stiglitz y Weiss, 1981).

Así pues racionamiento de crédito es atribuible a la información asimétrica, cuando una de las partes en un convenio es incapaz de presenciar acciones llevadas a cabo por la otra parte. Es decir, en un contrato entre el banco y una empresa, existen problemas de información, dado que el primero puede observar el resultado del valor esperado *ex post*, pero desconoce, *ex ante* la distribución de la probabilidad y desconoce las características del segundo, a esta característica se le denomina selección adversa (Stiglitz y Weiss, 1981). De tal forma, en el momento del contrato, se define la tasa de interés a cobrar por los créditos, que será homogénea y dará lugar al racionamiento de crédito.

Bajo este contexto, el agente informado habitualmente será la empresa y no el banco, dado que no podrá ver las acciones del agente. Por tanto, si el prestamista eligiera supervisar el proyecto incurriría en altos costos lo cual lo desalentaría y lo llevaría a racionar el crédito.

¹ La información asimétrica son los distintos niveles de información disponible para diversos agentes económicos dentro de un contrato entre dos partes.

Stiglitz y Weiss, encontraron una tasa de interés máxima que surge cuando algunos empresarios cuyos proyectos son rechazados, aceptarían pagar una tasa de interés más elevada que la de equilibrio.

El racionamiento de crédito se deriva por la presencia de riesgo moral² y de la selección adversa. A la tasa de interés se equilibran la demanda y oferta de fondos, pero a esa oferta le corresponde un menor beneficio al principal, por lo tanto no tienen incentivos para extender el crédito. A esa tasa de interés la demanda de fondos de los agentes es superior, es decir, no todas las empresas solicitantes de fondos los obtienen, apareciendo racionamiento de recursos por parte del prestamista. (Stiglitz y Weiss, 1981).

1.2. Teoría keynesiana de la inversión.

La visión keynesiana de la inversión, depende de aspectos como la psicología de las personas, el nivel de producción y empleo.

La gran diferencia entre la teoría keynesiana y la teoría neoclásica, es que la teoría keynesiana integra la incertidumbre en un modelo del comportamiento de un sistema económico, un aspecto que omite la teoría neoclásica.

Keynes, plantea que de acuerdo con la psicología de las personas, el volumen de producción y de empleo, dependen del nivel de inversión. La producción agregada depende de la propensión a atesorar, de la política de la autoridad monetaria, del estado de confianza respecto del rendimiento esperado de los bienes de capital, la propensión a marginal a consumir, así como de los aspectos sociales que influyen en el nivel de los salarios monetarios (Keynes, 1936).

² Ocurre daño moral, cuando después del establecimiento de la relación contractual entre partes, un estado de la naturaleza es revelado únicamente a una de las partes.

Al respecto Minsky (1987) afirma que la teoría de la inversión de Keynes, está propensa a las fluctuaciones debido a que se considera una teoría de inversión del ciclo en la cual, el consumo se considera un determinante de un amplificador; de tal forma que las fluctuaciones agregadas están determinadas por las fluctuaciones de la inversión. En efecto, la teoría de la inversión de Keynes está propensa a fluctuaciones, y por lo tanto, es importante tomar en consideración los motivos por los que puede fluctuar ésta (Minsky, 1987). La inversión fluctúa por los factores que determinan la propensión del individuo a ahorrar una parte de su ingreso. Otro aspecto influyente para Keynes en las variaciones de la inversión, son las condiciones de capacidad técnica de apoyo a la producción; es decir; la tecnología. Ésta es una de las principales influencias sobre la eficiencia marginal del capital, que más adelante se explicará, ya que para Keynes la inversión fluctúa por las preferencias de cartera, por las condiciones de financiamiento y la incertidumbre.

Por otro lado, las personas están motivadas y preocupadas con la probabilidad de sobrevivencia en el largo plazo, así como el consumo presente. Los inversionistas bajo el esquema de este razonamiento, incrementan su fracción del ahorro de su respectivo ingreso y reducen su proporción de inversión al incrementar el valor neto y esto se aplica de igual forma en el mercado financiero con los inversores de cartera y corporaciones (Keynes, 1936).

1.2.1. El ingreso, el ahorro y la inversión.

En el proceso de producción, el inversionista o el empresario paga por el uso de los factores de la producción, a la sumatoria de todos los pagos, Keynes la denomina *costo de los factores*. A la suma del costo de los factores y del costo de uso la denomina como el *costo primo de la producción*. Así el costo de los insumos en el proceso de producción, tanto de materias compradas a otros empresarios, así como la depreciación de éstas, se le conoce como *costo insumido* ó *costo primo* (Keynes, 1936).

Keynes define *ingreso* como el excedente del valor de su producción terminada y vendida durante el período sobre su costo primo y de esta manera, el ingreso del resto de la comunidad es igual al costo de factores del empresario. Asegura que los beneficios obtenidos por los inversores más los ingresos que reciben todos los factores de la producción, se le denomina *ingreso global* que la masa obtiene de una determinada cantidad de ocupación. El costo suplementario es la pérdida del valor del capital a lo largo del tiempo, es decir la depreciación.

Keynes afirma: “*Que yo sepa, todo el mundo está de acuerdo en que el ahorro significa el excedente del ingreso sobre los gastos de consumo*” (Keynes, 1936). Por lo que define al ahorro como el total de las ventas hechas durante el período menos el total de las ventas realizadas entre empresarios.

Con las definiciones de ingreso y consumo ya expuestas, se puede definir de forma más explícita al ahorro, Keynes lo define como la diferencia entre el ingreso y el consumo. Así el excedente del ingreso neto sobre el consumo es igual al ahorro neto; y de esta manera la definición de ingreso lleva a la definición de *inversión corriente*; es decir, la suma corriente al valor del equipo de capital que resultó de la actividad productiva en un período de tiempo. Esta acepción es equiparable con la definición de ahorro, debido a que es aquella parte del ingreso en el período que no ha sido gastada en consumo. Para Keynes la igualdad entre el volumen de ahorro y el de la inversión surge ex-post, y al respecto señala “... en conjunto, el excedente del ingreso sobre el consumo, al que llamamos ahorro, no puede diferir de la adición al equipo de capital al que llamamos inversión. Lo mismo pasa con el ahorro neto y la inversión neta. 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, 1936; pp. 64). Es así como Keynes da por entendido que la inversión (una adición neta

del equipo de capital, tomando en consideración la depreciación a la cual denomina como inversión neta) es igual al ahorro.

En efecto, el monto del ahorro es una secuela del comportamiento colectivo de los consumidores individuales, y la cantidad de inversión es una consecuencia de la conducta colectiva de los empresarios individuales, de manera que estas proposiciones son necesariamente iguales debido a que cada una de ellas es igual al excedente del ingreso sobre el consumo. Por lo tanto, la igualdad entre la inversión y el ahorro es una consecuencia necesaria.³

Por otro lado, el ingreso es igual al valor de la producción que a su vez es igual al consumo más la inversión y el ahorro es igual al ingreso menos el consumo, y por consiguiente, el ahorro es igual a la inversión. El ingreso se crea por el excedente del valor que el productor obtiene de la producción que ha vendido sobre el costo de uso; y la inversión corriente de cada empresario, es igual excedente del equipo que ha comprado a otros empresarios sobre el propio costo de uso. Como consecuencia de esto, el excedente del ingreso sobre el consumo, al que se le denomina ahorro, no puede contrastar de la adición al equipo de capital, al que se le denomina inversión (Keynes, 1936). Entonces, las decisiones de consumo y de

³ Al respecto, Keynes señala que "... la definición de ahorro, que es la diferencia entre el primero y el segundo (ingreso y consumo, respectivamente), es una consecuencia natural... La inversión corriente es el valor del equipo de capital que ha resultado de la actividad productiva del periodo que se considere... Por consiguiente como el monto del ahorro es una consecuencia del proceder 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... Si se admite que el ingreso es igual al valor de la producción corriente, que la inversión es igual al valor de aquella parte de dicha producción que no se ha consumido –todo lo cual está de acuerdo tanto con el sentido común con la costumbre tradicional de la gran mayoría de los economistas-, la igualdad entre el ahorro y la inversión es un consecuencia necesaria, En pocas palabras,
Ingreso = valor de la producción = consumo + inversión.

Ahorro = ingreso – consumo.

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.

La equivalencia entre la cantidad de ahorro y el de la inversión surge del carácter bilateral de las operaciones entre el productor, por una parte, y el consumidor o el comprador de equipo de producción, por la otra." Keynes, John M. (1936). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Ed. FCE. México. Pp. 63-64. 2000.

inversión determinan en sí el ingreso. Para comprender esto es importante mencionar los determinantes del consumo, ya que está determinado por factores objetivos y por factores subjetivos. Los primeros determinan el consumo y están dados por: 1) ingreso real; 2) tasa de interés; y 3) política fiscal.

Hay que resaltar que de todos los factores mencionados anteriormente, sólo el ingreso es importante para Keynes; y la tasa de interés afecta de manera directa a través de su impacto en la inversión e ingreso y no por un mayor ahorro. Si aumenta la tasa de interés como medida de política monetaria, es posible que el ahorro se incremente debido a que la inversión se contrae y disminuye el ingreso.

Por otra parte, los factores subjetivos en el consumo son, la precaución, la avaricia, preferencia por liquidez entre otras; para Keynes estos factores cambian en el corto plazo y la inversión entonces depende de las expectativas, y el consumo del ingreso. Al comprar un bien de capital, se adquiere un derecho de una serie de rendimientos probables que se esperan de la venta de los productos durante la vida del bien, a esto se le llama rendimiento probable de la inversión; entonces el precio de oferta, es el precio que bastará exactamente para inducir a un fabricante a producir una nueva unidad adicional del mismo, es decir, el costo de reposición.

Keynes llama a la relación existente entre el rendimiento probable de un bien de capital y su precio de oferta o de reposición, eficacia marginal del capital (EMK), que se puede definir como la tasa a la cual las utilidades futuras descontadas igualan al precio de oferta de un bien de capital. La EMK puede caer por una caída en las utilidades como consecuencia de un incremento en la oferta de bienes y también por un incremento en los precios de oferta producidos por el excedente de demanda de los bienes producidos.

1.2.2. La tasa de interés en Keynes.

En contraste con el enfoque neoclásico, Keynes afirma que la tasa de interés es un fenómeno monetario y no real, debido a que es afectada por la preferencia por liquidez, así como por la oferta monetaria, y en la teoría neoclásica sólo está en función del ahorro y la inversión, además afirman que la oferta monetaria es exógena.

Los mercados financieros focalizan su atención en tasa de interés, que es la prima obtenible por efectivo corriente sobre efectivo diferido; o bien, los valores presentes descontados a futuro (Sánchez, 1994).

En la teoría monetaria del interés, Keynes, elabora una propuesta de integración del dinero con la teoría de la producción y el empleo, donde la tasa de interés es esencial en la relación con la inversión, debido a que la inversión es la determinante más importante del volumen del empleo. De acuerdo al principio de demanda efectiva, la ocupación no puede crecer sin que aumente la inversión. La demanda es un deseo por poseer el único activo perfectamente líquido, es decir, se trata de una preferencia por liquidez, y quien lo desea deberá pagar un precio, y quien lo posee deberá recibir una recompensa (tasa de interés). Si el deseo de poseer efectivo es mayor o menor que la cantidad de dinero disponible, se produce un exceso de demanda o de oferta éste. La solución al respecto tiene dos caminos; por una parte, se incrementa o disminuye la tasa de interés; por la otra, elevando o disminuyendo la cantidad de dinero, respectivamente. La primera solución implica que no varía la cantidad de dinero ya que el público no puede producirlo; la segunda solución, significa que es la autoridad monetaria la que satisface el mayor o menor deseo de liquidez (Sánchez, 1994).

La decisión de invertir en los individuos depende de los rendimientos probables que espera obtener en el futuro, ya sean rendimientos de bienes de capital o de cartera. En lo que se refiere a los rendimientos de los bienes de capital; están

compuestos por las relaciones de producción, la incertidumbre de comportamiento en la economía y la unidad productora, ya que este tipo de rendimientos son muy susceptibles a las fluctuaciones a futuro.

En efecto, la inversión es fluctuante, dichas fluctuaciones se deben a las variaciones de alguna combinación de los rendimientos probables, así como a la tasa de interés determinada en los mercados financieros, y al factor de capitalización. De aquí que la vinculación de estos aspectos refleje una incertidumbre entre los distintos agentes inversores (Minsky, 1987).

Para Minsky, la importancia de los flujos de efectivo que se esperan de los bienes de capital y la curva de oferta de estos bienes de capital o de inversión, ya que es un factor determinante en el papel que desempeña la influencia del sector real sobre la inversión. Debido a que los flujos en efectivo son de largo plazo y a que el precio de la oferta es un valor corriente, es difícil vincularlos. Sin embargo, estos pueden relacionarse siempre y cuando exista una relación entre la inversión y la tasa de descuento o eficacia marginal del capital; además de capitalizar los rendimientos esperados a futuro para poder generar un precio de demanda para los productos de inversión.

1.2.3. El financiamiento de la inversión.

Keynes argumenta que la tasa de interés, es el pago por ceder liquidez tanto a los individuos como a las empresas; es el precio que iguala el deseo de mantener dinero en efectivo con la cantidad de dinero posible, por lo que los determinantes de la tasa de interés son la oferta de dinero (M) y la preferencia por la liquidez (L). La preferencia por la liquidez es consecuencia de la incertidumbre, debido a que se teme requerir dinero antes del vencimiento de los valores, y que depende además de tres motivos: 1) El motivo transacción: refiere a la necesidad de efectivo para transacciones en gastos o ingresos familiares o desembolsos de las empresas; 2) El motivo precaución: los agentes económicos deben estar

preparados para hacer frente a las necesidades de gastos repentinos e imprevistos que puedan presentarse, y de esta forma se cumple el motivo precaución. Por lo tanto, los agentes económicos preveen las necesidades de sus posibles gastos futuros no contemplados en el presente; y 3) El motivo especulación: Keynes argumenta la existencia de incertidumbre en el futuro y por lo tanto, en una sociedad donde no existe certidumbre con respecto al futuro de los acontecimientos, la función de almacenamiento de riqueza del dinero da efecto al motivo especulativo de la liquidez; es especulativo porque alimenta las expectativas de ganancia y de los temores de pérdida implicados en el incierto curso de los movimientos económicos, particularmente de la tasa de interés (Kurihara, 1978).

La demanda de dinero por los motivos transacción y precaución no son muy susceptibles a la tasa de interés, ya que la tasa de interés depende directamente del motivo especulación y de la cantidad de dinero que quede disponible para especular. Es así como se afirma que el precio de los bonos y la tasa de interés, se fijarán en el nivel que iguale el deseo de tener dinero en efectivo, con el dinero en efectivo que resta para el motivo especulación⁴ (1936).

Para Keynes la tasa de interés es el límite mínimo de rentabilidad de la inversión y se caracteriza como un fenómeno monetario, que sólo determina la forma en que se mantiene el ahorro y no afecta sobre su volumen. Las diferentes formas de capitalizar el valor adelantado, diversifican las formas de ahorro, afectando el volumen de inversión por medio de las tasas de interés.

Keynes se refiere a la inversión como una economía monetaria con financiamiento de corto y de largo plazo, mediante préstamos bancarios de corto plazo, para el financiamiento del proceso productivo para incrementar el capital fijo; y

⁴ En la teoría neoclásica de la tasa de interés se ignora que el ingreso depende de la inversión. Supone el ingreso como dado (en un nivel de pleno empleo), determina la tasa de interés por la intersección de las curvas I y S. Pero la tasa de interés y la curva de la inversión determinan el ingreso y el ahorro.

posteriormente, recurriendo al financiamiento de largo plazo mediante el proceso de fondeo para cubrir las obligaciones de corto plazo saldando los créditos bancarios (Arias, 2005).

Desde una perspectiva keynesiana de la inversión (ahorro *ex post*) el gasto de inversión depende de la generación de altos rendimientos, determinados por el precio de oferta y demanda; es decir, la eficacia marginal de capital y la tasa de interés. Para garantizar un fondeo exitoso de la inversión debe existir un ambiente que garantice las expectativas favorables sobre los rendimientos futuros de las acciones y tasas de interés bajas y estables. Así pues, una condición fundamental para que exista financiamiento de la inversión, es que la tasa de interés y los rendimientos de los activos se mantengan relativamente constantes. Con la existencia de incertidumbre, es muy factible que se incremente la tasa de interés, incrementando así el riesgo de prestamistas y prestatarios, e incrementando también el precio de oferta y demanda de los activos financieros, reduciendo la inversión financiada (Levy, 1998).

1.2.4. Oferta y demanda monetarias.

Como se mencionó anteriormente, el consumo es un determinante del ingreso, así como también el ingreso determina al consumo; de aquí que surja la importancia de los gastos en la inversión, estos gastos afectan de forma directa al ingreso.

Los determinantes del gasto en la inversión de corto plazo son el interés y las expectativas de las empresas, de tal forma que, a una tasa de interés mayor, los proyectos de inversión son menores. Las expectativas de las empresas acerca del futuro; es decir, la especulación, son un factor clave para que la inversión sea fluctuante.

El dinero afecta el ingreso por medio de la tasa de interés, así pues para Keynes si se incrementa la oferta monetaria, es probable que se incremente el nivel de

precios pero en distinta proporción. De tal forma que la demanda efectiva depende directamente del nivel de oferta monetaria, que a su vez es inelástica; contrario a esto, cuando los salarios son rígidos y existe pleno empleo, la oferta monetaria es elástica (Keynes, 1936).

Este argumento de Keynes está basado en la existencia de un incremento en la oferta monetaria, que traerá consigo un efecto multiplicador en la demanda de bienes, es decir, esta demanda se incrementará también, y a su vez el nivel de ocupación crecerá. Si la oferta monetaria afecta el nivel absoluto de los precios monetarios de los bienes, entonces existe una conexión entre la oferta monetaria y el mercado de bienes. En efecto, la importancia de la oferta monetaria juega un papel importante en la economía, debido a su impacto directo en la tasa de interés, para poder afectar en las variables reales. Con esto, un incremento en la oferta monetaria, que incremente la eficacia marginal del capital traerá consigo un incremento en la inversión (Keynes, 1936).

1.3. El argumento de la liberalización financiera.

McKinnon y Shaw (1973) argumentan la desregulación financiera mediante la crítica que realizan de los mercados financieramente reprimidos; afirman que la desregulación financiera fomenta la dualidad en las economías emergentes, en donde McKinnon hace referencia a las técnicas tradicionales que generan ingresos muy bajos mientras que las técnicas modernas generan ingresos muy altos.

Las empresas pueden elegir entre dos distintas tecnologías, ya sea tecnología tradicional con rendimientos de inversión continuamente decrecientes, o nueva tecnología con una inversión más alta antes de empezar a producir pero con rendimientos altos que ascienden cada vez más.

Si un inversionista puede tomar prestado a una tasa de interés dada para adoptar la nueva tecnología e invertir en ella hasta otro punto, la ganancia de este empresario se maximizará. Es evidente que la nueva tecnología permite más consumo año con año (Fry, 1990). De esta manera la represión financiera provoca una mayor desigualdad del ingreso y una ineficiencia de la inversión y por consiguiente, la existencia de dos distintas técnicas de producción.

Con la existencia de represión financiera, la mayor parte de la renta económica es para los grandes prestatarios, y no para los pequeños ahorradores-prestamistas, cuando las tasas de depósito y préstamo, se mantienen muy por debajo de sus niveles de equilibrio de mercado. Los métodos de producción con intensidad de capital, reducen la demanda de mano de obra, en consecuencia, los salarios de los trabajadores no calificados caerán. Esta dualidad se ve reflejada, en ineficientes inversiones directas de pequeña escala, y por lo tanto, existe una mayor dispersión de los salarios. Los préstamos bancarios tienden a concentrarse en un número reducido de clientes importantes y bien establecidos y dicha concentración reduce la eficiencia económica (Fry, 1990).

Fry (1990) argumenta que la política monetaria implica que el banco central tenga el control absoluto del dinero de alto poder⁵, para así manejar las variables nominales, como el nivel de precios, la inflación, la tasa de interés nominal; además de influir de manera temporal en variables reales como el empleo y el producto. Asimismo, afirman que las regulaciones financieras no son necesarias para dirigir con eficacia la política monetaria; por lo tanto, la política monetaria se puede llevar a cabo sin regulación alguna.

⁵ El dinero de alto poder es la base monetaria, es decir, la cantidad total de billetes y monedas emitidos por el Banco central en poder del público y depósitos no generadores de intereses.

1.3.1. La función de la banca central en la conducción de la política monetaria.

La política monetaria en la actualidad es el instrumento vital de la estabilización macroeconómica. Los responsables de aplicar la política monetaria, buscan alcanzar objetivos muy claros, como son una baja inflación, la estabilidad productiva, así como el equilibrio de cuenta corriente. La política económica se apoya en ciertos instrumentos para poder hacer frente a sus objetivos, como son las reservas bancarias o las tasas de interés a corto plazo.

Con la liberalización financiera, algunas economías adoptaron el uso de instrumentos indirectos que operan por medio del mercado. Estos instrumentos de política tienen un efecto directo sobre la actividad económica, ésta es la principal función de la banca central, además del manejo de estos instrumentos en la práctica y la utilidad que éstos tienen.

Los principales instrumentos con los que cuenta la banca central para dirigir la oferta monetaria son:

1. Operaciones de mercado abierto: las compras de mercado abierto expanden la base monetaria y elevan la oferta, en tanto que las ventas de mercado abierto encogen la base monetaria y reducen la oferta de dinero.
2. Requerimientos de reserva: es un instrumento muy fuerte en el control monetario ya que afecta la oferta de dinero haciendo que cambie el multiplicador monetario. Un incremento de los requerimientos de reserva, reducirá la cantidad de depósito que puede sostener un determinado nivel de la base monetaria, y esto traerá consigo una contracción de la oferta monetaria. Una disminución de los requerimientos de reserva, expandirá la oferta monetaria, como consecuencia de una creación múltiple de depósitos.
3. Tasas de descuento y política de descuento: estos instrumentos de política monetaria son muy importantes debido a que los bancos comerciales

pueden incrementar la cantidad de sus reservas, recurriendo al banco central para solicitar préstamos, y también pueden disminuir la cantidad de sus reservas, contrayendo sus deudas con el banco central.

El incremento de los préstamos aumenta la base monetaria y expande la oferta de dinero y contrario a esto, la disminución en los préstamos, reduce la base monetaria y contrae la oferta de dinero. El banco central puede afectar el volumen de préstamos de descuento, al variar el precio de la tasa de descuento o al modificar la cantidad de los préstamos por medio de la administración de la ventanilla de descuento. Así, el mecanismo mediante el cual la tasa de descuento del banco central afecta el volumen de los préstamos de descuento es de forma directa. Es decir, con una tasa de descuento alta, aumenta el costo de demandar préstamos al banco central, esto a su vez, traerá como consecuencia que los bancos comerciales proporcionen menos préstamos comerciales de descuento. Por el contrario, con la existencia de una tasa de descuento baja, los préstamos de descuento serán más atractivos para los bancos comerciales y esto traerá un incremento en el volumen de préstamos.

En algunos países, la variación de las tasas de interés en las operaciones de redescuento con los bancos comerciales, no ha funcionado ya que puede existir una lenta evolución en su mercado financiero interno debido a una posible nueva incorporación al mercado financiero internacional. La peculiaridad que ha asumido el redescuento por parte de la banca central es la de utilizarse como instrumento de control selectivo de crédito (Arias, 2005).

1.3.2. Función de la banca central con la política de redescuento

La tasa de interés puede ser utilizada como instrumento para influir en la base monetaria y en la oferta de dinero, pero también es importante en la prevención de pánicos financieros, es decir, como prestamista de última instancia.

Así la política de descuento, es una forma peculiar y eficaz de proveer reservas al sistema bancario durante crisis bancarias, es decir, canalizando las reservas de forma directa a los bancos que más necesiten. Cabe mencionar que la función del banco central no es sólo ser prestamista de última instancia para los bancos comerciales, si no también funge como tal para todo el sistema financiero (Ramírez, 2001).

En economías con un sistema financiero desarrollado, la política de redescuento puede utilizarse para señalar las intenciones la banca central acerca de la política monetaria. Entonces, si el banco central realiza una reducción en la expansión económica como tal, con tasas de interés altas, estas intenciones se verán reflejadas en un incremento de la tasa de redescuento. Si las tasas de interés de mercado se elevan con relación a la tasa de descuento, el volumen de préstamos de descuento se incrementará.

Para mantener el monto de descuento sin que sea excesivo, la banca central puede elevar la tasa de descuento para estabilizarse con las tasas de interés del mercado (Ramírez, 2001). El banco central opera mediante su influencia en las expectativas sobre tasas de interés y todas éstas resultan afectadas (las de corto y las de largo plazo). Las tasas que cobran o pagan los bancos, están estrechamente vinculadas con la tasa del banco central; sin embargo, esto es difícil si las otras tasas no varían en concordancia; de lo contrario, un aumento de la tasa de interés por parte de la banca central, desplazaría del mercado a los otros bancos por falta de competitividad (Dow J., 1998).

1.4. El enfoque poskeynesiano de la inversión.

Después del argumento de la desregulación financiera de Mckinnon y Shaw (1973), es cuando la teoría poskeynesiana toma mayor importancia, ya que contrario a lo que argumentan estos autores, afirman que la desregulación financiera quebranta sistemáticamente la racionalidad del mercado eficiente,

desviando recursos del crecimiento económico a inversiones financieras y promoviendo manipulaciones altamente especulativas.

1.4.1. Oferta monetaria y demanda de dinero endógena.

Para el enfoque poskeynesiano, la oferta de dinero presenta un carácter endógeno, que a su vez, está en función de la demanda de crédito. Desde la perspectiva poskeynesiana, existen dos tipos de endogeneidad. La primera es la acomodaticia, en donde se hace hincapié en que el banco central no tiene control sobre los agregados monetarios, y las tasas de interés, debido a su objetivo principal, que es la estabilidad del sistema financiero.

La otra visión es la horizontalista, por que la oferta de dinero es representada en el espacio tipo de interés, dinero, como una función horizontal. En este enfoque la tasa de interés se encuentra bajo el control de la autoridad monetaria y no la oferta de dinero (Wray, 1992). Además la oferta de dinero es endógena, ya que va cambiando con las innovaciones técnicas, así como por el funcionamiento de los mercados.

Para Kaldor, la dependencia entre la oferta de dinero y el ingreso está determinada por tres causas:

1. La oferta de dinero determina al ingreso.
2. El ingreso determina la oferta de dinero, debido a la demanda de créditos hacia los bancos.
3. O que ambas, ya sea tanto el ingreso como la oferta monetaria sean funciones de la inversión pública.

Suponiendo que la autoridad monetaria asigna restricciones a los bancos comerciales para la asignación de crédito, en una situación de excesiva demanda de dinero, los demandantes de crédito acudirían a otras instituciones financieras, lo cual ocasionaría una permuta al crédito bancario. La autoridad monetaria regula

la oferta de dinero y así mantiene la tasa de interés estable; de manera que, si el ingreso y la demanda de dinero se incrementan se incrementará también la tasa de interés, a lo que las autoridades monetarias responderán con un incremento de la oferta monetaria.

Así se llega a la conclusión de que la demanda de dinero causa el aumento en su oferta⁶. Para Kaldor, el retraso que se observa entre la expansión de la oferta de dinero y el ingreso, puede ser causado porque ambos están determinados por la decisión individual del gasto en inversión. Cuando las empresas demandan crédito a los bancos, generan un incremento en la oferta monetaria de forma inmediata, por lo que el ingreso aumentará después de la inversión. Kaldor argumenta que un incremento en el ingreso no es causa del incremento en la oferta monetaria, si no de la decisión autónoma de invertir. La demanda de dinero en términos reales depende del nivel de utilidad nacional real y el tipo de interés (Wray, 1992).

1.4.2. Crédito, inversión y tasa de interés.

A diferencia de la teoría walrasiana de equilibrio general, donde existe un árbitro que proporciona información sobre los precios de equilibrio de mercado, Minsky argumenta que para una economía capitalista no existe árbitro que brinde esta información. Si se incrementa la inversión, aumentan las utilidades, y el ingreso, lo que trae como consecuencia un incremento del financiamiento a un ritmo más acelerado, debido a que los proyectos tienen un período de maduración antes de empezar a generar ingresos y cumplir con sus obligaciones (Arias, 2005). Con la

⁶ Desde la visión monetarista, se niega que la oferta monetaria sea endógena, debido a que eso invalida sus explicaciones de los precios y del ingreso nominal, como resultado de diferencias entre la demanda de dinero y la oferta. Aseveran la exogeneidad de la oferta monetaria y que ella determina el ingreso con dos proposiciones. La primera, se refiere a que existe un período de retraso entre el aumento de la oferta monetaria y el aumento del ingreso, además de que los bancos comerciales siempre se enfrentarán a una demanda excedente de crédito, lo que nos lleva a una oferta de dinero correspondiente a la máxima expansión de crédito que le permita la base monetaria. De tal forma que si la oferta monetaria es el múltiplo de la base monetaria, y se encuentra regulada por la autoridad monetaria, entonces la oferta de dinero es exógena (Mántey, 1996).

existencia de una expansión financiera, es probable que existan presiones inflacionarias, cuando esto sucede las autoridades monetarias incrementan la tasa de interés, que trae como consecuencia una caída brusca en la inversión productiva, y un efecto dominó en la demanda agregada y una disminución de las utilidades. Al caer las utilidades aparecen las primeras suspensiones de pagos, contrayendo los ingresos de los bancos desembocando en una reducción del crédito. Como consecuencia de todo lo anterior, las empresas tienen que volver a financiarse, lo que provoca un incremento de la demanda de crédito y por consiguiente, un incremento en los tipos de interés.

La visión poskeynesiana retoma el concepto que Keynes dejó pendiente de las fuentes de financiamiento de la inversión para lograr el crecimiento de la producción y consecuentemente del ingreso. Por lo tanto, algunos autores de esta corriente (Moore, 1985; Eichner, 1994; Chick, 1990; Asimakopulos, 1983) señalan que son los bancos, y no los ahorradores, los responsables de canalizar el crédito a los inversionistas; éstos permiten incrementar los fondos para invertir, mediante el incremento de la oferta de crédito, la cual depende del comportamiento de sus reservas. Así un crédito bancario puede hacer que se incrementen los niveles de inversión; y subsecuentemente el incremento del ingreso. Esto hace posible que el ahorro aumente (*ex post*), permitiendo igualar el incremento en la inversión (Arias, 2005).

La teoría poskeynesiana retoma de Keynes la existencia de incertidumbre; y por consiguiente, la no neutralidad del dinero ya que éste puede ser afectado por las variables reales; lo que impacta directamente en el ingreso real y el empleo mediante la tasa de interés. Con respecto a la tasa de interés, la visión poskeynesiana afirma que es una variable monetaria, por un lado, el movimiento de la tasa de interés no depende de la curva de demanda; y por el otro, el banco central tiene la habilidad de determinar la tasa de interés (Arias, 2005). Por lo tanto, el acervo de las reservas debe ser endógeno y no debe existir de ninguna forma, influencia del proceso de la actividad económica como tal.

CAPITULO II

LIBERALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES Y DESREGULACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO: BAJA PROPENSIÓN AL AHORRO Y ALTAS TASAS DE INTERÉS: (1940-1987).

2.1. El Sistema de Bretton Woods.

Antes de que concluyera la Segunda Guerra Mundial, ya se vislumbraba el Sistema Monetario Internacional que tenía que seguirse; tanto Estados Unidos como Inglaterra, iniciaron una serie de discusiones, acerca del nuevo rol del Sistema Monetario Internacional. El primero (el de Inglaterra), fue sugerido por J. M. Keynes, al cual se le denominó “Plan Keynes”; y el segundo, preparado por Harry. D. White, de la Tesorería de los Estados Unidos, denominado “Plan White”. Entre 1941 y 1944, tuvieron lugar una serie de consultas entre ambas naciones, en las cuales se realizaban modificaciones de ambos proyectos.

El “Plan Keynes”, estuvo influido por la recesión de los años treinta en Inglaterra y por el hecho de que era inminente una grave situación de desequilibrio externo e interno para este país, una vez que concluyera la guerra. El proyecto consistió en la creación de una cámara de compensación internacional, que fungiera como banco central de los bancos centrales nacionales. Cada nación tendría una cuota en la cámara, lo que daría acceso a una línea de crédito expresada en una unidad denominada “Bancor”. Así, el Bancor estaría definido en términos de oro, pero no sería convertible en ese metal; los saldos de Bancor de cada país constituirían sus reservas internacionales y serían transferibles entre los miembros del acuerdo (Ossa, 1999).

El plan de Keynes proponía el cobro de interés a saldo de los deudores en la Cámara de Compensación Internacional, así como también a los saldos acreedores, con una tasa propuesta de 1%; con esto se pretendía que la responsabilidad con respecto al proceso de ajuste internacional debía recaer, tanto en los países en déficit, como en los países en superávit (Brizuela, 2006).

Asimismo, dicho plan tendría un sesgo inflacionario, ya que proponía un aumento automático de las cuotas de Bancor a medida de que fuera aumentando el volumen de comercio internacional. En el caso de que todos los países siguieran políticas inflacionarias, el resultante aumento en el valor monetario en el comercio internacional, se traduciría en un crecimiento automático de las reservas internacionales (Ossa, 1999).

En efecto, tras una serie de consultas, Estados Unidos tendría que emerger de la Guerra en una posición hegemónica en relaciones económicas internacionales. De este modo, el Plan White, manifestó este hecho, y en comparación con el Plan Keynes, fue un proyecto más conservador, otorgando un papel más predominante a Estados Unidos por encima de Inglaterra. De esta forma, después de la posguerra, el contexto internacional tuvo muy claro su objetivo central, el crecimiento sostenido del ingreso mundial. Se pensó que para estimular este objetivo, se tenía que fomentar el comercio mundial. Por consiguiente, adoptar un sistema de tipo de cambio fijo fue congruente, debido a que reducía la incertidumbre de los importadores, así como de los exportadores. (Brizuela, 2006).

Para llevar a cabo dicho objetivo se basaron en tres aspectos fundamentales:

- a) La formación de un banco central el cual conduciría mundialmente la liquidez, sería el garante de apoyar a las naciones con excedentes de exportaciones, para estabilizar la economía mundial, de aquí que surgiera la necesidad de una moneda única mundial.
- b) Un fondo para la reconstrucción y el desarrollo, que fuera el encargado de la disposición del crédito, para los países más pobres.
- c) La existencia de una organización mundial de comercio, la cual tendría como objetivo primordial, la estabilidad de precios de los bienes de exportación primarios.

Es así como el 27 de Julio de 1944 en Bretton Woods, tuvo lugar la fundación de dos organizaciones institucionales: El banco internacional para la reconstrucción y el desarrollo (BIRD o Banco Mundial) y el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹.

El principal objetivo de los acuerdos del Bretton Woods fue el de apoyar al comercio mundial bajo un régimen internacional monetario (el Sistema de Bretton Woods) con un tipo de cambio fijo, libre de fluctuaciones, con el dólar estadounidense como patrón, es decir, la convertibilidad del dólar en oro. Mediante este sistema, el Banco emisor de los Estados Unidos tenía la obligación de compra-venta de dólar a una cotización de 35 dólares por onza.

La desregulación de los mercados financieros internacionales iniciada a finales de la década de los años cincuenta, así como crecimiento de los altos flujos de capital especulativo, volvieron inoperantes a los tipos de cambio fijos y llevaron a una reforma del sistema monetario internacional (Levy, 1998). La inconvertibilidad del dólar en oro y los efectos del primer choque petrolero, pusieron como prioridad la estabilidad de los precios y desplazó a segundo término el crecimiento de la economía mundial.

Durante algunos años, el Sistema Monetario Internacional (SMI) creado en Bretton Woods promovió la estabilidad cambiaria, se logró un crecimiento sostenido de la economía de posguerra, pese a la presencia continua de inflación. Además se dinamizó la economía mundial; no obstante, como se mencionó anteriormente, se perdió credibilidad en este sistema en el momento en el que el dólar dejó de ser una moneda sólida y los movimientos de capital se volvieron agresivos. El incremento de desequilibrios en las balanzas de pagos, particularmente la norteamericana, llevó a un encadenamiento de crisis monetarias en la década de los años sesenta, provocado por los intereses particulares de Estados Unidos

¹ Además se institucionalizó el General Agreement on Tariffs and Trade (GATT) en 1948 en Havana Charta. El GATT fomentó la liberalización del comercio mundial mediante las sucesivas reducciones de las aduanas y la disminución de los obstáculos no tarifarios del comercio.

utilizando su moneda de manera irracional para impulsar sus propios objetivos, suministrando a sus aliados fuertes bases militares, para poder financiar sus déficit comerciales y limitando su política monetaria para poder establecer un equilibrio interno.

Para el inicio de la década de los años setenta, los países miembros, particularmente los europeos, transitaron a un sistema de tipos de cambio bilaterales en la llamada serpiente monetaria². En 1973, se declaró la libre flotación de las monedas, permitiendo a las economías adoptar sus propias políticas monetarias. De esta forma el FMI dejaría de ser una institución de supervisión del sistema de tipos de cambio estables, para convertirse un sistema que supervisa los tipos de cambio. Con esto se dio fin al sistema de Bretton Woods en 1973.

Poco tiempo después, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) declara el primer incremento súbito de los precios del petróleo, golpeando fuertemente la estructura de los precios internacionales y dando inicio a la crisis financiera de los años setenta (Ossa, 1999).

2.2. El sistema Monetario Internacional con tipos de cambio flexibles.

Tras la desarticulación del sistema Bretton Woods a principios de la década de los años setenta, se inició un período de inestabilidad e improvisación que aún subsiste. Las naciones industrializadas, trataron de compensar las elevadas tasas de inflación adoptando medidas de política monetaria. La transición del sistema de tipos de cambio fijos al de tipos de cambio flexibles sucedió por la combinación medidas monetarias y fiscales nacionales mal coordinadas (en especial por la política fiscal expansiva de los Estados Unidos determinada por la guerra de

² Es un sistema creado para mantener un margen de fluctuación entre las divisas comunitarias más estricto que el existente. El 21 de marzo de 1972 el Consejo de Ministros de la CEE decidió mantener un margen de fluctuación entre las divisas comunitarias (la serpiente) más estrecho en comparación con el que existía entre éstas monedas y el dólar (Ossa, 1999).

Vietnam) y por la existencia de mercados de capital internacionales integrados (Chapoy, 1998).

La adopción de tipos de cambio flexibles, no significó el final de la incertidumbre cambiaria, ni que las diferentes naciones se vieran afectadas por los disturbios monetarios en el exterior. Se creía que los tipos de cambio flotantes provocarían ajustes automáticos de la balanza de pagos y podrían dar libertad a los países para poder enfrentar sus problemas económicos internos.

Desde los acuerdos de Jamaica en enero de 1976 donde se hicieron oficiales los tipos de cambio flotantes, se supo con certeza que la inestabilidad cambiaria fue producto de la inestabilidad del entorno económico. Esa inestabilidad del entorno económico se pudo apreciar en los distintos fenómenos ocurridos en las siguientes décadas, vislumbrándose así en la crisis del petróleo de 1973 y posteriormente en 1979, así como la inflación mundial de la década de los años setenta y las tres recesiones internacionales: la primera en 1975, la segunda de 1979 a 1983 y posteriormente de 1991 a 1993; por otra parte, tuvo lugar una disminución relativa de la hegemonía estadounidense; el proceso de globalización que tiene una de sus principales manifestaciones en el mayor peso específico de las grandes corporaciones industriales y financieras transnacionales; la creciente movilidad de capital, derivada de la expansión e integración de los mercados internacionales de capital; la falta de coordinación entre las políticas macroeconómicas de los principales países industriales y en consecuencia los grandes desequilibrios entre los mismos; la deuda externa que agobia a varios países del tercer mundo entre otras (Brizuela, 2006).

Todo esto ha propiciado la especulación e intensificado los disturbios en las relaciones monetarias internacionales, que se han visto caracterizadas por una situación de inestabilidad de las principales divisas, fluctuaciones en las tasas de interés, flujos de capital internacional y problemas de fuga de capitales y deuda externa. El sistema monetario internacional sólo se ha ido, adaptando a una

realidad cambiante, en donde el sector financiero ha adquirido preponderancia al no resultar atractiva la inversión en el sector productivo. Los grandes desalineamientos en los tipos de cambio flotantes, han tenido efectos sumamente costosos en la asignación de recursos y en los resultados económicos de la economía mundial. La tasa de crecimiento del comercio internacional entre los países industriales, ha declinado a más de la mitad desde 1973, caracterizado por la descentralización en la toma de decisiones y la consecuente búsqueda por cada país de su propio interés (Chapoy, 1998). Los tipos de cambio flexibles son mucho más inestables que bajo el régimen de tipos de cambio fijos: la banda del Sistema de Bretton Woods de sólo el 1 % en uno y otro lado, fue un elemento moderador de las alteraciones en los tipos de cambio reales.

Seguido del rompimiento del sistema de paridades de tipo de cambio fijo, la cooperación internacional en materia de política económica dejó de existir.

El acuerdo Smithsoniano³ y el del 16 de marzo de 1973 difícilmente pudieron considerarse como un intento de coordinación de política económica.

Los principales países industriales han tratado de fomentar la colaboración económica entre ellos; sin embargo, la idea de que es necesario coordinar las políticas macroeconómicas, es reciente (Ossa, 1999).

El nuevo impulso a la coordinación de las políticas macroeconómicas, cuya constante evaluación y perfeccionamiento tiene lugar en el marco de diversos mecanismos e instituciones como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, las diferentes instituciones dentro de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), el banco de pagos Internacionales (BPI), el acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT, sustituido en 1995 por la Organización Mundial de Comercio).

³ El Acuerdo Smithsoniano fue escrito por los miembros del G-10: a cambio de que Estados Unidos aboliera la sobre tasa de 10% a las importaciones y otras medidas agresivas que formaban parte de la nueva política económica (NEP) de Nixon, en 1971, los otros miembros del Grupo aceptaron realinear sus divisas, lo que significó la devaluación del dólar y la reevaluación de las restantes monedas. Por lo que hace al acuerdo del 16 de marzo de 1973, en el cual las catorce naciones no socialistas más ricas del mundo: las nueve que formaban la Comunidad Económica Europea, más Japón, Canadá, Suecia, Suiza y Estados Unidos, coincidieron en aplicar una serie de medidas tendientes a evitar nuevas crisis monetarias, basándose principalmente en el apoyo o cooperación mutua así como la flotación de sus monedas.

A raíz de la implantación del nuevo sistema de tipos de cambio flotantes en los años setenta, la volatilidad de las tasas de cambiarias entre las principales divisas se ha incrementado aceleradamente. En gran parte, por la ineficaz supervisión ejercida por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

El crecimiento económico registrado por los países industriales en los años setenta y noventa se compara negativamente en relación al crecimiento que va desde 1950 a 1970. Aunque la coincidencia de estos fenómenos macroeconómicos con la implantación de un nuevo sistema de cambios de flotación no implica una relación causa-efecto; si no más bien a cambios estructurales, ajenos a la evolución cambiaria como lo fueron, la crisis de petróleo, las prácticas restrictivas en el mercado de trabajo y la migración laboral hacia los países industriales (Chapoy, 1998).

Con el nuevo sistema de tipo de cambios flexibles, se tenía la certeza de que los bancos centrales ya no tendrían que intervenir en el mercado de divisas para mantener el tipo de cambio, y por consiguiente cada una de las naciones podría aplicar una política monetaria independiente, para lograr sus objetivos particulares de estabilidad interna y externa.

Con esta política independiente, los países podrían tener un equilibrio interno y lograr su equilibrio externo⁴, también se esperaba que ninguna nación tuviera que estar forzada a importar inflación y deflación. Además, se esperaba que los tipos de cambio flotantes actuaran como estabilizadores automáticos para mantener el equilibrio interno y externo, dando fin a la especulación que precedió a la caída del sistema de tipo cambio fijo (Brizuela, 2006).

Contrario a esto, la política monetaria ha funcionado de forma negativa, pues ha permitido a los países actuar de manera unilateral, atendiendo únicamente objetivos internos, sin considerar a la comunidad internacional. En lo referente a la especulación existente, con el sistema de tipos de cambio flotantes, sólo se ha

⁴ El equilibrio interno se refiere al logro del pleno empleo y la estabilidad de precios; el equilibrio externo, a evitar excesivos desequilibrios en los pagos internacionales.

exacerbado. En este contexto, los flujos comerciales se han ido circunscribiendo crecientemente, así como la afluencia de capital se ha ido liberalizando cada vez más.

La eliminación progresiva de los controles a los movimientos de capital, estimuló el rápido crecimiento del sector financiero internacional y permitió a las naciones realizar mayores ganancias en el comercio intertemporal.⁵

La evolución que ha seguido al quebranto del sistema de Bretton Woods, ha hecho imposible restablecer el sistema de paridades debido a la inflación mundial, la distorsión de los pagos internacionales, la magnitud de los flujos de capital y el desajuste de los tipos de cambio (Ossa, 1999).

La posición del grupo de los diez (G-10)⁶ en relación con el SMI fue que pese a las deficiencias de éste, su estructura básica seguía siendo válida y no requería cambios institucionales de amplitud. Así fue manifestado por el G-10 en el comunicado de prensa de la reunión ministerial celebrada en Roma (19 de mayo de 1984) y lo ratificó un año después en su reunión de Tokio (21 de junio de 1985). Se señaló que la flexibilidad de los tipos de cambio ha contribuido al mantenimiento del comercio y los pagos internacionales y al proceso de ajuste en el difícil medio económico mundial. Bastaría con adoptar algunas medidas para sentar las bases de una mayor estabilidad de los mercados cambiario y financiero. En el informe del G-10 sobre el SMI de 1985, se señaló que la flexibilidad cambiaria ha contribuido en la reducción de la inflación que han tratado de llevar a cabo los países en un esfuerzo por proteger los precios internos de la perturbaciones inflacionarias externas (Chapoy, 1998).

A diferencia de la defensa que los países que integran el G-10 ejercen sobre los tipos de cambio flexibles, el grupo de los veinticuatro (G-24)⁷ en un informe paralelo al del G-7, considera que dicho sistema ha ocasionado una gran

⁵ Se define como tal el intercambio de bienes y servicios presentes por bienes y servicios futuros.

⁶ Grupo de los cinco: Estados Unidos, Alemania, Japón, Reino Unido y Francia; Grupo de los siete: el G-5 más Italia y Canadá; G-10: el G-7 más Bélgica, Países Bajos y Suecia.

⁷ Integran el Grupo de los veinticuatro otras tantas naciones que representan al Tercer Mundo: ocho por África (Argelia, Congo DR, Costa de Marfil, Egipto, Etiopía, Gabón, Ghana y Nigeria), ocho por América Latina (Argentina, Brasil, Colombia, Guatemala, México, Perú, Trinidad y Tobago y Venezuela) y ocho por Asia (China, Etiopía, India, Irán, Líbano, Pakistán, Filipinas y Siria).

inestabilidad a corto plazo y un desajuste de los tipos de cambio, factores que a su vez, han creado un clima de incertidumbre con respecto al futuro de esos tipo de cambio y han dado lugar a una reducción de la inversión productiva y del comercio exterior así como una mala distribución del ingreso perjudicando a los países en vías de desarrollo, repercutiendo drásticamente en su intercambio comercial incrementando sus necesidades de reserva.

Así, se puede argumentar que el sistema de tipos de cambio flexibles, no ha resultado rentable, y esto se observa en la inestabilidad y el desajuste cambiario. Al respecto, pueden existir ciertas mejoras mediante el establecimiento de zonas meta, para los tipos de cambio de las principales monedas, la coordinación de las políticas económicas entre los países industriales, la intervención en el mercado de divisas y la creación de un mecanismo mediante el cual se establezcan consultas cuando los indicadores de las principales variables económicas reflejen una inestabilidad excesiva o desajuste de los tipo de cambio (Chapoy, 1998).

2.3. Desregulación y liberalización financieras mundiales y la importancia de las tasas de interés.

Los flujos de capital empezaron a tomar importancia en la década de los años ochenta, cuando naciones en vías de desarrollo, particularmente los países latinoamericanos y los del sudeste asiático, se valieron de nuevas políticas de desregulación financiera, para fomentar el crecimiento económico interno.

Es así como los altos flujos de capital y la inversión de corto plazo, tomaron mayor relevancia en estas economías. La debilidad del capital financiero durante 1966 y 1973 como causa directa del estancamiento con inflación (estanflación), puso en duda el marco de regulación de la moneda y por consiguiente al sistema bancario vigente hasta entonces.

La desregulación de la moneda norteamericana, bajo la fuerzas del mercado, derivó altos costos sociales y económicos. La moneda bancaria⁸ se volvió más cara, y en consecuencia el costo del financiamiento a partir de inicios de la década de los años ochenta, se incrementó debido a la adopción el sistema de préstamos con tasas de interés variables; por su parte los bancos norteamericanos estuvieron en condiciones de transferir a sus prestatarios una parte importante del riesgo asociado a los precios (Chapoy, 1998).

Ante la disminución de la inversión productiva, el ahorro interno presentó una fuerte contracción, en tanto que la demanda de crédito aumentaba. Pero, ésta se enfrentó al racionamiento bancario, ya que con la liberalización de las tasas de interés en 1979-1980, se transfirió poder a los prestatarios en las relaciones crediticias. Los bancos, así como los tenedores de obligaciones, gravemente afectados por la inflación durante los años setenta y las pérdidas debidas a los créditos dudosos durante los años ochenta, reclamaron para sus fondos primas de riesgo y de inflación mucho más elevadas (Arias, 2005).

Con el nuevo acuerdo monetario internacional reformado, el crédito bancario aumentó aceleradamente, así como las colocaciones de bonos y el comercio mundial; sin embargo, la desregulación financiera no ha sido proporcional al crecimiento de la economía real y ha propiciado una rápida multiplicación de activos financieros denominados moneda de reserva que no encuentra correspondencia con la capacidad productiva mundial.

Distintos fenómenos de la economía mundial, como son el nuevo régimen de tipos de cambios flexibles, la eliminación de controles a la expansión de crédito así como las innovaciones en los mercados financieros, promovieron que las transacciones con activos financieros estuvieran orientadas a inversiones de corto plazo. Por consiguiente, la sustitución de inversiones productivas por inversiones

⁸ El volumen de moneda bancaria está asociado a las tasas de eficiencia, a la velocidad de las diferentes clases de depósitos y a las exigencias de la circulación financiera.

financieras en los grandes conglomerados industriales, han favorecido a la valorización improductiva del capital.

La desregulación financiera mundial, ha generado que se incremente la afluencia de flujos de capital especulativo de manera desproporcionada, y ha conducido a las naciones a la pérdida del control de sus políticas económicas, golpeando al crecimiento del ingreso, así como incrementando la brecha entre estratos ricos y pobres (mala distribución del ingreso), impacta en la inversión, debido a que los pequeños productores se ven marginados del crédito institucional.

La credibilidad de la política estuvo a favor de los mercados financieros internacionales, alentando las afluencias de capital extranjero, que pretendía financiaran el crecimiento sostenido. El precio de la credibilidad política fue muy alto; ya que obligó a las autoridades monetarias a pagar intereses reales altos para atraer capitales y mantener el tipo de cambio, y a su vez obligó a los gobiernos a la austeridad fiscal. Las consecuencias de tal situación fueron: a) depresión de la demanda doméstica; b) incremento del desempleo; y c) profundización de la mala distribución del ingreso (Palley, 1994).

Las altas tasas de interés en la especulación y en el fomento de préstamos en términos de moneda extranjera crearon fragilidad financiera en la economía (Palley, 1994). Entonces esta necesidad de atraer a los países mediante altas tasas de interés, han limitado la expansión del crédito frenando la inversión (Mántey, 1996). Es así como se puede afirmar que la rentabilidad de la inversión productiva ha sido superada por las ganancias que se derivan de la especulación con tipos de cambio y tasas de interés en los mercados financieros desregulados.

2.4. Desregulación financiera internacional.

Desde el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods (1973), la inestabilidad de las tasas de interés (ver cuadro 1), así como las variaciones cambiarias en los

mercados financieros internacionales trajeron consigo, cambios estructurales en éstos.

CUADRO 1 TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES (1971-1980) (Promedios anuales)		
AÑO	PRIME	DEPÓSITOS EN EURODÓLARES
1971	5.72	6.39
1972	5.25	5.01
1973	8.02	9.23
1974	10.80	10.74
1975	7.86	6.34
1976	6.84	5.26
1977	6.82	5.74
1978	9.06	8.31
1979	12.67	11.67
1980	15.27	13.81

Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI. Dirección General de Contabilidad y Estadísticas Económicas y banco de México. Informe anual. Varios años.

La reestructuración cambiaria y de la estabilidad de las tasas de interés fueron esenciales para iniciar una etapa de crecimiento económico estable y de largo plazo. Tras la caída de los acuerdos de Bretton Woods, se dieron cambios financieros estructurales tales como: a) el acortamiento de los plazos en depósitos e instrumentos financieros; b) el desarrollo de un activo mercado secundario de títulos que ha conducido a una mejor distinción entre las diferentes nociones de circulante; c) el cambio en los fondos bancarios a pasivos con remuneración y procedentes principalmente de mercados monetarios; d) la desaparición de las fronteras que separaban a la banca de depósito y la banca de inversión; e) la actividad en los mercados de dinero y capitales se fortaleció; y f) se consolidó la actividad de los fondos de inversión con un alto grado de concentración de activos financieros, en manos de unos cuantos administradores que pueden mover grandes volúmenes de activos en el corto plazo.

Conjuntamente, el volumen de transacciones financieras fueron creciendo desmedidamente, así como el avance de las operaciones bancarias fuera de balance y precisaron lazos entre distintos intermediarios financieros; esto propició que se concentrara más en unos cuantos, el manejo de los mercados financieros.

Con este proceso de desregulación financiera los problemas de supervisión se volvieron mucho más complejos, mientras que la calificación de los niveles de riesgo y las posibilidades de intervención de las autoridades financieras se tornaron más difíciles (Arias, 2005).

En este contexto, los mercados financieros internacionales desregulados han sido inestables y frágiles, esto ha desembocado en las últimas décadas en crisis financieras y bancarias; tras observar las distintas crisis, es posible argumentar que la evolución de mercados reprimidos a mercados abiertos, no produjeron un incremento del ahorro, la inversión, y el crecimiento económico. Ni los gobiernos, ni los organismos financieros internacionales han encontrado otra vía a esta problemática mundial, que logre mantener un crecimiento sostenido, eliminando las continuas crisis financieras, bursátiles y bancarias ocurridas en la década de los años noventa (Manrique y López 2000).

Dichas crisis, sobre todo bancarias, han sido acompañadas por el proceso de desregulación financiera internacional, y se han presentado en países en desarrollo, así como países en vías de desarrollo. Estas crisis se presentan cuando la administración activa de los balances, enfrentan problemas para la compensación en moneda extranjera; concentración de créditos en cierto sectores o empresas (petróleo o bienes raíces); elevadas tasas de interés durante períodos de menor crecimiento económico, o simplemente elevados niveles de apalancamiento procedentes de rápidos procesos de privatizaciones o adquisiciones (Girón y Correa, 1999).

La desregulación y liberalización financieras en los distintos sistemas financieros, iniciaron como consecuencia de la necesidad de incrementar los márgenes de intermediación y las comisiones de los bancos nacionales y a la propia titulación de crédito que ha llevado a la expansión tanto de las actividades fuera de balance, así como también de los intermediarios financieros no bancarios (Girón y Correa, 1999).

De esta forma, se puede argumentar que la integración y globalización financieras en dirección a un mercado único, homogéneo, interrumpido, es consecuencia de la revolución tecnológica en las comunicaciones, pero sin lugar a dudas, el inicio de este proceso transitorio debe su origen a la ruptura del Sistema de Bretton Woods.

La recuperación de la preeminencia del dólar en la economía internacional a través de un significado diferencial en las tasas de interés, no ha afectado profundamente su dinamismo, debido a la desregulación de su mercado financiero interno y al amplio desarrollo de la innovación financiera (Correa, 1998).

Así pues, con el proceso de desregulación financiera internacional el contexto de la economía mundial fue el siguiente: Desde inicios de los años setenta hasta la crisis de 1982, es una fase caracterizada por elevadas tasas de inflación y bajas tasas reales de interés, el crédito bancario crece aceleradamente en los mercados locales y en los internacionales. Dicho crédito es de corto y de mediano plazos y a tasas de interés variable. Asimismo, el endeudamiento público latinoamericano estaba en auge, y se abandonan las políticas de control de cambios y tasas de interés (Arias, 2005).

Desde finales de los años ochenta, se presenta la restricción financiera en Estados Unidos. En ese período hay una gama de difusión de productos derivados⁹, dando lugar a una creciente liquidez en manos privadas frente a

⁹ Los productos derivados son instrumentos financieros cuyo valor está relacionado con el de algún otro instrumento. Las opciones y los futuros también se conocen como productos derivados. Este

mayores niveles de sobreendeudamiento. Así, la desregulación financiera se convierte en detonante para revertir los efectos deflacionarios del sobreendeudamiento en la economía estadounidense, que permitieron altos rendimientos financieros de los activos en poder de los fondos de inversión (Arias, 2005).

De esta manera las crisis financieras, como la mexicana en 1994 y del sudeste asiático en 1997, son un rasgo característico de una inestabilidad en ascenso en los mercados emergentes, que corroboran el traslado de las tenencias deflacionarias con una desaceleración de la capacidad productiva nacional.

2.5. De la represión a la desregulación financiera en México.

México tuvo una muy larga y pronunciada etapa de proteccionismo comercial y financiera, pero a partir de la década de los años ochenta, avanzó hacia la desregulación financiera y posteriormente a la liberalización comercial. La actividad bancaria hasta a mediados de los años setenta, tuvo como base un sistema de crédito selectivo hasta la creación de la banca múltiple¹⁰ permitiendo que se ampliaran las actividades financieras de los bancos. En este contexto, ya existían elementos que caracterizaban una liberalización económica; no obstante, el modelo económico permitía una alta protección a la planta productiva del país, y de esta manera el manejo oligopólico dio paso a la asignación de una política de precios generadora de abundantes recursos para financiar la expansión de activos, sin alterar sus relaciones financieras. La rápida expansión de la actividad económica, ocasionó problemas en la balanza de pagos; se recurría a la inversión y crédito externo para financiar este déficit en cuenta corriente (López, 2001).

El descubrimiento de reservas petroleras lograron relajar la restricción financiera externa sobre el crecimiento económico y por consiguiente, un período de

nombre indica que sus oscilaciones dependen de otros productos que toman como referencia. Pueden tratarse de materias primas o de acciones, bonos, etc.

¹⁰ En el año de 1974, se creó el sistema bancario múltiple, que tuvo como objetivo otorgar mayores servicios financieros a los usuarios.

expansión económica con tasas superiores históricas. Se distinguen dos etapas de 1977 a 1982; la primera, de 1977 a 1979 se caracteriza por la recuperación y el desarrollo de un ciclo bursátil; y la segunda, que va de 1980 a 1982, que corresponde a la fase final de la expansión económica generada por el petróleo y la deuda externa.

En México el gobierno trató de impulsar a las industrias y a los sectores rezagados, así como no depender del endeudamiento externo y no bloquear el financiamiento a la inversión privada mediante excesivas cargas, éste trató de generar alternativas de financiamiento a la inversión, tales como el mercado de valores, respecto a la operación de acciones industriales. En este sentido, tres indicadores muestran los alcances y límites de este empuje: a) la introducción de Petrobonos y Cetes (mecanismos de deuda pública indirecta); b) el crecimiento del mercado accionario; y c) la reducción del porcentaje de financiamiento otorgado por el mercado de valores respecto al total del sistema financiero y bancario (López, 2001).

Durante 1978 y 1979 hubo períodos que evidenciaban ya el carácter financiero-especulativo que irían asumiendo los excedentes petroleros. El impulso de mercado de valores antes mencionado, no generó un modelo financiero que innovara los instrumentos de captación de fondos y de financiamiento del sector público, que evitara una relación directa entre el déficit gubernamental y la emisión primaria de dinero; por el contrario, dicho impulso se tradujo en una reorientación significativa de las fuentes de financiamiento. En 1978, el auge de la bolsa, no fue un instrumento de financiamiento directo, ya que no cumplió con su función; para que proporcionara recursos a las unidades productivas, que debían lanzar nuevas emisiones al mercado. Las características del auge bursátil fueron especulativas; fundamentalmente las acciones emitidas en períodos anteriores, fueron las que circularon de manera desenfrenada. Ello permite afirmar, que fueron los tenedores tradicionales de los paquetes accionarios los que aprovecharon el auge e incluso lo fomentaron (López, 2001).

Los distintos choques externos, así como la duplicación de los precios internacionales del petróleo y el alza de las tasas de interés externas de 1979 y 1980, tuvieron un efecto favorable en la balanza de pagos de México. Erróneamente interpretado por el gobierno mexicano, se consideraron a los precios del petróleo como permanentes y las tasas de interés como un fenómeno temporal. En 1981, había optimismo, pese a que el precio del petróleo continuaba cayendo y las tasas de interés seguían repuntando debido a la recesión de los Estados Unidos. El colapso del sector externo y el pago de los elevados montos del servicio de la deuda externa configuraron la pinza que finalmente en 1982 estrangularía las finanzas públicas conduciendo al estallido de la crisis de la deuda (López, 2001). Todos estos sucesos evidenciaban ya un carácter de desregulación financiera en México y posteriormente en 1988 cuando se da finalmente la apertura de la cuenta de capital.

Con el proceso de desregulación financiera en México, se pretendía (como argumentó Mckinnon en 1973), el incremento en las tasas de interés real, que provocaría el crecimiento del ahorro, de la inversión y del ingreso; siempre y cuando las empresas y el gobierno estuvieran dispuestos a invertir, que existiera ahorro disponible y que llegara a manos de los agentes económicos con los mejores proyectos de inversión. En este sentido, las instituciones de la estructura financiera, apoyarían e interferirían en el proceso de ahorro-inversión-crecimiento económico.

Durante los años ochenta y noventa, se llevaron a cabo diversas estrategias de reforma financiera que retoman la hipótesis de Mckinnon. Entre 1988 y 1991 se instrumentó un proceso de desregulación financiera con el propósito de mejorar el funcionamiento de los mercados de dinero y de capital con base en la reducción de los márgenes de intermediación y asignar óptimamente los recursos disponibles para ampliar la capacidad productiva.

La reforma financiera realizada por el Banco de México consistió en la reducción del encaje legal y las normas de crédito selectivo, así como la diversificación de

instrumentos de inversión en los mercados financieros, y la libertad para determinar las tasas de interés pasivas por parte del sistema bancario (Galindo; Guerrero, 1996)

Por lo tanto, la liberalización de las tasas de interés pasivas por parte del Banco de México, condujo a incrementar las tasas de crecimiento del producto mediante el canal de transmisión ahorro-inversión y posteriormente disminuyó la dependencia de la economía respecto al ahorro del sector externo. Sin embargo, en los años posteriores a la reforma financiera, se observó la caída del ahorro privado a la par del incremento de las tasas de interés reales.

El proceso de liberalización financiera en México se hizo con la finalidad de promover tanto el ahorro privado, como el ahorro público; además de impulsar la inversión privada y eliminar las diferentes crisis de la balanza de pagos. No obstante, la evidencia empírica demostró que los resultados de la liberalización financiera no son los esperados, dado que muestra una caída del ahorro real que coincide con el inicio de la instrumentación de la liberalización financiera donde el ingreso es el determinante principal del ahorro privado, y donde existe una relación positiva entre la tasa de interés real y el ahorro privado.

Según algunos resultados de estudios realizados, afirman que la reducción del ahorro privado está asociada a la liberalización financiera, ya que con la eliminación de restricciones de liquidez, algunos hogares y empresas accedieron al crédito y dejaron de mantener saldos para financiar su consumo e inversión.

La liberalización financiera comercial iniciada en la segunda parte de 1985 y la apreciación del tipo de cambio real, impulsaron un aumento en el consumo privado de bienes y servicios nacionales e importados.

El balance del efecto de la liberalización financiera sobre el ahorro privado y en general sobre el desempeño macroeconómico es demasiado ambiguo, ya que el crecimiento insuficiente del ingreso per cápita y la mala distribución del ingreso, determinaron la escasez del ahorro privado, con un aumento de la dependencia

del ahorro externo y consecuentemente de la incertidumbre sobre el crecimiento sostenido.

Con el proceso de desregulación financiera en México se crearon diversos instrumentos financieros que pospusieron el impacto de las deudas con las utilidades provenientes del sector real. La tasa de interés fue determinada hasta 1978 por el Banco de México considerando el movimiento externo de la tasa de interés de Estados Unidos (Mántey, 2000). Por otra parte, la tasa pasiva en México se modificó con colocaciones de deuda interna, para disminuir la importancia del encaje legal y en 1994 la tasa de interés fue determinada por el mercado (Levy, 1996).

Los efectos de la desregulación financiera, generaron un período de alta volatilidad en las tasas de interés, de esta forma, se dio una fuerte vinculación entre el tipo de cambio y la tasa de interés. En México los movimientos de capitales explican la sobre y subvaluación del peso; la combinación del déficit externo y fiscal genera riesgo cambiario que desemboca en devaluaciones del tipo de cambio, trayendo consecuencias negativas sobre la inversión¹¹, como son las altas tasas de interés, la inflación y la subvaluación del tipo de cambio.

Los bonos gubernamentales emitidos, la proliferación de sociedades de inversión y la desvinculación sector bursátil con el sector bancario, fue el primer indicio para abrir el mercado financiero, y así, posteriormente en 1991, se internacionalizó el mercado de capitales, que atrajo montos de inversión de cartera foránea. Esto provocó tasas de interés reales negativas y posteriormente una política de profundización financiera (Levy, 1996).

¹¹ La apertura comercial en conjunción con la subvaluación del peso, provoca un incremento en el precio de las importaciones lo cual paraliza la actividad productiva. La sobrevaluación del peso provoca un incremento en las importaciones que impacta negativamente a la producción interna, y subsecuentemente genera un gasto mayor que la oferta interna (Levy, 1996).

La desregulación financiera en México presentó dos características importantes; la primera, quedó a merced de los mercados financieros internacionales; y la segunda, la bursatilización¹² del crédito, que significó la crisis del sistema bancario mexicano en 1994. Dicha crisis señaló el final del control sobre la moneda y el crédito, esto como consecuencia de la extranjerización bancaria.

Después de la crisis de 1994, al interior del sistema bancario se inició una reestructuración; en el principio de dicha reestructuración funcionaban 19 bancos comerciales de los cuales sólo uno era extranjero, para 1997 tomando en cuenta el proceso de saneamiento del sector, el número de entidades fue de 19 nacionales y 20 extranjeras (Gómez, 2000).

Siguiendo políticas de corte neoliberal, el gobierno intentó ampliar las actividades del sector financiero utilizando la relación peso dólar como ancla de los precios, sobrevaluando la moneda nacional; trayendo consigo una reducción sobre las políticas de fomento a la inversión.

¹² La bursatilización se refiere a la posibilidad de que un conjunto de créditos específicos sean utilizados como respaldo de ciertos títulos de deuda.

CAPITULO III

EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO, LA TASA DE INTERÉS Y LA INVERSIÓN: 1988-2007.

3.1. Reformas institucionales en el sistema financiero mexicano.

La política macroeconómica aplicada después de la crisis de la deuda en 1982, se orientó a corregir de los desequilibrios macroeconómicos y la estabilización de precios relativos para reducir la inflación, buscando estabilizar la economía y dejando de ser el objetivo principal el crecimiento económico. De 1982 a 1987 se privilegió el saneamiento fiscal¹ primario y la generación de un excedente comercial que permitiera servir la deuda externa pública y privada; para tal objetivo, se ajustaron los precios y tarifas del sector público, se redujeron subsidios, inversión pública y gasto social; persiguiendo el tipo de cambio real estable, mediante devaluaciones nominales y una fuerte represión salarial (Clavijo y Valdivieso, 2000).

A partir de 1988, se instrumentaron un programa de reformas financieras como consecuencia del proceso de desregulación financiera, con la finalidad de lograr el crecimiento del producto, y con la expectativa de que la entrada de capitales extranjeros, provocarían un crecimiento nacional mejorando el bienestar social. Estas reformas iniciaron con la liberalización de las tasas de interés en 1988, y con ello, las instituciones de crédito pudieron emitir aceptaciones bancarias² a tasas y plazos determinadas por ellas. Subsecuentemente, se eliminaron los topes a las tasas de interés, a los pagarés y a depósitos de cuenta corriente de personas

¹ Considerado un ajuste fiscal; un factor fundamental dentro de los programas ortodoxos y heterodoxos de estabilización. Influidos por la tradición monetarista, se responsabiliza al déficit público sobre el proceso inflacionario y la corrección descansa del lado del gasto programable (Chávez, 2001).

² Letras de cambio giradas por una empresa a favor de un banco, las cuales se cotizan por las casas de bolsa en términos de las tasas de descuento y cuyas operaciones se realizan por conducto de la Bolsa Mexicana de Valores y las mesas de dinero de los bancos; su rendimiento se sitúa entre los CETES (Certificados de Tesorería) y el papel comercial.

físicas. En 1989, se eliminaron los cajones de crédito obligatorios y el encaje legal fue cambiado por un coeficiente de liquidez, mismo que desapareció en 1991.

De 1988 y hasta 1994 el tipo de cambio se utilizó como ancla nominal de la política monetaria. Durante el año de 1988 se mantuvo fijo, en 1989 en el marco del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE) se estableció un ritmo de deslizamiento gradual con respecto al dólar estadounidense. (Clavijo, 2000). En efecto, se realizaron diversas reformas legales en busca de restablecer el crédito y se aplicaron una diversidad de programas gubernamentales en distintos niveles con el fin de estimular la actividad de las micro, pequeñas y medianas empresas (Pymes) dentro del nuevo orden económico.

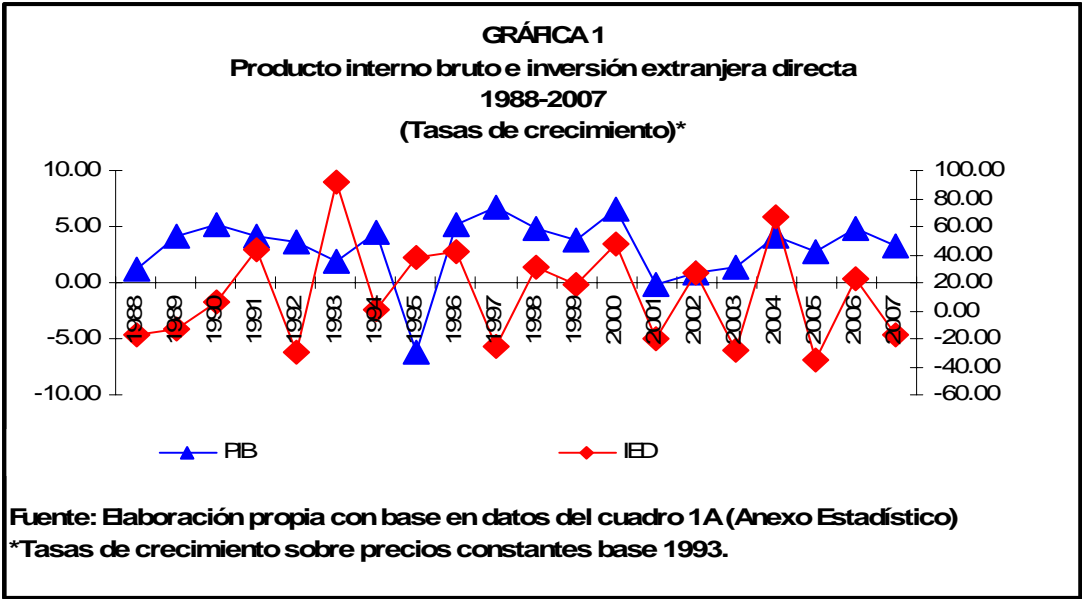
Para el año de 2001, se introdujeron dos importantes cambios legales para desarrollar el ahorro y el crédito popular. Por una parte, la Ley de Ahorro y Crédito Popular (publicada en la Diario Oficial de la Federación el 4 de Junio del 2001), transformó los marcos normativos para dar estabilidad y seguridad a las instituciones que realizan captación de ahorro popular y conceden crédito para el consumo o para empresas Pymes y por la otra, la Constitución fue debidamente modificada para permitir la participación extranjera en el capital de los bancos y se autorizó la formación de grupos financieros. Una de las medidas de mayor trascendencia entre 1991 y 1992, fue la privatización de los bancos que estaban en poder del aparato gubernamental desde la estatización de ésta en 1982 (Gómez, 2000). En la década de los años noventa, el proceso de liberalización de la tasa de interés y del crédito en México fueron inminentes. Con ella, han surgido importantes auges crediticios que han promovido la vulnerabilidad financiera al reducir la calidad de activos bancarios.

La liberalización financiera, generalmente reduce el valor de la franquicia bancaria dada la mayor competencia, y lleva a que los banqueros asuman riesgos excesivos en sus operaciones de préstamos. Asimismo, genera una competencia destructiva en el mercado de los depósitos; pues al desreglamentar las tasas de

interés pasivas, el banco utiliza la estrategia de elevar la tasa de interés de los depósitos; consecuentemente todos los bancos deben hacer préstamos más arriesgados a una tasa de interés más elevada (Mendoza, 1998).

Con la desregulación financiera y la entrada de capital externo, se presentaron los siguientes efectos: a) apreciación del tipo de cambio, que dificultó la estrategia de exportación, aumentando el déficit en cuenta corriente y generando presiones para ajustarlo; b) expansión de la base monetaria; c) incremento de los fondos a intermediar aumentó la posibilidad de que los fondos se utilizaran para financiar proyectos riesgosos; y d) la salida de los recursos volátiles que provocaron ajustes con altos costos reales (Mendoza, 1998).

Desde la implementación del modelo neoliberal en México, en la década de los años ochenta, se ha limitado el crecimiento económico tal como se muestra en la gráfica 1, donde el promedio de éste sólo fue de 3.14 por ciento en el período 1988-2007; al respecto cabe mencionar que este crecimiento estuvo vinculado a la entrada de capital extranjero, ya que como se muestra, ambas variables (Producto interno bruto e inversión extranjera directa) presentan la misma tendencia.

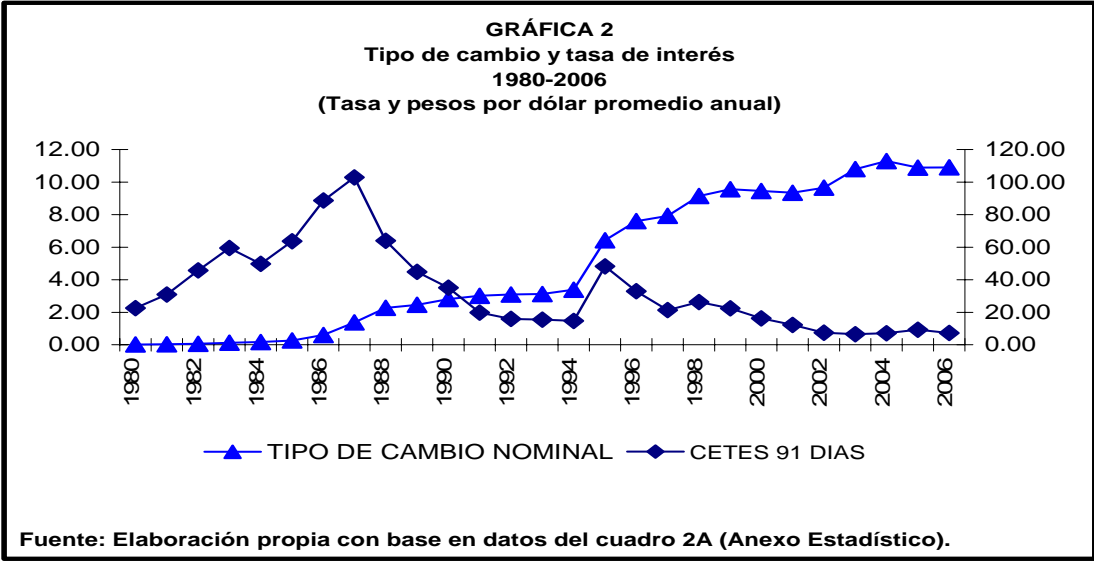


Se observa que durante el año de 1990, la economía mexicana creció 5.18 por ciento respecto al año anterior, tendencia que fue disminuyendo en los siguientes

3 años, hasta niveles en donde el PIB cayó 6.22 por ciento consecuencia de la crisis de 1995. El promedio de crecimiento de la economía mexicana de 1995 a 2007 fue de 2.94 por ciento, evidenciando que el producto no ha tenido un crecimiento importante, debido a que el objetivo principal de las autoridades es la estabilidad monetaria en detrimento del crecimiento.

La desregulación financiera trajo consigo reformas en el sistema financiero mexicano eliminando los instrumentos tradicionalmente utilizados por el gobierno tales como: a) restricciones a las tasas de interés pasivas; b) el encaje legal; c) distribución selectiva del crédito; y d) altas tasas de inflación. La tasa pasiva en México se modificó con colocaciones de deuda interna, para disminuir la importancia del encaje legal y a partir de 1994, la tasa de interés se determinó por el mercado (Levy, 1996).

La desregulación financiera generó un período de alta volatilidad en las tasas de interés; de esta forma, surgió un fuerte vínculo entre el tipo de cambio y la tasa de interés. Dicha vinculación se puede apreciar en la gráfica 2, en donde existe una relación inversa entre el tipo de cambio y la tasa de interés en México después de la desregulación financiera.

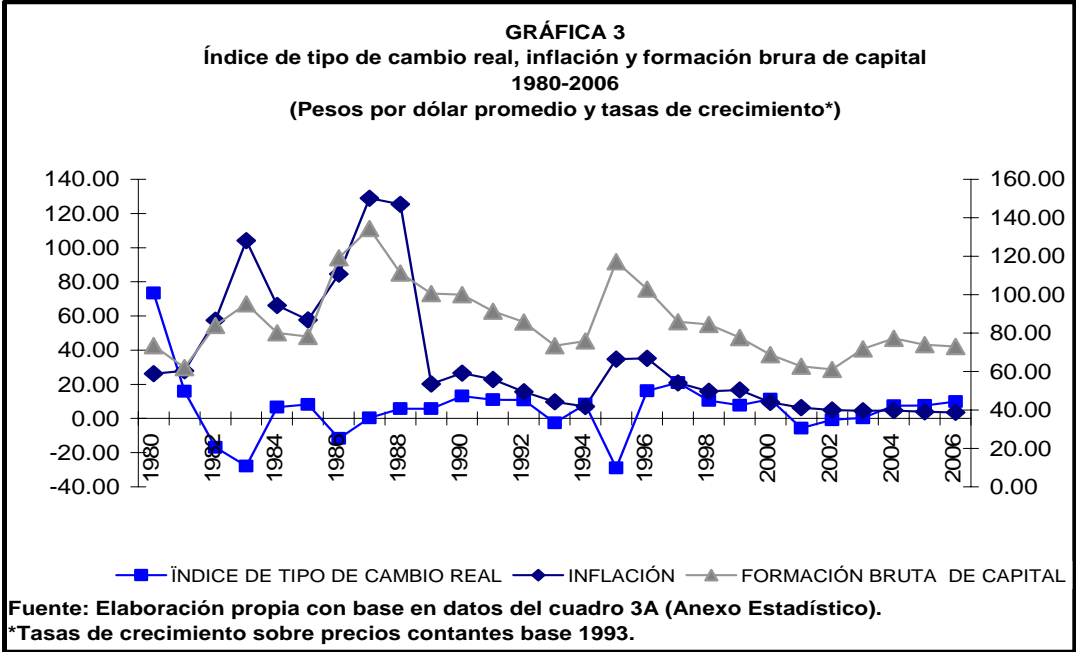


A principios de los años noventa, se incrementó la entrada de capitales externos, se llevó a cabo la renegociación de la deuda externa en 1989 (con el Plan Brady) y se sanearon las finanzas públicas, reduciendo el riesgo país. Las bajas tasas de interés de Estados Unidos, junto con el incremento de las tasas de interés internas generadas por la liberalización financiera, crearon condiciones para el aumento del flujo de capital extranjero a México (Ver cuadro 2). Cabe mencionar que estos capitales de extranjeros fueron principalmente de corto plazo.

CUADRO 2 TASAS DE INTERÉS (MÉXICO-ESTADOS UNIDOS) E INVERSIÓN EXTRANJERA INDIRECTA (1988-2006)			
AÑO	(Dólares al cierre de mes)		(Tasas de crecimiento)*
	CETES A 91 DIAS	PRIME	INVERSIÓN EXTRANJERA INDIRECTA
1988	63.98	9.32	-194.18
1989	44.77	10.87	-1.52
1990	35.03	10.01	304.28
1991	19.82	8.46	388.27
1992	15.89	6.25	32.77
1993	15.50	6.00	40.16
1994	14.62	7.14	-89.75
1995	48.24	8.83	-817.84
1996	32.91	8.27	-127.80
1997	21.26	8.44	2.48
1998	26.18	8.35	-116.09
1999	22.38	7.99	-566.42
2000	16.15	9.23	-85.94
2001	12.24	6.92	172.24
2002	7.46	4.68	-95.78
2003	6.51	4.12	1,591.50
2004	7.10	4.34	242.95
2005	9.33	6.19	150.77
2006	7.30	7.96	-3.30

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México. Informe anual. Varios años
*Tasas de crecimiento sobre precios constantes base 1993

En México, los movimientos de capitales explican la sobrevaluación y subvaluación del peso; la combinación del déficit externo y fiscal genera riesgo cambiario que desemboca en devaluaciones del tipo de cambio, trayendo consecuencias negativas sobre la inversión como son las altas tasas de interés activas e inflación como se muestra en la gráfica 3 (Levy, 1998).



3.2. La autonomía del Banco de México.

Durante 1992, se implementaron reformas a la Ley de instituciones de crédito para regular las agrupaciones financieras, así como la participación de capital nacional y extranjero en la banca y las sociedades controladoras de grupos financieros. En 1993, se dio a conocer la iniciativa de reforma constitucional para brindar la autonomía del banco central, y se crea el sistema internacional de cotizaciones, que se refirió a los valores extranjeros que fueran objetos de intermediación en México (Ortiz, 1994).

La autonomía del Banco de México implica que ninguna autoridad pueda exigirle la concesión de crédito, lo cual garantiza el control interrumpido del instituto

central sobre el monto del dinero (billetes y monedas) en circulación. La finalidad de la autonomía fue que la operación del banco central sea conducente a la conservación del poder adquisitivo de la moneda nacional. Esto quiere decir que los precios de todas las cosas se mantengan en el largo plazo.

El Banco de México sustenta su autonomía en tres aspectos fundamentales:

a) El de carácter legal, integrándose con el mandato constitucional que establece que la misión prioritaria de la institución es la procuración del mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda nacional. Este objetivo está también especificado en la ley vigente del Banco de México promulgada a finales de 1993; b) en la forma en que está integrada la Junta de Gobierno y las normas a que está sujeto su funcionamiento. Conformado con un gobernador y cuatro subgobernadores, funcionarios que son designados por el Ejecutivo pero no pueden ser destituidos de su cargo discrecionalmente; y c) la independencia administrativa que la ley otorgó al Banco de México.

Las reglas monetarias internas y la política del banco central (con el único objetivo de reducir la inflación) hacen que se resigne la política económica para el crecimiento, ya que se obliga a subordinar la política cambiaria y fiscal a tal objetivo (Huerta, 2006). Así entonces, la inflación es controlada a un costo muy alto, ya que atenta sobre las condiciones de liquidez necesarias para la realización de la producción como también la capacidad de liquidez para el funcionamiento del rubro productivo, así como el sector bancario, que ha reducido el crédito a la inversión.

A pesar de la baja inflación, no se redujeron las tasas de interés, debido al contexto de incertidumbre derivado de las consecuencias de la política de estabilización predominante, generándose un contexto de estancamiento y alta vulnerabilidad, con alto costo económico político y social que hará insustentable la autonomía del banco central y la política económica que la acompaña (Huerta, 2006).

Con una economía abierta y altos flujos de capital que financian el déficit del sector externo, los capitales externos ejercen en gran medida presión sobre el banco central, privilegiando las políticas monetarias restrictivas; la consecuente alta tasa de interés para frenar la demanda evitando presiones sobre el sector externo así y sobre el tipo de cambio. Se establece una alta tasa de interés a favor de la demanda por moneda nacional y activos financieros nacionales y la entrada de capitales, para disminuir la inflación impactando negativamente en el sector productivo (Huerta, 2006).

3.3. El sistema bancario mexicano.

Desde el inicio de la desregulación financiera y hasta 1994, hubo un impacto en la estructura del tipo de cambio, utilizado como ancla nominal de la política monetaria, así también, las tasas de interés tuvieron un efecto volátil en este período. Las autoridades siguieron una política de tipo de cambio que fue sobrevaluando la moneda nacional, comenzando desde una perspectiva de subvaluación debida a los ajustes cambiarios de fines de 1987 (Mendoza, 1998).

La falta de mecanismos de supervisión y de control adecuados para vigilar el sistema financiero surgido de la privatización de los bancos comerciales y de la liberalización del sector financiero, provocó la fragilidad del sistema financiero mexicano, que se acrecentó en los años de auge crediticio. La privatización de los bancos, en el periodo de 1991 a 1992, es consecuencia, entre otros factores, de las necesidades que exigía la economía mexicana, es decir: a) un sistema financiero eficaz; y b) una banca múltiple fortalecida. La privatización de la banca en México no fue suficiente para contar con un sistema financiero eficaz, las exigencias de las economías demandan mucho más, de ahí que se haya dado el proceso de extranjerización (López, 2001). Asimismo, esta privatización, formó parte de una estrategia tendiente a la integración de la economía mexicana al proceso globalizador, para que respondiera a las transformaciones de

intermediación bancaria con el mundo; paulatinamente; los bancos ya no sólo reciben depósitos y prestan dinero, ahora se han convertido en emisores de valores, junto con empresas privadas y el propio gobierno, lo que ha llevado al proceso de transformación de la banca comercial en banca múltiple (Berumen, 2004).

Los deudores se vieron imposibilitados a pagar sus deudas por la devaluación del peso, y el aumento de las tasas de interés, pero a ello se suman una serie de irregularidades en cuanto a la administración de los bancos, entre ellos: autopréstamos, préstamos cruzados, operaciones con empresas “*fantasmas*” y desviación de fondos, entre otras; sumado a esto, se implementa un proyecto estructurador en los bancos, formando el Fondo Bancario Para Protección del Ahorro (FOBAPROA), para cubrir un monto de 552 mil millones de pesos, del que era recuperable únicamente el 30 por ciento, ya que de los 18 bancos intervenidos, 13 se fueron a la quiebra total (Berumen, 2004).

Los pronósticos para 1994 no apuntaron hacia una baja en el margen de intermediación bancaria. La falta de fortaleza de la actividad económica continuó afectando el diferencial por sus efectos en la solvencia de las empresas. El saneamiento de las finanzas públicas y la menor demanda de recursos financieros del gobierno federal, contribuirían a acrecentar la participación del sector privado en las carteras de crédito bancario, con los mayores riesgos inherentes. Por último, el sostenimiento de la tasa de capitalización bancaria alcanzada en diciembre de 1993, presionaría fuertemente los márgenes de intermediación a menos que se obtuvieran ahorros significativos en los costos de operación (Mántey, 1994).

Durante el auge crediticio, se gestó la crisis financiera mexicana de 1994 con la devaluación de diciembre de ese año. La especulación contra el peso, el incremento de los precios, y la probabilidad de que fueran pagados los activos denominados en dólares disminuyó, asociado al hecho de que los pasivos de los

bancos en dólares fueron de corto plazo provocando que la inversión de cartera saliera aceleradamente de la economía mexicana (Ver cuadro 3).

CUADRO 3 INDICADORES MACROECONÓMICOS (1990-2007)						
AÑO	(Tasas de crecimiento) ¹		(Promedio anual)			
	PIB	IEI*	TC**	TIE***	CETES A 91 DÍAS	INFLACIÓN
1990	5.16	304.28	2.81	n.d.	35.03	26.54
1991	4.19	388.27	3.02	n.d.	19.82	22.84
1992	3.57	32.77	3.09	n.d.	15.89	15.58
1993	1.95	40.16	3.12	n.d.	15.50	9.78
1994	4.45	-89.75	3.38	n.d.	14.62	6.97
1995	-6.22	-817.84	6.42	55.21	48.24	34.77
1996	5.14	-127.80	7.60	33.61	32.91	35.26
1997	6.77	2.48	7.92	21.91	21.26	20.82
1998	4.93	-116.09	9.14	26.89	26.18	15.90
1999	3.86	-566.42	9.56	24.10	22.38	16.67
2000	6.62	-85.94	9.46	16.96	16.15	9.51
2001	-0.16	172.24	9.34	12.89	12.24	6.39
2002	0.81	-95.78	9.66	8.17	7.46	5.03
2003	1.36	1,591.50	10.79	6.83	6.51	4.56
2004	4.18	242.95	11.29	7.15	7.10	4.69
2005	2.80	150.77	10.89	9.61	9.33	4.00
2006	4.78	-3.30	10.90	7.51	7.30	3.63
2007	3.30	-28.55	10.83	7.78	7.39	3.97

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México. Informe anual. Varios años.
* Inversión extranjera Indirecta
**Tipo de cambio
¹ Tasas de crecimiento sobre precios constantes base 1993

En el cuadro 3 se observa que en 1995, se intentó contener la inversión extranjera indirecta mediante altas tasas de interés como se muestra; esta salida abrupta provocó la caída del producto nacional hasta 6.2 por ciento, posesionándose la economía mexicana en una crisis financiera nunca antes vista; no obstante, el producto interno bruto tuvo una recuperación rápida para 1996 y 1997, manteniéndose estable hasta el año 2000, donde sufre una caída nuevamente como consecuencia de la recesión de Estados Unidos. Cabe mencionar que a partir de este año, los niveles de inflación han disminuido considerablemente.

El gobierno mexicano se convirtió en el principal banquero del país, tras haber comprado la cartera bancaria. En diciembre de 1996, el 25 por ciento de los activos totales del sistema, estaban en el poder del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) (Garrido 1997); esto con la finalidad de que los bancos pudieran cumplir con la norma de capital a activos; se fomentó el Programa de Capitalización Temporal que permitió la capitalización de los bancos, cuya relación activos-capital había quedado por debajo de la norma.

Todo esto se logró mediante la compra de deuda convertible en capital en cinco años por parte del FOBAPROA. Nótese que la compra de esta deuda convertible por parte del FOBAPROA se dio en los años posteriores a la crisis (Ver cuadro 4).

CUADRO 4 FOBAPROA (1991-2000) (Millones de pesos precios constantes base 1993)		
AÑOS	CRÉDITO NETO A FOBAPROA	VENTA DE CARTERA A FOBAPROA
1991	-526,77	n.d.
1992	-1.956,09	n.d.
1993	-3.515,00	n.d.
1994	-4.602,77	n.d.
1995	15.500,77	18.411,41
1996	9.956,89	63.163,54
1997	11.526,55	n.d.
1998	10.329,09	n.d.
1999	16.408,29	n.d.
2000	2.688,04	n.d.

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México. Informe anual. Varios años.

La reestructuración del sistema bancario trajo consigo cambios en la propiedad total o parcial de los bancos; la entrada de capital extranjero fue un factor fundamental en este aspecto, debido a las compras de dichas instituciones o aportación de capital mayoritariamente extranjero. Los banqueros mexicanos perdieron gradualmente el control de los bancos principales del país como son Bancomer y Serfín (Mendoza, 1998).

Posterior a la crisis, y a la abrupta caída del producto en 1995, la economía mexicana tuvo un repunte considerable en los dos años posteriores, y se puede observar en la tasa de crecimiento del PIB. No obstante, la crisis asiática, junto con la caída de los precios del petróleo, reprimieron la actividad económica en 1998, como se muestra en cuadro 5; asimismo, la formación bruta de capital fijo tuvo un repunte importante en 1997, mismo que impacto en el PIB de forma directa con un crecimiento del 6.77% para ese año.

Cabe mencionar que después de 1998 la tendencia de la formación bruta de capital, ha ido a la baja; de la misma forma, la tendencia del producto interno bruto ha seguido el mismo curso, y no ha tenido cambios importantes en ese período.

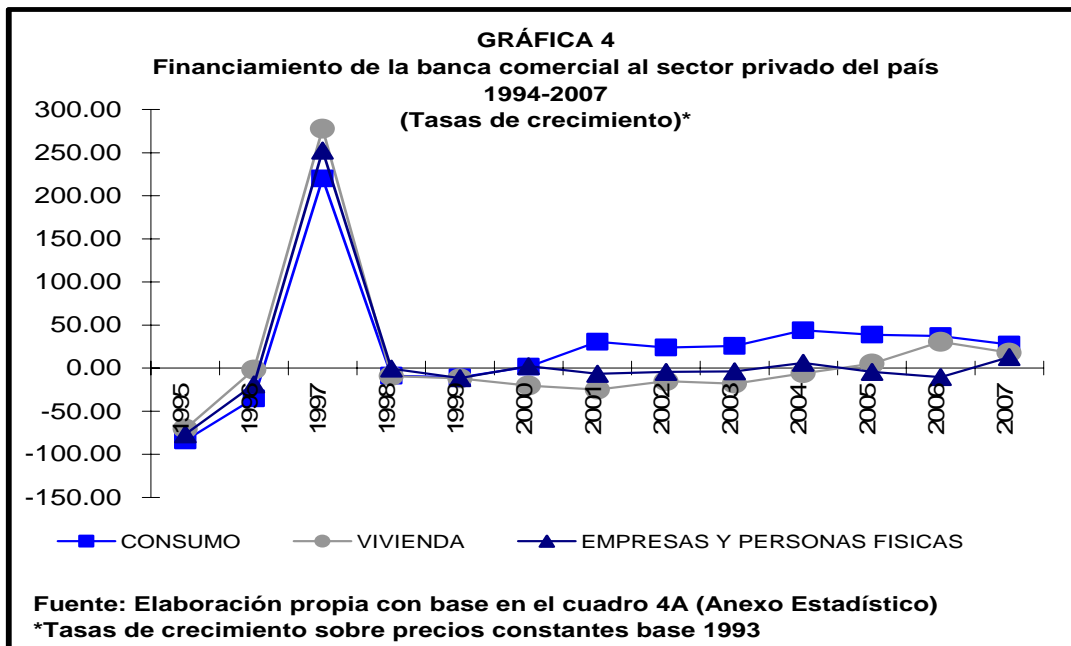
CUADRO 5 PRODUCTO INTERNO BRUTO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (1988-2006) (Tasas de crecimiento)		
AÑOS	PIB*	FBKF***
1988	1.27	5.76
1989	4.13	5.70
1990	5.16	13.15
1991	4.19	10.93
1992	3.57	10.90
1993	1.95	-2.53
1994	4.45	8.35
1995	-6.22	-28.97
1996	5.14	16.25
1997	6.77	21.07
1998	4.93	10.50
1999	3.86	7.70
2000	6.62	11.37
2001	-0.16	-5.63
2002	0.81	-0.70
2003	1.36	0.36
2004	4.18	7.48
2005	2.80	7.60
2006	4.78	10.00
2007	3.30	6.57

Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI. Dirección General de Contabilidad Nacional y Estadísticas Económicas.

****Formación bruta de capital**
***Producto interno bruto**
†Tasas de crecimiento sobre precios constantes base 1993.

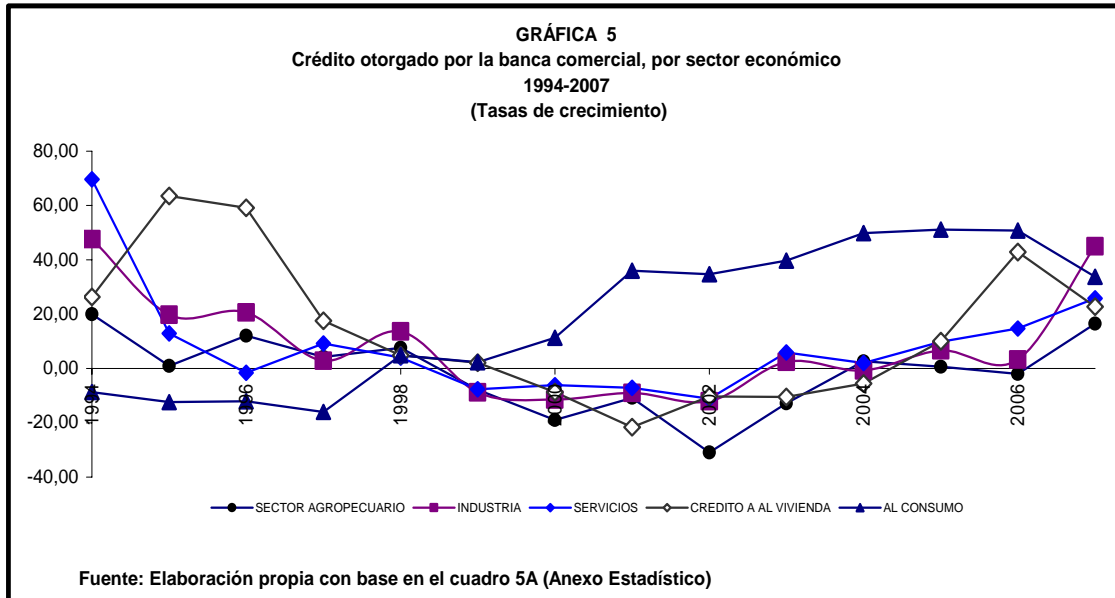
3.4. Financiamiento de la inversión en México.

La función de la banca comercial, es la de fungir como intermediario financiero que canalice recursos de actividades superávitaras a las deficitarias. Posterior a la crisis de 1994, el crédito bancario proporcionado a la inversión productiva, se fue restringiendo de forma importante, tomando mayor importancia el crédito destinado al consumo y a la vivienda como se puede observar en la gráfica 4.



En los años de recuperación económica el crédito bancario tuvo un repunte espectacular, el cual se contrajo un año después, como consecuencia de la caída de los precios del petróleo; y en los últimos 10 años ha seguido la misma tendencia.

No obstante, la cartera bancaria durante el período 1994-2007 se encaminó hacia el crédito al consumo, tomando una participación mayor; el sector agropecuario y el industrial registraron menores tasas de crecimiento (Ver gráfica 5).



Por otro lado, el cuadro 6 muestra que a pesar de que el crédito al consumo ha tenido un repunte en los últimos años, no han dejado de otorgar crédito a las empresas, esto se puede apreciar en la estructura de la cartera de crédito del total de la banca durante los últimos 10 años.

Se aprecia que el mayor porcentaje del crédito de la cartera vigente es comercial, no obstante, el crédito al consumo ha tenido un incremento muy acelerado en los últimos 5 años. Cabe destacar que el crédito comercial otorgado en el período 1997-2005, fue disminuyendo, y en los últimos dos años ha tenido una recuperación importante (Ver cuadro 6).

CUADRO 6 CARTERA DE CRÉDITO POR TIPO (1997-2007) (Estructura porcentual)*							
AÑOS	CARTERA VIGENTE	COMERCIAL	CRÉDITOS A ENTIDADES FINANCIERAS	CONSUMO	VIVIENDA	CRÉDITOS A ENTIDADES GUBERNAMENTALES	CRÉDITOS AL FOBAPROA O AL IPAB
1997	100.00	37.12	1.05	2.99	13.45	9.15	36.25
1998	100.00	35.78	1.69	2.90	12.72	9.91	37.02
1999	100.00	29.56	1.98	3.21	12.81	10.25	42.18
2000	100.00	32.01	1.55	4.06	12.69	17.18	32.51
2001	100.00	31.26	2.00	5.92	12.46	17.59	30.78
2002	100.00	31.27	2.78	7.77	11.67	21.64	24.87
2003	100.00	31.37	2.65	11.63	11.03	21.68	21.64
2004	100.00	35.19	4.08	15.75	11.10	15.77	18.11
2005	100.00	36.29	5.27	22.25	14.81	16.72	4.66
2006	100.00	38.68	4.19	26.45	16.76	12.29	1.62
2007	100.00	57.16	5.09	26.80	16.04	10.39	-

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
*Estructura porcentual con base en saldos al día último de diciembre de cada año.

El crédito comercial otorgado por la banca, ha tenido un repunte en los últimos 2 años (2006 y 2007), sin embargo, no se ha visto reflejado en el crecimiento de la formación bruta de capital fijo, y el origen de esta peculiaridad, es que aunque ha estado dirigido a las empresas, la mayoría es de corto plazo, y esto se puede observar claramente, en la estructura del crédito bancario.

En el cuadro 7, se muestra que en el período de 1998-2007, el destino del crédito otorgado por la banca a las empresas fue canalizado al capital de trabajo, como son pagos de nómina o compra de materias primas; y que realmente un porcentaje menor es el que se dirige a la inversión productiva. Nótese, que en 1998 el porcentaje de crédito a capital de trabajo por parte de las empresas fue de 55.60 por ciento, y para el año del 2007 ascendió a 66.78, más de diez puntos porcentuales en 9 años. En contraparte el crédito de largo plazo, es decir, el dirigido a la inversión, en 1998 ascendió a 16.95 por ciento y para el año 2007 se mantuvo en 14.42 por ciento, es decir, la inversión cayó en 2.53 puntos porcentuales.

CUADRO 7 DESTINO DEL CRÉDITO BANCARIO (1998-2007) (Estructura porcentual)						
AÑOS	CAPITAL DE TRABAJO	RESTRUCTURACION DE PASIVOS	OPERACIONES DE COMERCIO EXTERIOR	INVERSIÓN	OTROS PROPÓSITOS	TOTAL
1998	55.60	13.13	9.15	16.95	5.18	100.00
1999	60.28	11.83	7.90	16.50	3.50	100.00
2000	61.35	14.80	7.78	13.13	2.95	100.00
2001	62.50	12.58	7.40	14.00	3.53	100.00
2002	63.50	14.10	7.63	12.15	2.63	100.00
2003	64.43	11.25	7.60	11.55	5.18	100.00
2004	61.00	13.55	8.35	13.75	3.40	100.00
2005	63.20	12.30	6.10	15.38	3.03	100.00
2006	64.63	10.23	5.10	15.28	4.78	100.00
2007	66.79	9.36	5.28	14.42	4.16	100.00

Fuente: Elaborado con base en datos del Banco de México, Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio para el total de las empresas.

En el cuadro 7 se observa que el porcentaje mayor del destino del crédito bancario está dirigido a capital de trabajo, dejando a segundo término la inversión, evidenciando notablemente que el crédito otorgado por la banca no está siendo canalizado a la inversión de largo plazo.

El total de las empresas financiada por proveedores en el año de 1998 fue de 44.43 por ciento, y para el 2007 fue de 61.81 por ciento, un incremento del 16.38 puntos porcentuales que muestra cuál es la principal fuente de financiamiento de las empresas, como se puede observar en el cuadro 8, la participación de los proveedores en el financiamiento de las empresas es cada vez más importante.

CUADRO 8 FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS (1998-2007) (Estructura porcentual)								
AÑOS	CREDITO TOTAL	PROVEEDORES	BANCOS COMERCIALES	BANCOS EXTRANJEROS	OTRAS EMPRESAS DEL GRUPO CORPORATIVO	BANCOS DE DESARROLLO	OFICINA MATRIZ	OTROS PASIVOS
1998	100.00	40.43	27.03	9.63	13.48	4.25	2.83	2.38
1999	100.00	47.40	25.00	7.35	12.83	2.90	2.95	1.58
2000	100.00	50.45	23.28	6.33	13.05	2.25	3.15	1.50
2001	100.00	53.53	21.20	5.40	12.63	2.23	3.25	1.78
2002	100.00	56.08	19.70	4.38	13.05	2.28	3.30	1.23
2003	100.00	57.13	19.48	3.43	12.73	2.33	3.40	1.53
2004	100.00	56.85	19.33	3.38	13.25	2.23	3.33	1.65
2005	100.00	59.08	18.18	2.50	12.65	1.95	4.20	1.45
2006	100.00	60.33	18.68	2.93	12.03	1.13	3.83	1.10
2007	100.00	61.81	17.31	2.38	12.59	1.73	3.08	1.10

Fuente: Elaboración personal con base en datos del Banco de México, Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio.

En el cuadro 8, se observa que en el período 1988-2007, las empresas cada vez recurren menos al crédito bancario, y prefieren financiarse directamente con sus proveedores. No obstante, la banca comercial sigue siendo la segunda fuente de financiamiento de las empresas. Cabe destacar que el financiamiento con otras empresas del grupo corporativo, ha mantenido una importancia preponderante, durante los últimos diez años, contrastando con la banca de desarrollo, donde su participación es cada vez es menor.

Un factor importante para que las empresas no acudan por créditos bancarios en los últimos 10 años son las altas tasas de interés impuestas por la banca comercial, seguido por la incertidumbre sobre su situación económica y la negativa por parte de la banca, según la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio, como se observa en cuadro 9.

CUADRO 9 MOTIVO POR EL CUAL LAS EMPRESAS NO UTILIZARÓN CRÉDITO BANCARIO (1998-2007) (Estructura porcentual)										
AÑOS	ALTAS TASAS DE INTERÉS	PROBLEMAS DE DEMANDA POR SUS PRODUCTOS	NEGATIVA DE LA BANCA	INCERTIDUMBRE SOBRE LA SITUACION ECONOMICA	PROBLEMAS DE RESTRUCTURACIÓN FINANCIERA	RECHAZO DE SOLICITUDES	CARTERA VENCIDA	PROBLEMAS PARA COMPETIR EN EL MERCADO	OTROS	TOTAL
1998	30.90	6.83	15.53	17.60	8.15	5.35	6.23	4.88	4.55	100.00
1999	34.18	3.93	19.85	13.38	10.35	4.35	6.50	3.85	3.63	100.00
2000	35.10	3.40	18.98	15.40	9.13	5.98	5.83	4.53	1.68	100.00
2001	29.75	4.93	15.65	20.18	9.40	7.45	4.35	4.80	3.50	100.00
2002	25.25	5.03	18.38	21.30	11.73	8.95	4.38	4.30	0.73	100.00
2003	22.28	6.15	13.30	22.13	9.68	9.20	3.73	5.33	8.25	100.00
2004	23.83	6.80	12.30	16.75	11.28	10.18	4.23	5.85	8.83	100.00
2005	29.25	5.40	9.58	13.85	11.53	10.40	3.08	4.78	12.15	100.00
2006	27.43	4.63	10.43	12.05	6.73	10.43	2.58	5.45	20.30	100.00
2007	31.55	4.55	10.27	11.59	7.89	11.35	3.10	5.51	14.20	100.00

Fuente: Elaboración personal con base en datos del Banco de México, Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio.

Cabe destacar la existencia de dos factores por el cual las empresas han decidido diversificar sus fuentes de financiamiento: por una parte, los deudores potenciales no están dispuestos a endeudarse a pesar de tener la voluntad de pagar una tasa de interés mayor, en el caso particular de México, por las bajas expectativas de crecimiento económico. Por la otra: la tasa de interés elevada y los contratos que determinan los términos del crédito a otorgarse, son utilizados por la banca como recursos filtro que induzca al prestatario a tomar acciones a favor de la banca, así como a atraer a los deudores de bajo riesgo, desalentando a los prestatarios a demandar créditos ofertados bajo ciertos términos por la banca.

3.5. La tasa de interés y la inversión en México: 1988-2007.

La política monetaria aplicada en el período de 1988 a 2007 ha estado encaminada hacia un régimen de objetivos inflación, subordinada al régimen cambiario, mediante el tipo de cambio, tasas de interés y oferta monetaria. Es decir, la política monetaria en México está orientada a la estabilización.

Para que exista financiamiento y fondeo de la inversión, es necesaria la existencia de precios estables de activos financieros, particularmente de las tasas de interés de corto y largo plazos, así como tipos de cambio predecibles para evitar fuertes cambios en el precio de la oferta y la demanda. Esto debido a que una variación en las predicciones de los rendimientos futuros de los activos financieros, provocan cambios en la tasa de interés e impactan directamente sobre el precio de la demanda y de manera implícita sobre el precio de la oferta por medio de alteraciones en el riesgo del prestamista, así como del prestatario y la utilización de los fondos internos; sumado a esto, las devaluaciones sobre el precio de la oferta de capital, el precio de los títulos financieros y la tasa de interés (Levy, 1998).

Como consecuencia de la desregulación financiera, se han registrado cambios en la variabilidad y el monto de la tasa de interés, ya que se ha hecho inestable, así también en el régimen del tipo de cambio; el impacto ha sido más notable en países como México y se aprecia en la inestabilidad de la tasa de interés, incrementándose abruptamente la actividad bursátil de activos financieros sobre todo de corto plazo y desvinculados completamente de la inversión y una modificación del tipo de cambio de fijo a variable. Los efectos de la desregulación financiera se evidencian en la alta movilidad de flujos de capital, tanto de entrada como de salida, impactando directamente en la determinación de la tasa de interés y tipo de cambio. Esto ha eliminado los mecanismos “compensatorios” destinados a fondear la inversión, así también se ha impedido al mercado de valores convertirse en una opción para el fondeo de ésta en la época actual.

Con el proceso de desregulación financiera, las tasas de interés, se volvieron inestables, y fueron utilizadas para impedir los movimientos del tipo de cambio, y también para atraer divisas, para que existiera equilibrio en la balanza de pagos, incrementado la tasa de interés, siendo la especulación un determinante del

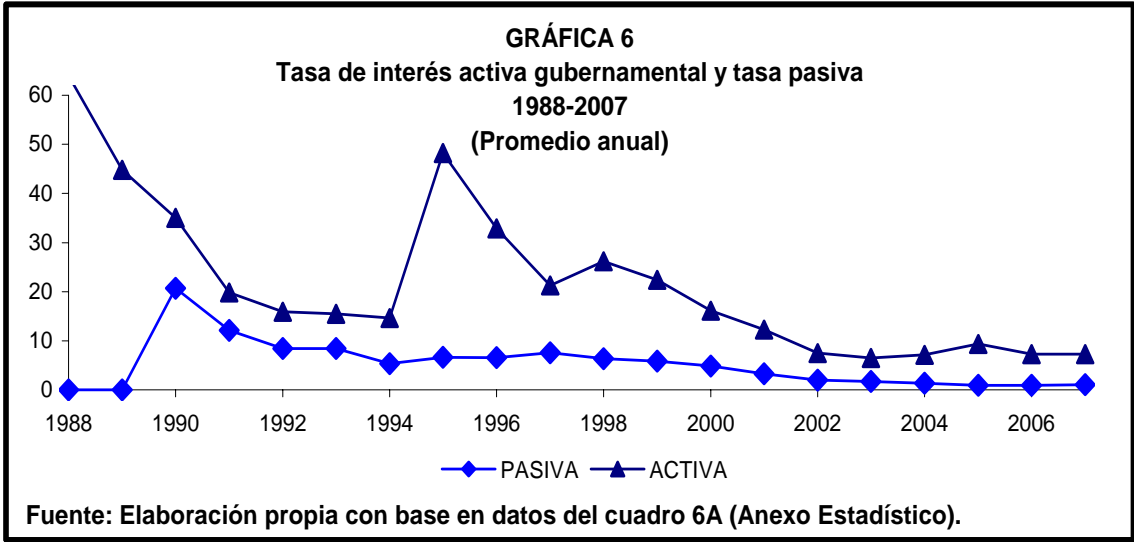
interés, convirtiendo ésta en errática. Hasta el año de 1978³ la tasa de interés fue determinada por el Banco de México y durante este período no mostró cambios significativos. Posterior a las reformas implantadas por el sistema financiero mexicano, se liberó la tasa de interés activa en 1991 con la eliminación del encaje legal. Con la apertura del mercado de capitales y la autonomía otorgada al Banco de México en 1993, se liberaron los recursos bancarios del sector gubernamental, permitiendo así dirigirse al sector privado y la tasa de interés pasó a ser determinada por el mercado; es decir, por las fuerzas del mercado (ver cuadro 10) (Levy, 1998).

CUADRO 10 TASA ACTIVA Y PASIVA (1976-2007) (Promedio anual)				
AÑOS	DEPÓSITOS DE AHORRO	A PLAZO FIJO 2 MESES	TASA DE FONDEO BANCARIO	CETES A 91 DÍAS
1976	n.d.	8.00	n.d.	n.d.
1977	n.d.	8.00	n.d.	n.d.
1978	n.d.	8.67	n.d.	10.55
1979	n.d.	12.30	n.d.	15.06
1980	n.d.	19.34	n.d.	22.58
1981	n.d.	25.58	n.d.	30.85
1982	n.d.	38.53	n.d.	45.73
1983	n.d.	57.39	n.d.	59.45
1984	n.d.	48.84	n.d.	49.65
1985	n.d.	55.23	n.d.	63.69
1986	n.d.	75.91	n.d.	88.71
1987	n.d.	92.44	n.d.	102.83
1988	n.d.	52.70	n.d.	63.98
1989	n.d.	30.85	n.d.	44.77
1990	20.72	27.88	n.d.	35.03
1991	12.11	16.57	n.d.	19.82
1992	8.45	14.48	n.d.	15.89
1993	8.41	15.06	n.d.	15.50
1994	5.38	13.32	n.d.	14.62
1995	6.67	38.12	n.d.	48.24
1996	6.58	24.70	n.d.	32.91
1997	7.57	14.66	n.d.	21.26
1998	6.38	13.75	33.37	26.18
1999	5.86	9.61	17.54	22.38
2000	4.86	6.27	17.75	16.15
2001	3.26	4.74	7.27	12.24
2002	2.00	2.85	7.43	7.46
2003	1.72	2.35	5.54	6.51
2004	1.36	2.05	8.33	7.10
2005	0.93	2.63	8.67	9.33
2006	0.93	2.51	7.03	7.30
2007	1.10	2.44	7.26	7.30

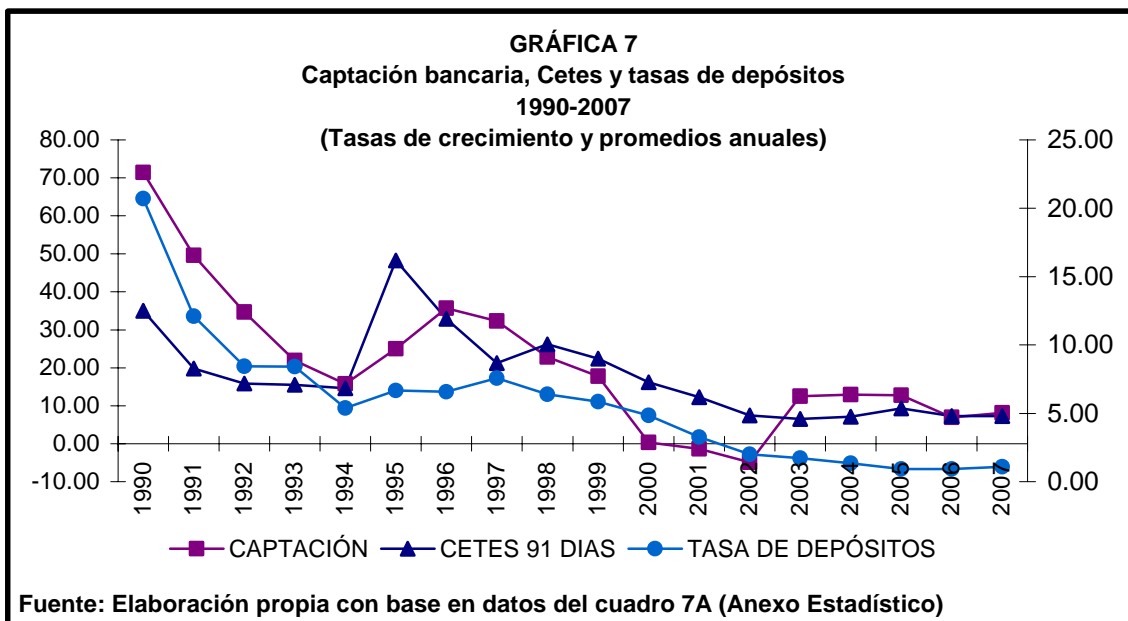
Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI. Banco de información económica.

³ Después de 1978, como consecuencia del rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods, la tasa de interés pasiva empezó a modificarse semanalmente al implementar la emisión de deuda por parte del Estado en CETES, PETROBONOS etc.

El cuadro 10 muestra que la tasa pasiva a plazo fijo de dos meses, no presentó cambios significativos, cuando era determinada por el Banco de México en 1976 y hasta 1978. Hasta 1987, la tasa de interés de deuda pública permaneció en ascenso; en los años subsecuentes y hasta 1994, mostraron un descenso. En el año de 1995 se incrementaron notablemente en 38.12 por ciento, para descender posteriormente en el años del 1996 y 1997 hasta 14.66, considerando de esta manera que la desregulación financiera provocó un período de alta volatilidad en las tasas de interés (ver gráfica 6).



Hasta 1994, las tasas de interés de rendimiento de los activos sin riesgo se mantuvieron altas, incluso por encima de la tasa de depósitos, lo cuál generó una reducción de la captación bancaria (ver gráfica 7); teniendo una ligera recuperación en los años posteriores de mayor desempeño económico. No obstante, la tendencia de la captación bancaria se mantuvo en declive hasta el año del 2002 mostrando una ligera recuperación en los últimos cinco años.



Al existir una tasa de interés en los depósitos bancarios menor que en los instrumentos de renta fija sin riesgo, los bancos encuentran dificultades para seguir prestando debido a que no reponen su fondo “revolvente”⁴ en la captación bancaria (Levy, 1998).

La tasa de los CETES es determinada por el banco central en función de las reservas internacionales, posteriormente con base en esta tasa establecida, los bancos determinan la tasa de depósitos; la prioridad, es definir la cuantía de deuda pública para mantener la estabilidad de precios mediante los CETES, que preside a todas las demás tasas de interés.

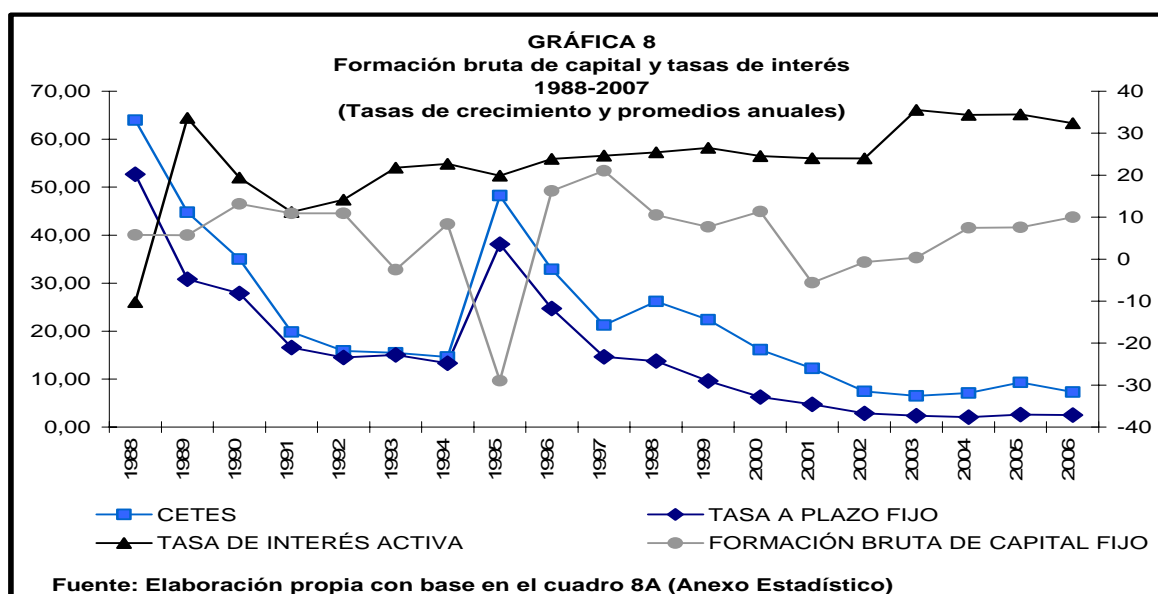
De esta forma el Estado interviene de forma indirecta en la determinación de la tasa de interés, respondiendo a las necesidades de activos financieros

⁴ El financiamiento de corto plazo está en función de las reservas bancarias que contienen además de depósitos, activos financieros que no necesariamente representan recursos reales y su objetivo es cubrir los gastos necesarios durante el periodo de producción e instalación de bienes de capital fijo. El productor de bienes de capital fijo pide prestado para cubrir los gastos de capital circulante, y a su vez, el comprador de estos bienes pide prestado para pagar cuando le sean entregadas. Ese tipo de financiamiento tiene la característica de ser un fondo “revolvente,” es decir, los créditos deben ser restituidos en un período breve para que los bancos continúen otorgando crédito (Levy, 1998).

internacionales, afectando el costo y oferta del financiamiento de corto plazo así también la estabilidad del sistema financiero. (Levy, 1998).

Los mecanismos deficientes de fondeo a la inversión fueron fundamentales para la desincentivación de éstos, dado que en el período de Salinas de Gortari (1988-1994), hubo un incremento en la oferta de los créditos bancarios. No obstante, se pudo observar que la caída de los rendimientos atrajo captación de los ahorros generados por la inversión (*ex-post*).

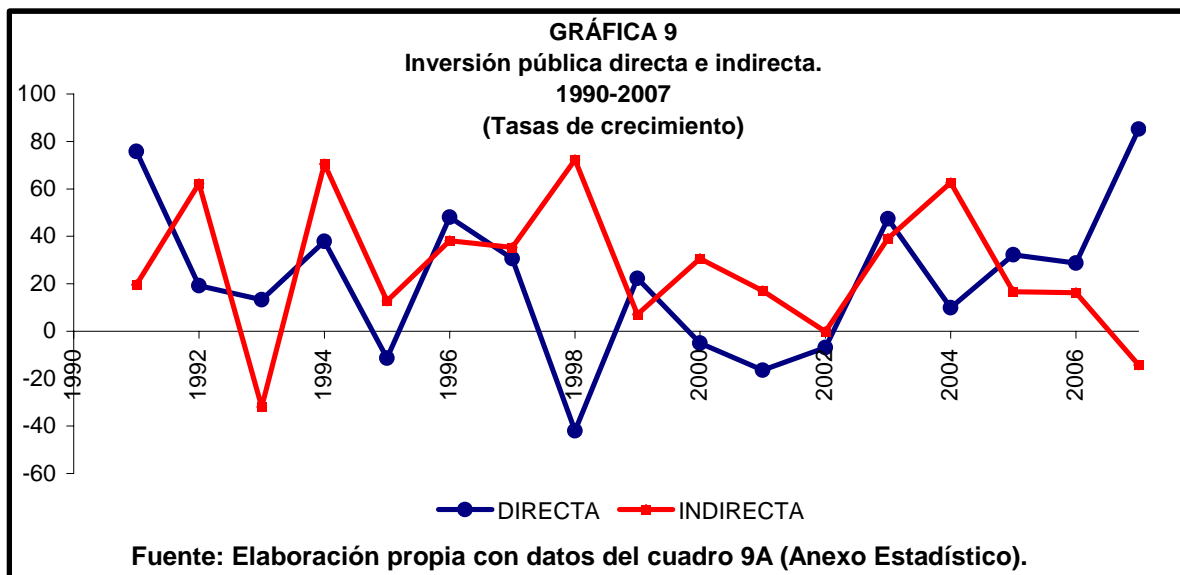
El comportamiento de los CETES, impactó en las tasas de interés activas, dado que éstas se mantuvieron en un nivel muy alto con relación a las tasas de interés internacionales. De esta manera, se aprecia en el período posterior a la desregulación financiera, y hasta 1994, que las tasas de interés no determinaron el crecimiento de la inversión productiva, contrario a esto, sólo provocaron una caída en ésta, resultado de la volatilidad de las mismas. Consecuentemente, la inversión productiva comenzó a desvincularse del sistema bancario (ver gráfica 8).



En la gráfica 8 se muestra la relación inversa entre la volatilidad de tasas de interés y la formación bruta de capital, así también, el diferencial en la última

década de la tasa de interés activa y el crecimiento tan escaso de la inversión productiva con apenas un promedio de 5.75 por ciento en las últimas dos décadas.

Con las tasas de interés volátiles, se produjo mayor incertidumbre, lo que generó márgenes de intermediación bancaria de tipo monopólico; la sobre/subvaluación del peso provocó desequilibrios en la cuenta corriente que deprimió la actividad económica interna y distorsionó el precio de los activos financieros, generando mayores rendimientos para los instrumentos fijos que los variables. Esto condujo, al riesgo cambiario, reduciendo así las expectativas de los rendimientos futuros de la inversión productiva; y por lo tanto, del volumen de gasto en la inversión (Levy, 1998). Es por esto que se dinamizó el mercado de valores, incrementándose la emisión de activos financieros de corto plazo, totalmente desvinculados de la inversión productiva, tomando mayor importancia la especulación financiera en donde la inversión pública en su mayoría es indirecta (ver gráfica 9).

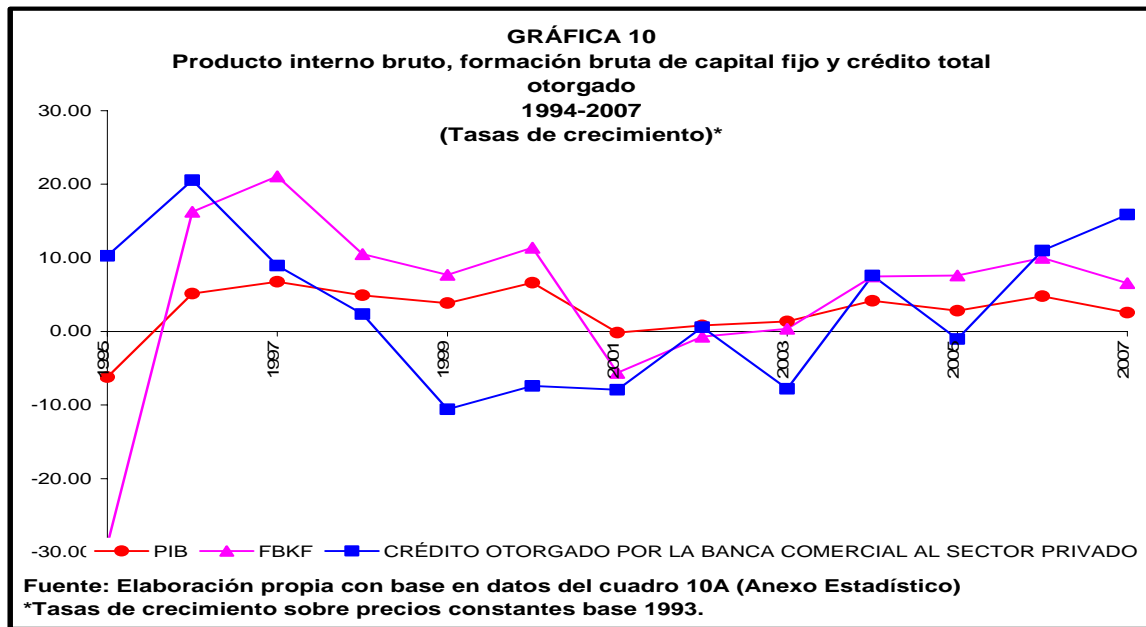


Desde la crisis de 1995, la evolución económica y financiera del país cumple con rasgos contradictorios, ya que si bien se produjo una rápida y marcada recuperación de la actividad económica luego de la caída que acompañó a la

crisis, también se presentaron dos graves fenómenos, por una parte, el colapso bancario y la consecuencia en una “economía sin crédito” y, por la otra, el estancamiento del mercado interno (Garrido, 2005).

La importancia de la tasa de interés representa un desafío extraordinariamente confuso, debido a que refleja el grado de coordinación entre los fenómenos del financiamiento y la especulación internacional en relación a las necesidades del financiamiento de la producción en el país.

La formación bruta de capital fijo (FBKF) muestra cambios durante el *boom* crediticio⁵ con un incremento de tres puntos porcentuales. Al contraerse el crédito, la inversión también lo hace, como consecuencia, la producción disminuye. La rápida recuperación del crecimiento del producto y especialmente de la inversión y la disminución del crédito, sugiere escasos vínculos entre las variables tal y como sucede en otras economías (Gómez, 2000).



⁵ Después de la desregulación financiera la economía creció a un ritmo de 4% y el volumen de crédito interno comenzó a ser importante para los supervisores bancarios, la banca extendió créditos dudosos, con probabilidades de no pagos generando un *boom* crediticio.

En los años posteriores a la crisis de 1995, el racionamiento de crédito fue evidente, sobre todo el dirigido al sector privado, como se observa en la gráfica 10, con una mejoría en los últimos dos años, pero sin ser todavía de verdadera importancia.

El rumbo de la política monetaria presentó la misma tendencia, respaldada legalmente y siguiendo metas objetivo como estrategia fundamental de la economía nacional. Así pues en el plan nacional de desarrollo 1995-2000, se plantearon objetivos en materia de estabilidad de precios y de un crecimiento de la economía mediante la conducción de la política monetaria, influyendo ésta en el comportamiento de los precios, que a su vez, desde el enfoque de este plan, constituye el punto de relevancia para toda la actividad económica.

Se planteó crear un clima de estabilidad, para así, generar ahorro interno e inversión en proyectos productivos. El objetivo de Banco de México (mantener el poder adquisitivo de la moneda) fue promovido sobre la expansión de crédito interno; así pues, el texto constitucional estableció que ninguna autoridad podrá ordenarle que conceda financiamiento. El Banco de México utiliza el crédito interno como instrumento fundamental para influir sobre el nivel precios y sobre las expectativas de los ahorradores e inversionistas. Con esto se explica el racionamiento de crédito por parte de la banca, así también el porque no se ha destinado éste en las últimas décadas a la inversión productiva.

En efecto, el Gobierno Federal concede al Banco de México, la autoridad para perseguir sus principales objetivos, que es la estabilidad de precios, para generar confianza en detrimento de la inversión productiva y el crecimiento económico.

La política monetaria implementada por el Banco de México en el año de 1999 llamada “metas inflación”, es el eje de la estrategia monetaria que implica el compromiso de la autoridad monetaria para alcanzar una meta u objetivo de tasa de inflación propuesto al inicio de cada año, utilizando para ello el conjunto de

instrumentos a su disposición (Galindo, 2006). De esta manera el ancla nominal de la política monetaria es la tasa de inflación, aunada a la autonomía del Banco de México, que utiliza a la tasa de interés como principal instrumento.

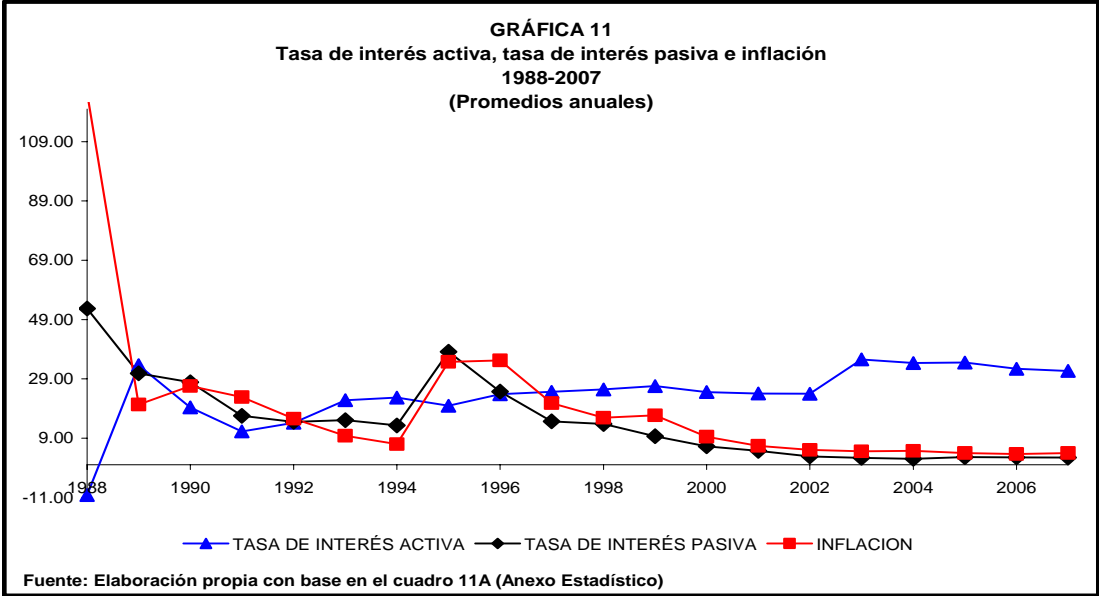
El banco central utiliza al "corto" como principal instrumento de la política monetaria para impactar de forma indirecta en el conjunto de las tasas de interés. De esta forma el Banco de México durante los últimos años ha conseguido el objetivo de disminuir la inflación, mediante el corto, influyendo en las tasas de interés, manteniendo éstas una tendencia alcista, trayendo consigo un efecto negativo en la inversión y un crecimiento insuficiente del producto nacional (ver cuadro 11).

CUADRO 11		
"CORTO" MONETARIO Y TASA DE INTERÉS		
(1998-2007)		
AÑOS	(Promedios anuales)	
	"CORTO" MONETARIO	TASA DE INTERÉS ACTIVA
	(En millones de pesos diarios)	
1998	66.66	25.46
1999	160.00	26.53
2000	258.33	24.56
2001	350.00	24.06
2002	353.33	24.01
2003	431.91	35.57
2004	169.76	34.37
2005	63.52	34.47
2006	79.00	32.41
2007	79.00	31.69

Fuente: Elaboración propia con datos del centro de estudios de finanzas públicas de la H. Cámara de diputados, y Banco de México. Informe anual. Varios años.

En los años de 2001 y 2003, el crecimiento económico se desaceleró rápidamente; no obstante, el comportamiento de la media de éste, sólo ha alcanzado la cifra de 2.91, este crecimiento ha sido insuficiente para la economía mexicana. Es así como, la inversión productiva en la economía nacional, ha sido

sacrificada por objetivos de política monetaria llevados por el Banco de México enfocados al control de la inflación, como tarea primordial de la autoridad monetaria, reflejándose de manera significativa en el crecimiento de la economía nacional que hasta ahora ha sido insuficiente. En el período de 1994-2007 los movimientos de las tasas de interés no han sido tan abruptos; sin embargo, no se ha visto reflejado, en una mejoría de la inversión productiva en el país.



Es así como después de la década de los años ochenta, la asignación de recursos para el financiamiento de proyectos productivos ha ido descendiendo notablemente como consecuencia en primera instancia, de la eliminación de topes a la tasa de interés en el año de 1988, el riesgo que implican las inversiones de largo plazo, traducido en el desplazamiento de ésta por la corto plazo, y por el objetivo principal del Banco de México (mantener el poder adquisitivo de la moneda) (ver gráfica 11).

Por lo tanto, la inestabilidad financiera, ha traído como consecuencia un bajo crecimiento económico, desarrollando la desarticulación de la relación capital

financiero y productivo, esto se puede apreciar en la composición de los agregados monetarios (ver cuadro 12).

CUADRO 12 AGREGADOS MONETARIOS (1988-2007) (Como proporción del PIB)		
ANOS	M1*	M4**
1988	3.89	26.69
1989	4.00	29.35
1990	4.66	32.49
1991	6.84	35.77
1992	9.85	36.47
1993	10.51	41.19
1994	10.46	44.02
1995	7.52	41.42
1996	7.52	38.87
1997	8.43	39.33
1998	8.57	40.83
1999	8.61	42.27
2000	8.76	41.63
2001	9.54	44.84
2002	10.49	46.33
2003	10.66	46.94
2004	11.50	50.02
2005	11.49	51.63
2006	11.73	52.47
2007	13.12	59.64

Fuente: Elaboración propia con base en datos del banco de México. Informe anual. Varios años

***M1= Cantidad total de billetes y monedas emitidos por el banco central en poder del público y depósitos no generadores de intereses mantenido por las instituciones financieras públicas o privadas en el banco central.**

****M4= M3+captación de sucursales y agencias de bancos mexicanos en el exterior**

Tomando en cuenta que M4, son todos los activos financieros; es decir, dinero crédito creado por los bancos, dinero que nunca llega a la esfera de la producción, entonces se puede considerar el impacto negativo sobre la inversión productiva al observar la gran brecha entre M1 y M4.

En el cuadro 11, se observa que para 1994 la base monetaria (M1) como porcentaje del PIB fue de 10.46 contra 44.02 de M4, lo cual muestra que el dinero

que reactiva en la economía (la base monetaria), es cada vez menor; contrario a esto, la M4 que son documentos, crédito y dinero bancario, se ha incrementado cada vez más, dado que para el año 2007, la base monetaria como porcentaje del PIB ascendió a 13.12 contra 54.64 de M4.

Así pues, esta característica se puede observar también en la estructura de los activos y pasivos de la banca comercial, en donde como se observa en el cuadro 13, la cartera vigente sigue teniendo una importancia preponderante; sin embargo, como se analizó anteriormente, estas cifras no revelan la estructura del crédito, debido a que en realidad el porcentaje destinado a la inversión productiva no es tan importante como se muestra en este cuadro. Así también, las inversiones en valores por parte de la banca comercial se han mantenido en una constante, sin llegar a ser determinantes todavía en el destino de los recursos de la banca comercial.

CUADRO 13 ACTIVOS DE LA BANCA COMERCIAL (1997-2007) (Estructura porcentual)*						
AÑOS	ACTIVOS TOTAL	DISPONIBILIDADES	INVERSIONES EN VALORES	OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS	CARTERA VIGENTE	CARTERA VENCIDA
1997	100.00	8.84	14.13	0.12	63.07	8.07
1998	100.00	10.98	12.05	0.16	62.41	7.95
1999	100.00	14.39	15.41	0.23	59.96	5.86
2000	100.00	14.62	13.48	0.23	59.96	3.70
2001	100.00	18.12	16.63	0.51	54.89	2.98
2002	100.00	15.24	15.24	0.46	56.16	2.68
2003	100.00	20.64	20.64	0.72	51.55	1.68
2004	100.00	20.83	20.83	1.77	50.07	1.29
2005	100.00	18.32	18.32	3.05	50.35	0.93
2006	100.00	14.68	14.68	4.79	52.87	1.08
2007	100.00	16.71	13.11	5.21	56.00	1.46

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
 *Estructura porcentual con base en saldos al día último de diciembre de cada año.

La importancia radica en la estructura de los pasivos de la banca comercial, porque las estadísticas muestran que la mayoría de los pasivos son de corto

plazo, es decir, la captación bancaria es a un plazo menor de un año, como muestran los depósitos de exigibilidad inmediata, los cuales en 1997 ascendían a un 22.44 por ciento, y para el 2007 el total fue de 41.15 por ciento. En contraparte los depósitos a plazos mayores, fueron de 47.56 por ciento en 1997, porcentaje que descendió a 31.62 por ciento para el 2007; lo cual muestra que la mayoría de los pasivos de los bancos son a menos de un año, motivo por el cual los bancos no pueden colocar el dinero de los ahorradores en el largo plazo, dado que son de exigibilidad inmediata, es decir, los agentes económicos prefieren tener liquidez (ver cuadro 14).

CUADRO 14 PASIVOS DE LA BANCA COMERCIAL 1997-2007 (Estructura porcentual)*					
AÑOS	PASIVOS	DEPÓSITOS DE EXIGIBILIDAD INMEDIATA	DEPÓSITOS A PLAZO	BONOS BANCARIOS	PRÉSTAMOS INTERBANCARIOS
1997	100.00	22.44	47.56	5.84	17.38
1998	100.00	21.85	49.31	5.15	17.77
1999	100.00	23.82	49.59	2.72	19.00
2000	100.00	28.45	43.65	1.04	18.67
2001	100.00	33.85	44.01	0.57	14.07
2002	100.00	37.67	38.52	0.46	14.19
2003	100.00	38.87	38.46	0.05	10.50
2004	100.00	37.49	38.64	0.06	11.56
2005	100.00	41.03	35.73	0.17	8.06
2006	100.00	41.26	31.92	0.63	6.01
2007	100.00	41.15	31.62	1.62	4.94

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
 *Estructura porcentual con base en saldos al día último de diciembre de cada año.

Con lo antes mencionado, se observa que la desregulación financiera fue determinante en la nueva composición de la estructura del sistema financiero mexicano, en donde las tasas de interés fueron determinantes de la inversión en su proceso de alta volatilidad durante el período 1988-1994, y que han tenido un impacto no determinante pero si importante últimos años 10 años sobre la inversión productiva.

No obstante, posterior al período 1988-1994, se observó que el insuficiente crecimiento de la inversión productiva ha sido provocado por otros factores como: a) El crédito comercial otorgado por la banca, que está siendo destinado a capital de trabajo y es de corto plazo; b) dado que el crédito de largo plazo a la inversión productiva es demasiado caro y riesgoso, la banca comercial ha optado por disminuir considerablemente éste y optar por el de corto plazo que ha resultado ser más rentable; y c) las estadísticas muestran una importante participación de crédito comercial hacia las empresas, pero es mínimo el porcentaje que está siendo dirigido a la inversión productiva.

Pese a que las inversiones de valores por parte de la banca comercial son cada vez más importantes aún no son un factor definitivo que esté desplazando el crédito comercial otorgado a las empresas, la importancia de esto es hacia dónde esta siendo dirigido ese crédito comercial, que es en su mayoría de corto plazo.

Teniendo un sistema financiero en desarrollo cada vez más significativo, con la importante tarea de canalizar recursos de entidades superávitaras a las deficitarias, para cumplir con su función principal, es preocupante entonces la nueva estructura de financiamiento de las empresas. Esto lo único que vislumbra es que la banca comercial no esta siendo un intermediario financiero determinante que reactive el sector productivo y como consecuencia dinamicé la economía, dado que las empresas prefieren financiarse con proveedores y habría que preguntarse, ¿Por qué la organización de financiamiento de las empresas está tomando esta estructura? La respuesta es que la tasa de interés es demasiado elevada y esto evidentemente inhibe la inversión productiva y con ello el crecimiento económico.

Conclusiones.

Para la escuela neoclásica la inversión es igual a la tasa marginal de retorno con una tasa de interés ajustada de riesgo, es decir el ahorro es *ex ante*. El incremento de la oferta monetaria no afecta a la tasa de interés y es determinada por el ahorro y la inversión planeada., dado que para los neoclásicos el dinero es neutral.

Entonces si el costo de capital es igual a la tasa de interés más un premio de riesgo, las oportunidades de inversión disponibles para una empresa son independientes del pasado de la misma. Así el costo de capital y la tasa de retorno de inversión están en función de la política de inversión.

Para Keynes la tasa de interés es un fenómeno monetario, que depende de la preferencia por la liquidez y la oferta monetaria, así como la existencia de incertidumbre; se refiere a la inversión como una economía monetaria con financiamiento de corto y de largo plazo. Los préstamos bancarios de corto plazo, para el financiamiento del proceso productivo incrementan el capital fijo; y posteriormente, recurriendo al financiamiento de largo plazo mediante el proceso de fondeo para cubrir las obligaciones de corto plazo saldando los créditos bancarios (Arias, 2005).

La visión poskeynesiana, retoma de Keynes, la existencia de incertidumbre; y por consiguiente, la no neutralidad del dinero ya que éste puede ser afectado por las variables reales; esto trae implícitamente un impacto directo en el ingreso real y el empleo mediante la tasa de interés. En relación a la tasa de interés, se afirma que es una variable monetaria, que no depende de la curva de demanda; y que el banco central tiene la habilidad de determinarla.

Así pues, para la teoría neoclásica, la oferta de crédito está determinada por los niveles de captación bancaria, (en forma de ahorro), el nivel de actividad económica y la tasa de interés real; mientras que la teoría keynesiana de la demanda efectiva establece que dicha variable está determinada por el entorno

económico, la tasa de interés, la disposición de recursos del sistema bancario y los rendimientos que puedan ofrecer otros instrumentos financieros. Asimismo, la teoría poskeynesiana argumenta que el crédito precede a los depósitos en el agregado: los bancos otorgan el crédito demandado por los inversionistas y luego se preocupan por conseguir las reservas necesarias. Así el banco central, se acomoda siempre a las necesidades de reservas del sistema, dada su función de prestamista de última instancia y las presiones políticas para que cumpla dicha función. Es decir, el banco central fija la tasa de interés y los bancos comerciales pueden obtener todas las reservas que deseen a esta tasa (Moore, 1971).

De esta forma la teoría poskeynesiana afirma que la oferta de crédito está determinada por la demanda y depende de la solvencia del prestatario y del nivel de garantías (Pierre y Rochon, 2005), por lo que la tasa de interés, está determinada por el sector bancario.

Con el proceso de desregulación financiera implantado en México en el período 1988-1991, se pretendió mejorar el funcionamiento de los mercados de dinero y capital con base en la reducción de los márgenes de intermediación, así como distribuir de manera más óptima los recursos ampliando la capacidad productiva. Para esto se intentó modernizar al sistema financiero nacional, para elevar la competitividad nacional. De tal manera que se eliminaron los instrumentos tales como las restricciones a las tasas de interés, provocando un período de alta volatilidad impactando negativamente en la inversión; se eliminó también el encaje legal, y se pretendió mantener la inflación en un dígito. Además se intentó promover tanto el ahorro privado, como el ahorro público; así también impulsar la inversión privada y por consiguiente el crecimiento de la economía nacional.

Contrario a lo esperado, los efectos de la desregulación financiera, generaron un período de alta volatilidad en las tasas de interés, provocando una fuerte vinculación entre el tipo de cambio y la tasa de interés.

En 1991, se internacionalizó el mercado de capitales, y consecuentemente atrajo montos de inversión de cartera foránea. Esto provocó tasas de interés reales negativas y posteriormente una política de profundización financiera (Levy, 1998). De tal forma que la desregulación financiera en México provocó vulnerabilidad en el sistema financiero debido a que quedó a merced de los mercados financieros internacionales, así también, la bursatilización trajo consigo la crisis del sistema bancario mexicano en 1994, provocando la pérdida del control sobre la moneda y el crédito.

Como consecuencia de la crisis de 1994, se inició una reestructuración en la arquitectura del sistema financiero mexicano, siguiendo políticas de corte neoliberal, que ampliaron las actividades del sector financiero, asimismo, se sobrevaluó la moneda nacional y como consecuencia, hubo un impacto negativo en la inversión productiva. Posterior a la crisis, y hasta el año de 1999, la prioridad de las autoridades monetarias fue la estabilidad económica contrayéndose la tasa de interés.

Con el proceso de desregulación financiera, se optó por un modelo de corte neoliberal y en el período 2000-2008 todavía se puede observar que con dicho modelo, las políticas nacionales están encaminadas a objetivos de estabilidad económica, sacrificando el crecimiento de la economía nacional, y con una mala distribución del ingreso.

Así pues, se concluye, que con la desregulación financiera las tasas de interés determinaron a la inversión como consecuencia de su volatilidad durante el período 1988-1994, subsecuentemente, en el período 1994-2007 la tasa de interés no ha sido tan volátil; es decir; el impacto de la tasa de interés en la inversión fue en menor proporción. No obstante, la inversión no mostró cambios significativos positivos, tomando mayor importancia otros aspectos en la determinación de ésta.

Se observó un escaso crecimiento de la inversión productiva provocado por el tipo de crédito de corto plazo otorgado por la banca a las empresas durante la última

década, destinado a capital de trabajo (nómina o materias primas) y no a la inversión de largo plazo. Cabe destacar que para el año 2007 la inversión cayó en 2.53 puntos porcentuales., así también, se observó la desarticulación total entre empresas y el sistema financiero, que se evidenció en las principales fuentes de financiamiento de éstas, en donde la banca ha reducido su participación en los últimos 10 años de forma a considerar.

En México se ha implementado un modelo neoliberal, que no ha traído consigo un determinante que impulse el crecimiento nacional, contrario a eso, el país se encuentra inmerso en un prolongado estancamiento que se vislumbra no cambiará, dada la nueva estructura de la economía nacional.

La desregulación financiera trajo consigo, por una parte, la vulnerabilidad del país frente a los mercados financieros internacionales; y por la otra, la bursatilización del crédito, propiciando la crisis del sistema bancario mexicano en 1994, que repercutió en la pérdida del control sobre la moneda y el crédito, consecuencia de la extranjerización bancaria. Dicha crisis desembocó en una reestructuración al interior del sistema bancario; en donde la participación de capital extranjero tomó mayor preponderancia. Así pues la estructura del sistema bancario, en busca del máximo beneficio, se ha caracterizado por el uso de recursos filtro que han inducido al prestatario a tomar acciones a favor de la banca, así como a atraer a los deudores de bajo riesgo, desalentando a las empresas a demandar créditos ofertados bajo ciertos términos por la banca; debido a que no es rentable para los bancos proporcionar créditos a largo plazo, y esto se ha convertido en un problema serio, debido a que esta tendencia no cambiará por lo menos bajo el mismo esquema.

Bibliografía:

ARIAS, E. (2005). "*Desregulación financiera e inversión en México: 1982-2002*". Tesis de maestría, UNAM, México.

ASIMAKOPULOS, A. (1983). "*Kalecky and Keynes on finance investment and saving*". Cambridge Journal Economics. No. 7, pp.221-233. Londres, Inglaterra.

BERUMEN, M. (2004). "La Banca en México". Marzo. México.

BLINDER, A. (1998). "*Central Banking in Theory and Practice*". MIT Press, Massachusetts, 1998.

BRIZUELA, V. (2006). "*El Sistema Económico financiero internacional de posguerra: hacia Bretton Woods*". En Tiempo Económico, UAM- Azcapotzalco. México.

CAMBIASO, J. (1993). "Síntomas del mal holandés por la vía de la cuenta de capital", Monetaria, Vol. XVI, num.1, enero-marzo. Pp 3-21.

CASTELLANOS, S., (2000). "El efecto del "corto" sobre la estructura de tasas de interés", en Documento de investigación No. 2001, junio, México, pp 5-30.

CLAVIJO, F. y VALDIVIESO, S. (2000). "*Reformas estructurales y política macroeconómica: el caso de México 1982-1999*". ESANE Consultores, México.

CORREA, E. (1998). "*Liberalización y Desregulación financiera en México*". UNAM. México.

CHÁVEZ, M. (2001). "*La finanzas públicas en México, 1970-2000, cronica del fracaso de la política fiscal*". Centro de estudios económicos. El Colegio de México. México.

CHAPOY, A. (1998). "*Hacia un nuevo sistema monetario internacional*". Editorial, Miguel Ángel Porrúa, UNAM, México.

CHICK, V. (1990). "*La macroeconomía según Keynes. Una revisión de la teoría general*". Traducción de Ignacio Sáez Méndez. Ed. Alianza. Madrid, España.

DOW, S. (1990). "Proceso financiero e incertidumbre, y consecuencias para el poder del Banco Central". En L. Bendesky (Comp.), Op. Cit.

EICHNER, A. (1994). "Dinero y crédito". Revista Investigación económica. Núm. 210, octubre-diciembre. Pp 33-88. México.

DOW, S. y RODRIGUEZ, F. (1998). "The political economy of monetary policy", en P. Arestis y M. C. Sawyer (eds.), *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar, Cheltenham. Inglaterra.

FRY, M. (1990). "*Dinero, Interés y Banca en el Desarrollo Económico*". CEMLA-FELABAN, México.

GALINDO, L. y ROS, J. (2006). "Banco de México: política monetaria de metas inflación", en *Economíaunam*, vol. III, núm.9, agosto, México pp. 1-7.

GARRIDO, C. (2005). "*Desarrollo y procesos de financiamiento en México.*" *Transformaciones contemporáneas y dilemas actuales* ED. UAM. AZC. S. XXI México

GIRÓN, A. (1994). "La banca comercial de México frente al TLC", en *Comercio Exterior*. México, vol. 44, núm.12, diciembre, México. Pp.-12-15

GIRÓN, A. y CORREA, E. (1999). "*Mercados Financieros Globales: Desregulación y Crisis Financieras*". México.

GOODFRIEND, M. y King, R. (1991). "*Desregulación financiera, política monetaria y banca central*". En L. Bendesky (Comp.), *El Papel de la Banca Central en la Actualidad*, CEMLA-Banco de España, México.

GÓMEZ, G. (2000). "*Crisis bancarias y financieras en los países del sudeste asiático y América Latina*" Ed. DGAPA, UNAM, FES Acatlán. México.

GORDON, M. (1994). "La Teoría neoclásica y poskeynesiana de la inversión" Traducción de Noemí Levy Orlik, investigación Económica 210, octubre-diciembre, UNAM. México.

HUERTA, A. (2006). "La autonomía del Banco Central y la pérdida del manejo soberano de política económica", en publicación: *Reforma financiera en América Latina*. Eugenia Correa y Alicia Girón. CLACSO. Pp.1-20.

KALDOR, N. (1970). "The New Monetarism". En A. A. Walters (Ed.), *Money and Banking*, Penguin Education, Londres.

KEYNES, J. (1936). "*Teoría General de la ocupación y el interés y el dinero*". Ed. Fondo de Cultura Económica, México

KURIHARA, K. (1978). "*Introducción a la dinámica keynesiana*". Ed. Fondo de Cultura Económica, México.

LAILER, D. (1980). *“La demanda de dinero. Teorías y evidencia empírica”*. Universidad de Barcelona, España.

LEVY, N. (1998). *“Efectos sobre el fondeo de la inversión productiva por el acortamiento de los plazos de los activos financieros”*. UNAM, México.

LÓPEZ, T. (2001). *“Fragilidad Financiera y crecimiento económico en México”*. Editorial, Valdés, UNAM, México.

MANRIQUE, I. y LÓPEZ, T. (2005), *Política Fiscal y Financiera en el contexto de la Reforma del Estado y de la Desregulación Económica en América Latina*, UNAM con Miguel Ángel Porrúa, México.

MÁNTEY, G. (2000). “Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX”. En *Comercio Exterior*, diciembre, México.

MÁNTEY, G. (1997). *“Lecciones de Economía Monetaria”*, UNAM, México

MÁNTEY, G. (1998). *“Especulación, Endeudamiento Público y desempleo mundial: Urgen reformas al sistema monetario”* UNAM, México.

MCKINNON, R. (1974). *“Dinero y Capital en el Desarrollo Económico”*. CEMLA, México.

MENDOZA, G. (1998). *“Financiamiento y crecimiento: la experiencia de México en los años noventa”*. Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano; UNAM. México, D.F.

MINSKY, H. (1987). *“Las razones de Keynes”*. Ed. Fondo de Cultura Económica, México.

MOORE, B. (1971). *“Introducción a la Teoría Financiera”*. Ed. Amorrortu Editores. Buenos Aires. Cap. 6, Pp. 156-187.

MOORE, B. (1985). “Diferencias entre el dinero mercancía, el de curso legal y el crediticio”. *Revista Investigación económica*. Núm. 210 octubre-diciembre. Pp 89-111. México.

MUNDELL, R. (1971). “Movilidad del capital y política de estabilización con tipos de cambio fijos y flexibles”. En R. Caves y H. Johnson (eds.), *Ensayos de Economía Internacional*, Amorrortu Editores, Buenos Aires.

OSSA, F. (1999). *“Economía Monetaria Internacional”*. Editorial Alfaomega, México.

PADOA, T. (1994). *“Adapting Central Banking to a Changing Environment”*, FMI, Washington.

PALLEY, T. (1994). "Competing_views of the money supply process: theory and evidence". En *Metroeconomica*, Vol. 45, No. 1, febrero.

PALLEY, T. (2001-2002). "The E-money revolution: challenges and implications for monetary policy". En *Journal of Post-Keynesian Economics, Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 24, No. 2, winter.

PIERRE, P. y ROCHON, L. (2005). "Teorías monetarias poskeynesianas: una aproximación de la escuela francesa" en *Desarrollo*, Vol. XXXVI, num.143, octubre-diciembre, México. pp 33-57

PLAN NACIONAL DE DESARROLLO 1995-2000., Tomado del diario oficial de la federación del 30 de mayo de 1995, México.

PRASSAD, E; Et al. (2007). "La paradoja del capital". En *Finanzas y Desarrollo*, marzo, México.

RAMÍREZ, E. (2001). "*Moneda, Banca y Mercados Financieros*". Editorial Prentice Hall, México

RIONDA, J. (2006). "México ante la globalización financiera y la crisis de la economía simbólica". En *ponencia expuesta en el 4º. Encuentro internacional sobre globalización financiera del 5 al 24 de octubre del 2006*.

SÁNCHEZ, A. (1994). "*Teorías de la tasa de interés*". UAM, México.

SAWYER, C. (1998). "*The Political Economy of Central Banking*". Edward Elgar, Cheltenham.

STIGLITZ, J. y WEISS, A. (1981). "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review* 71, junio.

WRAY, R. (1992). "*The Endogenous Money Approach: Money and Credit in Capitalist Economies*", Edward Elgar, Aldershot.

FUENTES ESTADÍSTICAS:

BANCO DE MÉXICO: www.Banxico.com.org.mx

CAMARA DE DIPUTADOS: <http://www.diputados.gob.mx/>

COMISION NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES: www.CNBV.gob.mx

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA, GEOGRAFÍA E INFORMÁTICA:

<http://www.inegi.gob.mx>

ITAM: BIBLIOTECA “RAÚL BAILLÉRES JR.”: <http://biblioteca.itam.mx/>

ANEXO ESTADÍSTICO

CUADRO 1A PRODUCTO INTERNO BRUTO E INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (1988-2007) (Tasas de crecimiento)*		
AÑOS	PRODUCTO INTERNO BRUTO	INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA
1988	1.28	-16.93
1989	4.11	-13.15
1990	5.18	5.55
1991	4.21	43.93
1992	3.54	-29.17
1993	1.94	92.27
1994	4.46	0.15
1995	-6.22	37.83
1996	5.14	42.03
1997	6.78	-24.98
1998	4.91	30.48
1999	3.87	19.15
2000	6.60	47.00
2001	-0.16	-19.72
2002	0.83	26.76
2003	1.35	-28.65
2004	4.18	66.72
2005	2.80	-34.76
2006	4.81	23.27
2007	3.29	-17.04

Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI. Dirección General de Contabilidad Nacional y Estadísticas Económicas. BIE
*Tasas de crecimiento sobre precios constantes base 1993.

CUADRO 2A
TIPO DE CAMBIO Y TASA DE INTERÉS
(1980-2006)
(Pesos por dólar promedio anual)

AÑO	TIPO DE CAMBIO NOMINAL	CETES A 91 DIAS
1980	0.02	22.58
1981	0.02	30.85
1982	0.05	45.73
1983	0.12	59.45
1984	0.17	49.65
1985	0.26	63.69
1986	0.61	88.71
1987	1.37	102.83
1988	2.27	63.98
1989	2.46	44.77
1990	2.81	35.03
1991	3.02	19.82
1992	3.09	15.89
1993	3.12	15.50
1994	3.38	14.62
1995	6.42	48.24
1996	7.60	32.91
1997	7.92	21.26
1998	9.14	26.18
1999	9.56	22.38
2000	9.46	16.15
2001	9.34	12.24
2002	9.66	7.46
2003	10.79	6.51
2004	11.29	7.10
2005	10.89	9.33
2006	10.90	7.30

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Informe anual. Varios años.

**CUADRO 3A
TIPO DE CAMBIO REAL, INFLACIÓN Y FORMACIÓN BRUTA DE
CAPITAL FIJO
(1980-2006)**

AÑO	(Pesos por dólar promedio anual)		(Tasas de crecimiento) ¹
	ITCR*	INFLACIÓN	FBKF**
1980	73.39	26.24	73.40
1981	15.92	27.93	62.02
1982	-16.84	57.49	83.91
1983	-27.78	104.15	95.21
1984	6.64	66.16	80.10
1985	8.23	57.68	78.25
1986	-11.59	84.47	119.21
1987	0.36	128.89	134.35
1988	5.76	125.43	111.21
1989	5.70	20.32	100.55
1990	13.15	26.54	100.00
1991	10.93	22.84	91.37
1992	10.90	15.58	85.78
1993	-2.53	9.78	73.43
1994	8.35	6.97	75.85
1995	-28.97	34.77	117.08
1996	16.25	35.26	102.91
1997	21.07	20.82	85.83
1998	10.50	15.90	84.57
1999	7.70	16.67	77.72
2000	11.37	9.51	68.83
2001	-5.63	6.39	62.78
2002	-0.70	5.03	61.07
2003	0.36	4.56	71.82
2004	7.48	4.69	77.27
2005	7.60	4.00	73.91
2006	10.00	3.63	72.99

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Informe anual. Varios años.

*Índice de tipo de cambio real

**Formación bruta de capital fijo

¹Tasas de crecimiento a precios constantes base 1993.

CUADRO 4A			
FINANCIAMIENTO DE LA BANCA COMERCIAL AL SECTOR PRIVADO DEL			
(1995-2007)			
(Tasas de crecimiento)¹			
AÑOS	CONSUMO	VIVIENDA	EMPRESAS Y PERSONAS FÍSICAS
1995	-83.92	-70.47	-76.59
1996	-35.08	-1.71	-18.82
1997	220.15	277.85	252.25
1998	-8.74	-9.17	-0.64
1999	-10.66	-12.03	-11.64
2000	1.65	-20.28	2.36
2001	30.71	-25.07	-6.59
2002	23.82	-15.00	-4.40
2003	25.90	-18.07	-3.83
2004	43.92	-6.05	6.22
2005	38.84	5.26	-4.34
2006	37.08	30.53	-10.43
2007	27.53	17.91	12.66

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México Informe anual. Varios años.
¹Tasas de crecimiento sobre precios constantes base 1993

CUADRO 5A					
CRÉDITO OTORGADO POR LA BANCA COMERCIAL, POR SECTOR ECONÓMICO					
(1994-2007)					
(Tasas de crecimiento)					
AÑOS	SECTOR AGROPECUARIO	INDUSTRIA	SERVICIOS	CRÉDITO A AL VIVIENDA	AL CONSUMO
1994	20.03	47.65	69.61	26.31	-8.63
1995	1.00	19.80	12.90	63.50	-12.40
1996	12.10	20.68	-1.59	59.16	-12.06
1997	4.19	2.88	9.26	17.57	-15.98
1998	7.66	13.70	4.01	4.86	4.85
1999	-7.83	-8.83	-7.65	2.12	2.28
2000	-18.90	-11.46	-6.13	-8.63	11.34
2001	-10.78	-9.01	-7.04	-21.58	35.95
2002	-30.93	-12.09	-11.11	-10.23	34.74
2003	-12.81	2.48	5.88	-10.53	39.65
2004	2.69	-0.74	1.97	-5.45	49.85
2005	0.64	6.68	9.82	10.02	51.11
2006	-2.01	3.29	14.73	42.83	50.82
2007	16.48	45.02	25.79	22.74	33.71

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México. Informe anual. Varios años.

CUADRO 6A
TASA DE INTERÉS ACTIVA GUBERNAMENTAL Y TASA PASIVA
(1988-2007)
(Promedios anuales)

ANOS	PASIVA	ACTIVA
1988	-	63.98
1989	-	44.77
1990	20.72	35.03
1991	12.11	19.82
1992	8.45	15.89
1993	8.41	15.50
1994	5.38	14.62
1995	6.67	48.24
1996	6.58	32.91
1997	7.57	21.26
1998	6.38	26.18
1999	5.86	22.38
2000	4.86	16.15
2001	3.26	12.24
2002	2.00	7.46
2003	1.72	6.51
2004	1.36	7.10
2005	0.93	9.33
2006	0.93	7.30
2007	1.10	7.30

Fuente: Elaboración propia con base en datos del banco de México.
Informe anual. Varios años

CUADRO 7A
CAPTACIÓN BANCARIA, CETES Y TASA DE DEPÓSITOS
(1990-2007)

AÑOS	(Tasas de crecimiento)*	(Promedios anuales)	
	CAPTACIÓN	CETES A 91 DÍAS	TASA DE DEPÓSITOS
1990	71.41	35.03	20.72
1991	49.57	19.82	12.11
1992	34.63	15.89	8.45
1993	21.93	15.50	8.41
1994	15.73	14.62	5.38
1995	24.99	48.24	6.67
1996	35.67	32.91	6.58
1997	32.31	21.26	7.57
1998	22.82	26.18	6.38
1999	17.79	22.38	5.86
2000	0.30	16.15	4.86
2001	-1.35	12.24	3.26
2002	-4.91	7.46	2.00
2003	12.51	6.51	1.72
2004	12.89	7.10	1.36
2005	12.75	9.33	0.93
2006	7.00	7.30	0.93
2007	8.17	7.30	1.10

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México. Informe anual. Varios años.

***Tasas de crecimiento sobre precios constantes base 1993.**

CUADRO 8A				
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO Y TASAS DE INTERÉS				
(1988-2006)				
AÑOS	(Promedios anuales)			(Tasas de crecimiento)¹
	CETES	PASIVA	ACTIVA	FBKF*
1988	63.98	52.70	-10.21	5.76
1989	44.77	30.85	33.64	5.70
1990	35.03	27.88	19.4	13.15
1991	19.82	16.57	11.23	10.93
1992	15.89	14.48	14.16	10.90
1993	15.50	15.06	21.81	-2.53
1994	14.62	13.32	22.71	8.35
1995	48.24	38.12	19.9	-28.97
1996	32.91	24.70	23.85	16.25
1997	21.26	14.66	24.65	21.07
1998	26.18	13.75	25.46	10.50
1999	22.38	9.61	26.53	7.70
2000	16.15	6.27	24.56	11.37
2001	12.24	4.74	24.06	-5.63
2002	7.46	2.85	24.01	-0.70
2003	6.51	2.35	35.57	0.36
2004	7.10	2.05	34.37	7.48
2005	9.33	2.63	34.47	7.60
2006	7.30	2.51	32.41	10.00

Fuente: Elaboración propia con base en datos del INEGI. Dirección General de Contabilidad Nacional y Estadísticas Económicas.

*Formación bruta de capital
¹Tasas de crecimiento sobre precios constantes base 1993

CUADRO 9A		
INVERSIÓN PÚBLICA		
(1991-2007)		
(Tasas de crecimiento)		
AÑO	DIRECTA	INDIRECTA
1991	75.81	19.54
1992	19.14	62.19
1993	13.33	-31.95
1994	37.92	70.56
1995	-11.35	12.73
1996	48.04	38.20
1997	30.61	35.30
1998	-42.02	72.33
1999	22.24	7.07
2000	-5.00	30.58
2001	-16.37	16.99
2002	-6.96	-0.21
2003	47.49	39.04
2004	9.90	62.61
2005	32.23	16.61
2006	28.76	16.21
2007	85.16	-14.27

Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI. Dirección General de Contabilidad Nacional y Estadísticas Económicas. BIE. Banco de información económica.

CUADRO 10A
PRODUCTO INTERNO BRUTO, FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO Y CRÉDITO OTORGADO
AL SECTOR PRIVADO
(1994-2007)
(Tasas de crecimiento)¹

AÑOS	PIB₂	FBKF₃	CRÉDITO
1995	-6.22	-28.97	10.27
1996	5.14	16.25	20.56
1997	6.77	21.07	8.94
1998	4.93	10.50	2.37
1999	3.86	7.70	-10.58
2000	6.62	11.37	-7.41
2001	-0.16	-5.63	-7.93
2002	0.81	-0.70	0.58
2003	1.36	0.36	-7.79
2004	4.18	7.48	7.60
2005	2.80	7.60	-1.05
2006	4.78	10.00	11.00
2007	2.54	6.57	15.88

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Comisión Bancaria y de Valores.

¹ Tasas de crecimiento sobre precios constantes base 1993

²Producto interno bruto

³Formación bruta de capital fijo

CUADRO 11A
TASA DE INTERÉS ACTIVA, PASIVA E INFLACIÓN
(1988-2007)
(Promedios anuales)

ANOS	ACTIVA	PASIVA	INFLACIÓN
1988	-10.21	52.70	125.43
1989	33.64	30.85	20.32
1990	19.40	27.88	26.54
1991	11.23	16.57	22.84
1992	14.16	14.48	15.58
1993	21.81	15.06	9.78
1994	22.71	13.32	6.97
1995	19.90	38.12	34.77
1996	23.85	24.70	35.26
1997	24.65	14.66	20.82
1998	25.46	13.75	15.90
1999	26.53	9.61	16.67
2000	24.56	6.27	9.51
2001	24.06	4.74	6.39
2002	24.01	2.85	5.03
2003	35.57	2.35	4.56
2004	34.37	2.05	4.69
2005	34.47	2.63	4.00
2006	32.41	2.51	3.63
2007	31.69	2.44	3.97

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Arias Guzmán Ericka (2005). Desregulación financiera e inversión en México: 1982-2002 Tesis de Maestría, pp. 107, UNAM México; y Banco de México. Informe anual. Varios años