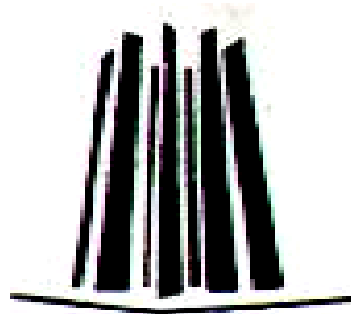




UNIVERSIDAD NACIONAL  
AUTÓNOMA DE  
MÉXICO



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FES ARAGÓN

**DESREGULACIÓN FINANCIERA Y DESINTERMEDIACIÓN  
BANCARIA EN MÉXICO: 1988-2007**

TESIS  
QUE PARA OBTENER EL GRADO DE  
MAESTRIA EN ECONOMIA  
PRESENTA

ALMA DELIA SOTO DELGADO

ASESOR: MTRO. LUIS ÁNGEL ORTIZ PALACIOS

NEZAHUALCOYOTL, ESTADO DE MÉXICO.

MARZO DE 2009



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.

## INDICE

Introducción. ....i

### **CAPÍTULO I. El financiamiento de la inversión y el papel de los bancos. Una breve revisión teórica. ....2**

1. La teoría neoclásica de los Fondos Prestables. La función pasiva de los bancos y el dinero exógeno.....	2
1.1. Financiamiento de la inversión: Ahorro y emisión de dinero ( <i>ahorro forzoso</i> ).....	3
1.2. La oferta exógena de dinero y la igualdad entre ahorro e inversión. ....	4
1.3. El ahorro <i>ex-ante</i> , determinación de la tasa de interés y la función pasiva de los bancos. ....	5
2. El enfoque de Keynes. El financiamiento de la inversión y el papel activo de los bancos. ....	6
2.1. El ahorro y el papel activo de los bancos. ....	7
2.2. La preferencia por la liquidez y la determinación de la tasa de interés. ....	8
2.3. El mecanismo de financiamiento de la inversión: El <i>motivo financiación</i> y el <i>fondo de rotación</i> . ....	11
3. La Síntesis Neoclásica y el financiamiento de la inversión. ....	15
3.1. El ahorro <i>ex-ante</i> y el financiamiento de la inversión.....	16
3.2. La oferta exógena de dinero, determinación de la tasa de interés y el papel pasivo de los bancos. ....	17
4. Los monetaristas y la Nueva Escuela Clásica. ....	18
4.1 Los antecedentes teóricos del monetarismo. ....	18
4.2. La demanda de dinero estable y la determinación de la tasa de interés.....	20
4.3. El nivel de ingreso, las ganancias de capital y la tasa de rendimiento del capital. Las fuentes de financiamiento de la inversión. ....	23
4.4. La capacidad y eficacia de la política monetaria para restablecer el equilibrio.....	25
5. Enfoque Postkeynesiano. El dinero endógeno y la función activa de los bancos en el financiamiento de la inversión. ....	27
5.1. El desarrollo histórico del sistema bancario. ....	27
5.2. Ahorro <i>ex-post</i> y dinero endógeno. ....	32
5.3. La tasa de interés exógena y la oferta monetaria endógena. ....	35
5.4. El financiamiento de la inversión y el crédito bancario. ....	38

<b>Capítulo II. Desregulación financiera y desintermediación bancaria en México: 1983-1995.</b>	42
1. Desregulación financiera y desmantelamiento de la estructura bancaria regulada.	43
2. Profundidad financiera y estructura de la captación bancaria.	44
3. Baja intermediación bancaria y concentración del crédito.	48
4. Crecimiento económico, ahorro e inversión.	
Inversión financiera vs inversión productiva.	51
4.1. Flujos de capitales externos e inversión en cartera.	53
4.2. Flujos de capitales externos y balanza de pagos.	56
4.3. Formación bruta de capital fijo y crecimiento económico.	56
5. Tasas de interés y margen de intermediación bancario.	60
6. Cartera vencida y fragilidad bancaria.	63
<b>Capítulo III. El carácter rentista de la banca mexicana. Restricción crediticia y especulación bursátil: 1994-2007.</b>	69
1. Desregulación bancaria, expansión del crédito y crisis bancaria.	69
2. De la crisis financiera a la extranjerización de la banca comercial.	71
3. Caída de la captación tradicional y bursatilización de los pasivos bancarios.	74
4. Desintermediación financiera y titularización de las ganancias bancarias.	76
5. Estructura y comportamiento del ahorro y la inversión.	78
6. Concentración bancaria y alto margen de intermediación.	83
7. Expansión del crédito riesgoso y la fragilidad financiera.	87
8. El carácter rentista y especulativo de la banca comercial. Desintermediación bancaria: Saldo de la desregulación financiera.	88
9. Consolidación del oligopolio bancario y distorsiones del sistema financiero.	95
<b>Conclusiones.</b>	101
<b>Bibliografía.</b>	104

## **AGRADECIMIENTOS**

A mis padres, por todo su amor, su apoyo y su entrega.

A mi familia por su cariño y apoyo.

A mis amigas entrañables: Wendy, Karla, María Eugenia y Maribel por su amistad, lealtad, cariño, confianza y apoyo.

A Saúl por todo su amor, lealtad, apoyo y paciencia incondicional,

A mis maestros de la Maestría en Economía de la UNAM.

A mis sinodales: Dr. Darío Ibarra Zavala, Dra. Teresa López González, Dra. Irma Manrique Campos, Mtra. Patricia Rodríguez López, Mtro. Luis Ángel Ortiz Palacios, por haberse involucrado en este trabajo de investigación y por todas sus observaciones y enseñanzas.

Mi más profundo agradecimiento a mi tutor el Mtro. Luis Ángel Ortiz Palacios y a la Dra. Teresa López González, por todo su profesionalismo, tiempo y dedicación para la realización de esta investigación.

Gracias a la Universidad Nacional Autónoma de México por haberme abierto una vez más las puertas del saber, por la educación y las experiencias brindadas que contribuyeron a mi formación profesional y a mi crecimiento personal.

**Agradezco al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT), por el apoyo brindado para la realización de la presente investigación a través del Programa de Becas.**

**Un agradecimiento especial al Programa de Fomento a la Graduación de los alumnos Egresados de la UNAM, por el apoyo brindado para la realización de esta investigación.**



## INTRODUCCIÓN

Durante el periodo 1940-1976, bajo el modelo de sustitución de importaciones se consolidó un sistema financiero basado en el mercado de créditos, administrado y regulado por el gobierno. Los mecanismos compensatorios, como el encaje legal, el direccionamiento del crédito y el control de las tasas de interés garantizaban el financiamiento de la inversión y coadyuvaron a neutralizar el incremento de liquidez bancaria.

Una parte muy importante de la inversión pública, principal promotor del crecimiento durante ese periodo, fue financiada a través del crédito del Banco de México, bancos comerciales y la banca de desarrollo. Por su parte, el sector privado, a pesar de que se financió fundamentalmente con utilidades retenidas, también tuvo acceso al crédito de la banca comercial y de la banca de desarrollo; en el caso de esta última, el crédito tuvo como principal destino a los sectores prioritarios de la economía, como las pequeñas y medianas empresas, y el sector agrícola.

A través de las políticas de encaje legal se realizó la recolección del ahorro generado por el crecimiento, lo que obligó a los bancos comerciales a destinar una proporción de sus depósitos al banco central, neutralizándose con ello el incremento de la liquidez monetaria. Los bancos comerciales coadyuvaron a esta tarea mediante la emisión de depósitos de largo plazo que permitieron alargar los vencimientos de los créditos. De esta forma, el financiamiento bancario al sector público complementaba la dinámica de expansión crediticia, además de que le daba certidumbre y garantizaba la rentabilidad al sector bancario. Esta estructura del sistema financiero aseguró un crecimiento estable y sostenido durante más de treinta años, que se le ha denominado el “milagro mexicano”.

Para los primeros años de la década de los setenta, no obstante que mantuvo la misma estructura financiera, el crecimiento económico registró un comportamiento altamente inestable, debido a las presiones inflacionarias. Son varios los múltiples factores, entre los que se encuentran los siguientes : 1) El rompimiento del Sistema de Bretton Woods (1971) que ocasionó la desestabilización del mercado financiero internacional, al ofrecer al capital nacional espacios alternativos y más redituables de valorización. El incremento de flujos de capitales internacionales emitidos por entidades

privadas hacia México, con periodos de vencimientos de corto plazo y tasas de interés variables, incrementó de manera explosiva el endeudamiento externo de la economía mexicana, generándose la primera gran devaluación del periodo sustitutivo de importación en 1976; 2) La contracción de la inversión privada, como consecuencia del agotamiento de la etapa de sustitución de importaciones fáciles, requería de una mayor participación del gasto público, en particular de la inversión pública, para evitar que la economía entrara en recesión. Ello generó presiones en las finanzas públicas, pues los ingresos tributarios mantenían una tendencia a la baja; 3) El tránsito del modelo de sustitución de importaciones de una fase fácil (bienes de consumo y duradero y bienes intermedios) a otra más compleja, como es la producción de bienes de capital, implicó un incremento en los coeficientes de importaciones muy por encima de los coeficientes de exportaciones. Con un sector exportador sostenido principalmente por las exportaciones de bienes primarios, el desequilibrio en la balanza comercial se agudizó y, con ello el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos; 4) Por último, el ahorro interno muestra una tendencia declinante, como consecuencia de la misma desaceleración del crecimiento económico, pero también como respuesta a la política poco agresiva de la banca comercial para elevar la captación del ahorro doméstico. El interés de la banca se centró en el ahorro de la clase media y en las cuasi-rentas oligopólicas, sin arriesgarse a emitir créditos al sector productivo privado.

Bajo estas circunstancias, México debe enfrentar la elevación de las tasas de interés en los mercados financieros internacionales, la fuga de capitales y un elevado déficit externo. En su conjunto, estos factores presionaron para que el tipo de cambio real se ajustara, después de veinte años de mantenerse estable.

La inestabilidad macroeconómica, que amenazaba con convertirse en una profunda recesión, fue de corta duración porque en 1977 se observa un *boom* petrolero que duraría hasta principios de 1982. El crecimiento explosivo del sector exportador de petróleo, sostenido en gran medida por el alto endeudamiento externo, condujo al sobrecalentamiento y petrolización de la economía mexicana; agravando así, los desequilibrios estructurales de nuestra economía. A mediados de 1982, la fragilidad de las variables macroeconómicas era evidente; el PIB registra una tasa de crecimiento anual negativo de -0.62 por ciento y la inflación alcanzó una tasa de 60 por ciento.

La ausencia de un sector exportador dinámico y diversificado y la débil relación entre el sector financiero y productivo, aunado a la convertibilidad de la moneda, complicó el manejo de la política económica para hacer frente a la volatilidad de las tasas de interés. De tal forma que el gobierno se enfrentó a la incapacidad financiera para hacer frente al servicio de la deuda externa, a pesar de los ingresos extraordinarios que generaron las exportaciones masivas de hidrocarburos. En este marco, en 1982 estalla la crisis de la deuda externa; asumiendo además, el gobierno la deuda externa del sector privado.

La crisis de la deuda externa de 1982, confirma el fin de la era de estabilidad monetaria bajo el régimen del sistema de Bretton Woods. Después de la inestabilidad financiera que provocó el crecimiento de la liquidez durante los años 1971-1976, el sistema financiero mexicano empieza a adecuarse en 1977, a la nueva estructura financiera internacional, con la emisión de los Certificados de Tesorería (Cetes) y la transformación de la banca especializada en banca múltiple. Punto de partida de la conformación de los conglomerados financieros en México. Con este antecedente, la primera fase de desregulación y liberalización del sistema financiero se inicia en 1983, con la reprivatización de la banca comercial, que había sido nacionalizada en 1982 por el presidente López Portillo.

Entre 1988-1991, el proceso de desregulación se consolida mediante profundas reformas financieras que eliminaron completamente los mecanismos "compensatorios" y la estructura de control y supervicios del crédito. Entre las reformas más importantes se encuentran la desaparición definitiva de la tasa de encaje legal en 1991; la modificación del financiamiento gubernamental, a través de la emisión de títulos financieros gubernamentales el otorgamiento de la autonomía al Banco de México en 1993, con lo que se reafirmó la política de reducción del financiamiento del banco central al gobierno federal; y se liberalizó el mercado de valores en 1990. Estos cambios en la estructura del sistema financiero modificaron de manera radical la estructura de la capitación y financiamiento de la banca comercial.

Durante los primeros años de los noventa, el crédito interno registró una expansión acelerada, inducida por la disponibilidad de recursos y por la creciente entrada de flujos de capitales externos. Esto último, también inyectó dinamismo al mercado de capitales que se reflejó en el incremento del Índice de Precios y Cotizaciones (INPyC) y un mayor volumen

de operaciones. Ello se sumó a la expansión crediticia, que en ausencia de mecanismos de supervisión y control propició el otorgamiento de crédito a agente de dudosa solvencia económica. Provocando una rápida elevación de los índices de carteras vencida de la banca comercial. Esta situación estalló en diciembre de 1994, cuando se agudizaron las presiones de los especuladores sobre el tipo de cambio.

La crisis de 1994-1995, es el resultado del proceso de desregulación y liberalización financiera, ya que se reforzó la estructura oligopólica y el carácter rentista de la banca comercial en México. Su alta concentración y extranjerización agudizó la desintermediación bancaria que se venía presentando desde mediados de la década de los ochenta. A pesar de ello, la banca ha obtenido elevados márgenes de ganancia, sin asumir riesgos debido a la inversión en valores gubernamentales y los rendimientos obtenidos mediante los bonos del IPAB.

A partir de 1997, resurge la expansión crediticia, concentrándose en el crédito al consumo y el crédito hipotecario, por un lado, y la mayor participación de los bancos en inversiones en productos derivados, por la otra. Paralelamente, los intermediarios no bancarios elevan su participación en el mercado financiero, tanto por la presencia de nuevas instituciones como por el número y monto de sus operaciones. Por otro lado, las oportunidades lucrativas en el comercio secundario de valores gubernamentales desalentaron el financiamiento a actividades productivas prioritarias. En efecto, la operación autorregulada de los mercados de valores y productos derivados, controlada por el poder oligopólico de los grupos financieros, al generar oportunidades lucrativas de especulación bancaria eliminaron la práctica sana de intermediación monetaria en apoyo a la producción. Ello explica el lento crecimiento del producto y el empleo durante el periodo 1998-2008, acompañado de un férreo control de la inflación, que se reforzó mediante la instrumentación de medidas de política fiscal altamente restrictiva.

La inestabilidad financiera y la recesión económica que hoy se registra es resultado de dichas medidas, agravado por la grave crisis financiera de los Estados Unidos, debido a la histórica dependencia tecnológica, comercial y financiera de nuestra economía. Bajo estas circunstancias, es evidente que la actual estructura financiera en general y, bancaria en particular, no responde a las necesidades de financiamiento de la inversión que se requiere para retomar la ruta del crecimiento estable y sostenido. Por ello, es necesario replantear el establecimiento de mecanismos de control

y supervisión que obliguen a los bancos a retomar su función de financiamiento y al mercado de valores su papel de fondeo de la inversión. El proceso de financiamiento-fondeo de la inversión es un proceso continuo, compuesto por etapas de corto y largo plazo, que exige de una sincronización del sector bancario y el mercado accionario.

Bajo esta perspectiva, el presente trabajo tiene como objetivo analizar las causas que originaron el proceso de desintermediación bancaria, así como los cambios en la estructura bancaria en México durante el periodo 1988-2007. La hipótesis general que guía este trabajo sostiene que la desregulación financiera, que se inicia en 1983 con la reprivatización de la banca comercial, y se acelera y profundiza durante los años 1988-1993, reforzó la estructura oligopólica de sector bancario, al mismo tiempo que estimulaba el surgimiento de nuevos agentes financieros no bancarios, mediante nuevos productos e instrumentos financieros. La mayor disponibilidad de recursos por parte de la banca comercial, estimuló la expansión del crédito, en particular el crédito a las familias para consumo y adquisición de vivienda. Por su parte, la innovación financiera configuró un ambiente financiero especulativo con la introducción de productos derivados, cuya función es cubrir los riesgos inherentes a dichas operaciones. Esta nueva estructura financiera propició la desintermediación bancaria, que reproduce la inestabilidad financiera y el sobreendeudamiento de los agentes económicos,

Para desarrollar nuestro objetivo hemos dividido el trabajo en tres capítulos. En el Capítulo I se presenta una revisión en torno a la controversia teórica sobre el papel de los bancos en el financiamiento de la inversión y la relación entre el ahorro y la inversión. Dicha revisión se centra en la teoría neoclásica de los fondos prestables, el enfoque monetarista, la nueva escuela clásica, la teoría de Keynes y el enfoque postkeynesiano. En el Capítulo 2 se analiza el proceso de desintermediación bancaria durante el periodo 1983-1995; haciendo énfasis en el comportamiento y estructura de la captación y canalización de los recursos bancarios. Finalmente, en el Capítulo 3 se analiza la nueva estructura del sector bancario para el periodo 1996-2007, así como sus efectos sobre el financiamiento de la inversión. En particular, se analiza el carácter rentista de la banca mexicana, durante, la contracción del crédito a las actividades productivas y la extranjerización de la banca comercial, para entender el proceso de desintermediación bancaria, el carácter especulativo de la banca y la fragilidad financiera de los últimos diez años.

# **CAPITULO I**

## **EL FINANCIAMIENTO DE LA INVERSION Y EL PAPEL DE LOS BANCOS :**

### **UNA BREVE REVISION TEORICA**

# CAPÍTULO I

## EL FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN Y EL PAPEL DE LOS BANCOS UNA BREVE REVISIÓN TEÓRICA

En las primeras fases del desarrollo de los sistemas bancarios, cuando no había muchos bancos y el uso de los billetes bancarios o cheques para realizar pagos no estaba extendido, la capacidad de los bancos para expandir el crédito estaba severamente restringida, al grado de que cada banco estaba limitado a prestar solo lo que tenía en depósitos. En esa etapa era acertado denominar a los bancos como simples canales, es decir, como simples intermediarios entre el dinero de los primarios a los últimos prestatarios. Por tanto, era el ahorro lo que realmente financiaba la inversión mediante el dinero creado por los bancos.

En un estadio histórico donde los bancos no estaban desarrollados como en la actualidad, es entendible la afirmación de que el ahorro financiará la inversión y, por ende, que aquél la precediera. Sin embargo, una vez que los bancos llegan a un nivel de desarrollo, con la consiguiente expansión de sus operaciones entre ellos y el resto del sistema económico, la relación de causalidad de un ahorro previo para emprender la inversión, fue cuestionada ante el poder y capacidad de los bancos comerciales para “crear dinero privado”, más del nivel de sus reservas. En consecuencia, la tesis de que la inversión es anterior al ahorro depende del grado de desarrollo alcanzado por los bancos (Chick, 1990a: 220).

### **1. La Teoría de los Fondos Prestables. La función pasiva de los bancos y el dinero exógeno.**

El enfoque neoclásico marginalista de principios del siglo veinte, sostenía que existían *dos fuentes* de ahorro para satisfacer la demanda de inversión. Una fuente es el ahorro propiamente dicho, al que se referían los economistas clásicos y, que es, el residuo del ingreso después de realizar el consumo. La otra fuente está dada por los recursos disponibles que deja cualquier aumento en la cantidad de dinero. Estos recursos, denominados “ahorro forzoso”, tienen su contrapartida en un incremento de los impuestos

que permite mantener el equilibrio entre oferta de ahorro y demanda de inversión<sup>1</sup>.

### 1.1. Financiamiento de la inversión: Ahorro y emisión de dinero (*ahorro forzado*)

En el enfoque neoclásico, al igual que en la escuela clásica, el ahorro sigue siendo anterior a la inversión, aunque ahora la inversión se puede financiar también mediante la emisión de nuevo dinero, esto es, a través del incremento en la oferta monetaria. De ahí que las fuentes y usos de los fondos prestables adquieren una importancia central para el financiamiento de la inversión. Si representamos la ecuación de los fondos prestables de la siguiente forma:

$$S + \Delta M = I + a_{smm}$$

donde  $S$  es el ahorro,  $\Delta M$  es el incremento en la oferta monetaria,  $I$  es la inversión,  $a_{smm}$  representa la acumulación neta, dada por la acumulación de saldos monetarios por parte de las unidades superavitarias menos la desacumulación del resto de las unidades, se observa que el ahorro puede ir a la acumulación o a la inversión; en tanto que la inversión puede financiarse mediante dinero nuevo (desacumulación) o ahorro. No existe objeción al respecto, ya que ello pueda ser así; aunque ahora el financiamiento de la inversión a través de  $a_{smm}$  o  $\Delta M$  conducirá a una modificación en el nivel de precios, situación que no estaba presente en el análisis clásico que suponía que la inversión sólo se financiaba mediante el ahorro propiamente dicho, que el residuo del ingreso descontado el consumo.

Este cambio en los precios es precisamente el origen de lo que los neoclásicos denominaron *ahorro forzado*. La teoría de los fondos prestables (*TFP*) admitían la posibilidad de que los empresarios retuvieran saldos ociosos con el propósito de mantener una fuente potencial de inversión, pero concibe la acumulación de saldos ( $a_{smm}$ ) separada del ahorro propiamente dicho. Ello implica que el ahorro no pueda mantener en dinero o en valores que devenguen interés y, por ende, que la acumulación no sea una forma de ahorro. Como la *TFP* se refiere a flujos de fondos, se supone que se demanden fondos para financiar la inversión y para mantener la acumulación de saldos. El hecho de que se considere flujos a

---

<sup>1</sup> El concepto de frugalidad forzada o "ahorro forzado" fue utilizado originalmente por Bentham, para referirse a las consecuencias de un aumento en la cantidad de dinero por encima del nivel de producción de pleno empleo.



todas las formas de atesoramiento, incluida la propia inversión, condujo a los neoclásicos a considerar a los activos financieros y al ingreso no destinado al consumo, como fuentes de financiamiento de la inversión y; en consecuencia, afirmar que el ahorro financia la inversión. (Levy, 2001:39).

## **1.2. La oferta exógena de dinero y la igualdad entre ahorro e inversión.**

Por su parte, la creación de dinero (nuevo dinero) y los saldos ociosos acumulados previamente y, que en un momento dado serán desacumulados, son fuentes de oferta. El total de estos fondos, según la *TFP*, están disponibles para la inversión; esto es, se le identifica con el *prestar*. De tal forma que, cuando la acumulación neta ( $a_{sm}$ ) sea cero y la oferta monetaria no se modifique, el ahorro y la inversión determinarán la tasa de interés. Si a esto añadimos que para la *TFP* la acumulación es un fenómeno temporal y poco habitual y que la oferta monetaria es fija; el análisis neoclásico sobre la determinación de la tasa de interés se aproxima a la teoría de la tasa de interés del enfoque clásico. (López, 2008:7).

Por otro lado, debido a que en la *TFP* está implícito el supuesto de que el dinero que no se utiliza para pagar salarios tiene como destino, excluyendo la acumulación, el ahorro; se concluye que el ahorro, casi de forma automática, se convierte en inversión. En este marco analítico lo único que faltaría es fijar la tasa de interés, la cual se determina por la oferta y demanda en el mercado de fondos prestables, y continúa siendo la recompensa por el ahorro, es decir, por abstenerse de consumir. Como se puede observar, este análisis de la *TFP* tiene un carácter microeconómico, o cuando más su alcance explicativo será sectorial, ya que se supone que el dinero circulará de mano en mano; es decir, *será prestado y tomado en préstamo*, o lo que es lo mismo, que el ahorro individual se destinará a la inversión. En efecto, siempre que se supone que el dinero circulara de mano en mano o que será prestado y tomado en préstamo, estaremos ante un planteamiento microeconómico; solamente bajo esta perspectiva, es correcto decir que los activos de una unidad económica son los pasivos de otra, y que el ahorro desaparecerá quedando únicamente la inversión. Este enfoque también puede ser útil para un análisis sectorial, ya que es probable que entre las mismas empresas y entre los particulares se lleven a cabo operaciones de préstamo, pero ello no implica la venta de activos financieros entre ellos.

En un esquema básico de la *TFP*, los particulares ahorran, las empresas invierten, y los inversionistas se financian tomando dinero prestado, pero la realidad es más compleja debido a la evolución institucional del sector bancario (López, 2008:21). Entonces, cómo es que la *TFP* puede concluir que el ahorro será prestado y tomado en préstamo para invertir. Ello es posible por la introducción en su análisis de un elemento macroeconómico, a saber, las modificaciones exógenas en la oferta de dinero; lo que supone a su vez que el ahorro sea igual a la inversión y que el mantenimiento de saldos ociosos sea temporal.

### **1.3. El ahorro *ex-ante*, determinación de la tasa de interés y la función pasiva de los bancos**

Bajo esta perspectiva, la demanda de inversión por parte de las empresas (unidades deficitarias) es cubierta por el *stock* de ahorro previo de las familias (unidades superavitarias). El ahorro *ex-ante* será utilizado para un proyecto productivo, cuya *productividad marginal* les permitirá a los inversionistas pagar la tasa de interés por el uso de dichos ahorros o fondos, hasta el punto en que la tasa de interés se iguale a la productividad marginal del capital obtenido en préstamo. El volumen de capital que demanden las empresas y la tasa de interés que éstas estén dispuestas a pagar por él, mantendrán una relación inversa, ya que a una tasa de interés baja la cantidad demandada de fondos será mayor, y viceversa.

La decisión de los ahorradores de posponer su consumo y la necesidad de fondos para invertir por parte de las empresas, debe coincidir con el propósito de asegurar que no queden fondos sin utilizar. Por ello, es necesario que el nivel de producción que se realiza con aquéllos ahorros (al convertirse en inversión) no esté por debajo del pleno empleo de los factores productivos debido, por ejemplo, a una demanda de capital insatisfecha. (López, 2008:10)

En consecuencia, en el marco neoclásico del equilibrio parcial, es en el mercado de capitales (sin incluir el mercado de dinero) donde se logra el equilibrio entre la tasa de interés que perciben los ahorradores y la que pagan los demandantes de capital. Por tanto, el equilibrio entre ahorro e inversión se da en el mercado de capitales, determinado por el punto donde se intersectan las decisiones de consumo intemporal de los individuos y la productividad marginal del capital; dicho punto corresponde al nivel de la tasa de interés de equilibrio.

La relación entre ahorro e inversión implica una relación de causalidad que es independiente del comportamiento de las variables reales; la cual va del ahorro a la inversión. Ello implica la existencia de un *ahorro ex-ante* y al ahorro como la variable determinante de la actividad económica. El carácter real de esta relación se deriva de la naturaleza no monetaria del mercado de capitales, pues en el enfoque neoclásico las relaciones entre ahorro e inversión se cumplen a partir de los supuestos de la teoría cuantitativa del dinero, que a su vez se sostiene en el axioma del carácter neutral del dinero. En otras palabras, el dinero no afecta las variables reales de la economía, tales como el nivel de producción y empleo. (López, 2008:11)

De lo anterior se desprende el carácter dicotómico entre las variables monetarias y no monetarias, ya que los precios relativos que se forman en los mercados de bienes, trabajo y capital, incluyendo la tasa de interés que se determina en este último mercado, no tienen un carácter monetario. Se trata de variables reales cuya expresión monetaria sólo será de carácter nominal; por consiguiente, la canalización de ahorro hacia la inversión tendrá un carácter monetario porque ésta se realiza en el mercado de fondos prestables, que en el enfoque neoclásico, solo incluye al mercado de capitales; es decir, al margen del mercado de dinero. El mercado de fondos prestables es considerado como la expresión real del mercado de capitales y, la tasa de interés que ahí se determina corresponde a la tasa de interés real que resuelve el equilibrio entre ahorro e inversión (Keynes, 1987: 260).

## **2. El enfoque de Keynes. El financiamiento de la inversión y el papel activo de los bancos.**

Según Keynes, la *TFP* del enfoque neoclásico marginalista<sup>2</sup> no es más que un intento por adaptar la teoría de la tasa de interés de los clásicos a una economía monetaria, conservando la tesis del ahorro *previo* y la prioridad de éste sobre la inversión. Esta afirmación de Keynes se desprende de la crítica que hiciera a dos argumentos de la escuela clásica. La primera crítica sostiene que no es muy probable que la parte ahorrada de un ingreso dado, aumente siempre que la tasa de interés se eleve, como lo afirma la escuela clásica. Aunque no hay duda de que la curva de inversión baje cuando la tasa de interés aumente. Ahora bien, si las curvas de ahorro y de demanda de inversión a un nivel de

---

<sup>2</sup> Recordemos que cuando Keynes habla de los “clásicos” se refiere a los teóricos neoclásicos marginalistas.

ingreso dado, bajan cuando sube la tasa de interés, no existe seguridad para afirmar que una determinada curva de ahorro corte a otra curva de demanda de inversión en un determinado punto. Esto deja ver que las curvas de oferta de ahorro y demanda de inversión no determinan por sí solas la tasa de interés (Keynes, 1987:163-64).

La segunda crítica es sobre el supuesto neoclásico de que un aumento en la cantidad de dinero tiende a reducir la tasa de interés, por lo menos al inicio y en el corto plazo. Según Keynes, este supuesto no se sostiene porque los economistas neoclásicos no explicaron por qué un cambio en la cantidad de dinero puede afectar la demanda de inversión o la decisión de ahorrar una parte de un ingreso dado (Keynes, 1987:164). A partir de estas críticas, Keynes concluye que la escuela clásica ha tenido dos teorías de la tasa de interés: una sustentada en la teoría del valor y la otra basada en la teoría monetaria. Ante esta dicotomía, los clásicos no hicieron ningún intento analítico por conectar las dos posiciones.

## 2.1. El ahorro y el papel activo de los bancos.

Con respecto a la crítica de Keynes sobre la identificación de ahorro con inversión por parte de la TFP, él sostiene que un individuo puede ahorrar tanto manteniendo saldos ociosos como prestando a un interés. Pero, esta tesis no deja bien parado a Keynes, porque si consideramos que los saldos ociosos no necesariamente se mantienen en efectivo (billetes y monedas), sino que pueden ser *depósitos bancarios*, una forma de ahorrar más realista, es probable que surjan *créditos bancarios*, con lo que aparecerá el *préstamo de los fondos*<sup>3</sup>. Una posible salida a este planteamiento de Keynes, podría ser el suponer un mercado de activos financieros homogéneos dentro de cada clase de activos<sup>4</sup>; ello dará paso al surgimiento del mercado secundario de activos. En este contexto, al ahorrador le será indiferente obtener un rendimiento por la tenencia de un activo de segunda mano (esto es, comprado en el mercado secundario) o un activo de nueva emisión (adquirido en el mercado primario). Pero, sólo la venta de nuevas emisiones representa *endeudamiento* y *préstamo*;

---

<sup>3</sup> Al respecto, debe señalarse que Keynes suponía la existencia de tres activos: efectivo, depósitos bancarios y bonos, y consideraba a éstos últimos, como el típico instrumento generador de beneficios.

<sup>4</sup> Victoria Chick (1990a:217) considera que la introducción del supuesto de activos financieros homogéneos permite rescatar el argumento de Keynes que sostiene que la relación directa entre ahorro y préstamo se puede romper; incluso, firma que esta es más bien una excepción, porque la regla es que dicha relación no se dé.

además de que estas transacciones (mercado primario y secundario) se dan entre ahorradores del período corriente y tenedores de activos existentes (Chick, 1990a: 218).

El supuesto de activos homogéneos nos permite entender que, en la medida que coexistan activos nuevos (nueva emisión) y viejos (emisiones pasadas) es muy probable que la relación directa entre ahorro (depósitos) e inversión (préstamo) supuesta por la TFP, se rompa, como lo sostenía Keynes<sup>5</sup>. Esa posibilidad no fue contemplada por los neoclásicos debido a que, al igual que en la escuela clásica, su análisis partió de que el ahorro es la parte del ingreso que los individuos deciden abstenerse de consumir en el presente para consumirlo en el futuro. Esta decisión está determinada por la tasa de interés, que resulta ser la *prima* que el ahorrador exige por abstenerse de consumir en el presente y postergar para el futuro un mayor consumo. (López, 2008:9-10)

La existencia de un *ahorro forzoso*, concebido por el enfoque neoclásico marginalista como el flujo de ahorro derivado del cambio en los precios, fue apoyado por Keynes en su *Treatise on Money*. Sin embargo, la misma fue criticada y objetada en la *Teoría General* (Keynes, 1987:164-165); aunque al menos una de sus versiones del multiplicador implicaba una idea de *ahorro forzoso* (Chick,1990). Por otro lado, la igualdad entre ahorro e inversión en la TFP es criticado por Keynes, porque ello implica que el consumo, la eficacia marginal del capital y la preferencia por la liquidez se determinen conjuntamente, con lo que desaparece el factor tiempo.

Además, Keynes rechaza el carácter temporal del mantenimiento de los saldos ociosos supuesto por la TFP. Si bien Keynes admitía, al igual que la TFP, la posibilidad de que los empresarios retuvieran saldos ociosos con el propósito de mantener una fuente potencial de inversión; Keynes no concibe la acumulación de saldos separada del ahorro, como lo supone la TFP. Para Keynes el ahorro se puede mantener en dinero o en valores que devenguen interés; por tanto, para él la acumulación es una forma de ahorro.

## **2.2. La preferencia por la liquidez y la determinación de la tasa de interés.**

Según Keynes, la existencia de incertidumbre respecto al nivel futuro de la tasa de interés es la condición necesaria para que exista preferencia por mantener dinero, esto es,

---

<sup>5</sup> Según Chick, Keynes cometió un exceso al considerar que la relación entre ahorro e inversión era completamente independiente; según ella, bastaba con afirmar que mantenían una relación semi-independiente (Chick, 1990a: 218).

preferencia por la liquidez. La tasa de interés, como la recompensa por desprenderse de la liquidez durante un tiempo determinado, es el *precio* que iguala el deseo de conservar riqueza en forma de dinero con la cantidad disponible de éste último. Por tanto, es la cantidad de dinero, en combinación con la preferencia por la liquidez, la que determina la tasa real de interés, en determinadas circunstancias.

En la *Teoría general*, la tasa de interés es simplemente el precio que se cobra por perder liquidez, es el precio que permite coordinar la política monetaria con el funcionamiento del sistema bancario y la demanda de liquidez especulativa que desean poseer los ahorradores. De ahí que los movimientos en la inversión generen cambios en el ingreso, que afectan el nivel de ahorro, permitiendo que en algunos casos éste se iguale a la inversión. Pero ello no significa que a diferentes niveles de inversión o empleo correspondan diversas tasas de interés naturales.

Para Keynes la tasa de interés es un fenómeno estrictamente monetario, determinado por la oferta y la demanda de dinero y; por tanto, la tasa de interés es la recompensa por no atesorar y no influye en el ahorro. Simplemente es la recompensa por mantener el ingreso no consumido (ahorro) en activos financieros distintos al dinero, es decir, es el pago por desprenderse de liquidez. En tanto que la oferta de dinero es una variable exógena que es afectada por las necesidades de transacción y financiamiento, y la demanda de dinero es función del motivo transacción, precaución, financiación y especulación. Los dos primeros se consideran constantes mientras que el tercero, se caracteriza por ser variable debido a que aumentos en la decisión de inversión provocan mayores necesidades de dinero.

Lo relevante del planteamiento de Keynes es que introduce la tasa de interés como límite mínimo de la rentabilidad de la inversión y la caracteriza como un fenómeno completamente monetario, que sólo determina la forma en que se mantiene el ahorro y no incide sobre su volumen. Así mismo, enfatiza el hecho de que las variaciones en la actividad económica inducen cambios, ya sean discrecionales o planificados, en las decisiones de inversión; que a su vez inducen efectos sobre los motivos transacción y precaución. Ello aunado a la existencia de incertidumbre, provocan movimientos en la preferencia por la liquidez que inducen variaciones en el nivel de la tasa de interés, dada una oferta monetaria. Como vemos, la incertidumbre vuelve a jugar un papel central en la determinación de la tasa de interés y, por tanto, afecta indirectamente a la inversión. (Levy:2001:50)

Cabe destacar que Keynes separa el efecto de las expectativas en la eficiencia marginal del capital del impacto de las expectativas en la compra y venta de bonos; es decir, de la preferencia por la liquidez. En la *Teoría*, la eficiencia marginal del capital y la tasa de interés se mueven de manera independiente. Keynes desarrolla el concepto de eficiencia marginal del capital a partir de las expectativas empresariales futuras, altamente volátiles en la medida que están sujetas a incertidumbre. De ahí la inestabilidad de la inversión, pues la autoridad monetaria no será capaz de controlar la inversión, únicamente a través de la regulación de la tasa de interés.

Con la separación de la eficiencia marginal del capital de la tasa de interés, las expectativas empresariales no sólo adquieren bases reales, sino además se ven influidas por la incertidumbre; en tanto que la inversión adquiere una doble dinámica, la que se desprende de los movimientos en la tasa de interés y la que se deriva de la eficiencia marginal del capital. Para Keynes, la inversión es inelástica con respecto a la tasa de interés, pero como también depende de la eficiencia marginal del capital, es muy probable que el manejo de la tasa de interés por parte del banco central no garantice el control de las variaciones en el nivel de la inversión. Lo contrario implica un ajuste constante de la tasa de interés, lo cual resulta una tarea imposible para el banco central. (López, 2008:15)

Partiendo de este marco analítico, Keynes elabora una explicación del comportamiento del mercado de fondos prestables, que se determinan a partir de  $r_d$  y  $r_o$ ; siendo  $r_d$  la tasa de interés que determina la demanda de fondos y  $r_o$  la que determina la oferta. Si  $r_d$  está determinada por la eficiencia marginal del capital y  $r_o$  por la oferta monetaria y por la preferencia por la liquidez; de acuerdo con Keynes, los cambios esperados en el valor del dinero actúan sobre  $r_d$ , y estimulan o desestimulan la inversión, pero no actúan directamente sobre la tasa de interés de la oferta de fondos ( $r_o$ ). Por tanto, las expectativas de precios esperados más altos elevarán a  $r_d$ . Si  $r_d$  sube acercándose a  $r_o$ , la inversión se estimula, pero si  $r_d$  no se eleva, la inversión no se incrementará<sup>6</sup> (López, 2008:16).

Si consideramos que las expectativas sobre el futuro ocupan un papel central en la teoría de Keynes, Fisher comete un grave error al no incorporarlas de manera explícita. Al respecto Keynes dice: “...*la teoría del profesor Fisher podría volver a exponerse mejor en*

---

<sup>6</sup> Cabe señalar que Fisher no hace ninguna distinción entre estos dos casos. Él distingue entre tasa de interés real y la tasa nominal, pero no precisa si los cambios futuros en el valor del dinero fueron anticipados o no. Ello le mereció la crítica de Keynes, en sus palabras: “*Es difícil conferirle sentido a esta teoría como ha sido expuesta, porque no es claro si el cambio en el valor del dinero es anticipado o no*” (Keynes, 1987:129-131).

términos de una “tasa real de interés” definida como la que tendría que regir, a consecuencia de una variación en el estado de las expectativas respecto al valor futuro del dinero, para que este cambio no tuviera efecto sobre la producción corriente”(Keynes,1987:131).

### **2.3. El mecanismo de financiamiento de la inversión: El *motivo financiación y el fondo de rotación.***

Siguiendo a Keynes, podemos definir a la tasa de interés como el precio que se debe pagar por tener liquidez o también como el precio por tomar prestado fondos. Partiendo de esta última definición, es correcto determinar su nivel a partir de la oferta y demanda de dinero, en virtud de que el dinero se retiene o se presta. Este argumento nos permite relacionar la tasa de interés con el financiamiento de la inversión. En el capítulo 10 de la *Teoría General*, Keynes da a entender que al finalizar el proceso multiplicador el ahorro financia la inversión. A nivel macroeconómico, ello implica que primero ocurra el acto de financiamiento y, posteriormente, es probable que el ahorro y la inversión se igualen. Esta deducción se sustenta en las siguientes afirmaciones de Keynes:

*“Sin embargo, tenemos que acudir al principio general del multiplicador para explicar cómo las fluctuaciones en el monto de la inversión, comparativamente pequeñas en relación con el ingreso nacional, son capaces de generar fluctuaciones en la ocupación total y en el ingreso de una amplitud mucho mayor que ellas mismas” (Keynes, 1987: 114);*

y más adelante agrega:

*“... Pero, en cada intervalo de tiempo, la teoría del multiplicador sigue siendo válida en el sentido de que el incremento de la demanda total es igual al producto del incremento de la inversión total por el multiplicador, ya determinado por la propensión marginal a consumir” (Keynes, 1987:115).*

Esta interpretación de Keynes nos permite retomar el vínculo entre ingreso y consumo para explicar la naturaleza del ahorro. En términos agregados, podemos decir que el ingreso financia el consumo, habiendo siempre un sobrante. Por otro lado, la tasa de interés influye en el nivel de la inversión porque el ingreso del periodo corriente no la financia; lo que significa que deben venderse activos financieros previamente acumulados, o bien solicitar préstamos fuera de la empresa<sup>7</sup>. Ello nos conduce directamente a la relación entre la tasa de interés (precio del dinero prestado), el ahorro (ingreso no consumido) y la inversión.

---

<sup>7</sup> Es evidente que a nivel microeconómico, algunas empresas reinviertan sus utilidades sin tener que recurrir al financiamiento externo; e incluso, generan superávit que son canalizados al sistema financiero.



En cuanto a la relación entre ahorro-inversión, la postura de Keynes es clara, en economías monetarias avanzadas, siempre el ahorro y la inversión se igualan, pero enfatizando el hecho de que las decisiones de ahorrar e invertir se realizaban por diferentes personas. Al respecto Keynes dice:

*“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 y que el ahorro es igual al excedente del ingreso sobre el consumo..., la igualdad entre el ahorro y la inversión es una consecuencia necesaria” (Keynes: 1987: 64).* El subrayado en nuestro

Con esta precisión Keynes se estaba apartando de la tesis de los economistas clásicos, que sostenía que el ahorro fluye *automáticamente* hacia la inversión y, en consecuencia, es una *condición previa* para la inversión<sup>8</sup>. El análisis de Keynes sobre la relación ahorro e inversión es ubicado en un marco micro-macroeconómico de una economía monetaria y descentralizada, donde sólo los individuos pueden hacer planes. Ello explica la existencia del ahorro *ex-ante* como un concepto microeconómico. El exceso de ingreso sobre el consumo se le presenta al individuo como una suma de dinero que debe emplearse en inversiones financieras, que incluye depósitos bancarios y dinero en efectivo<sup>9</sup>. En la práctica, este es el proceso de ahorro individual que todos los individuos hacen; en otras palabras, se ahorra mediante la adquisición de activos financieros.

A nivel macroeconómico, el ahorro agregado puede ser la suma de las adquisiciones individuales de activos financieros y dinero. La existencia de activos financieros está determinada por los oferentes de éstos instrumentos, es decir, por los prestatarios no por los demandantes (ahorradores). Los bancos siempre aceptarán depósitos, pero el volumen agregado de éstos está determinado tanto por las peticiones de los prestatarios, como por el grado de confianza de la gente para depositar su dinero en los bancos. Sin embargo, no todos los depósitos de efectivo representan ahorro en sentido estricto, pues los depósitos a

---

<sup>8</sup> Al respecto Keynes dice: “A diferencia de la escuela neoclásica, que cree que el ahorro y la inversión pueden ser realmente desiguales, la escuela clásica propiamente dicha ha aceptado el punto de vista de que son iguales... En verdad, la mayoría de los miembros de la escuela clásica llevaron esta creencia demasiado lejos, desde el momento que sostenían que a todo acto individual de aumento de los ahorros sigue por necesidad otro correspondiente de crecimiento en la inversión” (Keynes: 1987: 160). El subrayado es nuestro.

<sup>9</sup> El dinero no tiene un uso *intrínseco*, ya que su utilidad se deriva de lo que puede comprar y de la flexibilidad que permita en la distribución temporal de los pagos. De la misma forma, los activos financieros no tiene un uso *intrínseco*, se mantienen por el beneficio que generan. Ambos representan un depósito temporal para el poder de compra; es decir, son formas temporales de mantener un exceso de ingreso que no se va a gastar inmediatamente.

menores plazos otorgan menos flexibilidad a los bancos. En general, a nivel macroeconómico, el nivel de inversión dependerá en primera instancia, del nivel de ingreso debido a que éste determina la demanda efectiva; factor determinante de la actividad económica en el análisis de Keynes.

Si se acepta la dificultad para establecer la conexión entre el ahorro individual (micro) y el ahorro agregado (macro) es posible entender la idea de Keynes de que el ahorro es un *residuo* (López, 2008:21). Esta afirmación se sustenta en la idea de Keynes de que “el consumo es prioritario en el ingreso del hombre”, en tanto que el ahorro se ajusta a las variaciones temporales o inesperadas en el nivel de ingreso. En consecuencia, el ahorro sólo es *residual* durante el ajuste, mientras que el ahorro agregado corresponde al ahorro realmente *planeado*, el cual no es residual. El ahorro como un residuo corresponde más a los planes de ahorro individual, pero el ahorro agregado no puede ser la simple suma de éstos planes individuales. Probablemente, esta idea fue la que condujo a Keynes a explicar en un pie de página, lo siguiente: “...Como para el concepto de ahorro ex-ante no puedo encontrarle ningún sentido” (Keynes, 1937a:210).

En la *Teoría general*, el ahorro agregado no es una variable financiera, es “no consumo”, y el no consumo no puede financiar nada. A nivel microeconómico, la decisión de ahorrar se toma conjuntamente con la decisión de consumo; posteriormente debe tomarse otra decisión sobre cómo disponer del ingreso no gastado en bienes de consumo. A nivel macroeconómico, esta decisión aparece hasta el momento de disponer del ahorro, es decir, de invertir. Keynes distingue, por un lado, el nivel microeconómico que queda planteado cuando Keynes postula que el nivel de ingreso determina el volumen (residual) del ingreso no consumido (ahorro), esto es, la relación ingreso-ahorro y, por el otro, la perspectiva macroeconómica, cuando postula que el nivel de la tasa de interés determinará en dónde se colocará éste volumen residual de fondos (ahorro), es decir, la relación ahorro e inversión. Quedando así determinada la relación de conjunto, ingreso, ahorro e inversión.

Al respecto, podemos señalar que la teoría de la tasa de interés puede desarrollarse en términos de demanda de activos financieros, ya que el ahorro no es el resultado de una decisión aislada, en el sentido de que se toma conjuntamente con la decisión de consumo. Dado que la tasa de interés influye tanto en la colocación de los ahorros del periodo corriente, como en la de los ahorros acumulados con anterioridad (*stock* de riqueza), el *stock*

preexistente de los particulares, que no poseen capital físico productivo y los beneficios retenidos por parte de las empresas también deben mantenerse en activos financieros.

Keynes rechazó la tesis del ahorro previo argumentando que tanto el ahorro como el consumo dependen del ingreso del periodo corriente. Así que, aunque el ahorro aumente cuando el ingreso se eleva, en la medida en que la propensión al consumo sea estable el ahorro no puede iniciar una variación en el nivel del ingreso. Por su parte, la inversión es independiente del ingreso del periodo corriente, porque reacciona a las expectativas de largo plazo que son independientes de los resultados de corto plazo. Esto significa que existe un amplio margen de libertad para aquélla se desplace; por ejemplo, si las expectativas presentan una alta volatilidad, la inversión puede variar de forma sorpresiva, dando como resultado una drástica variación en el ingreso y, por ende, en el ahorro. Sin embargo, si la inversión no se financia, ésta no se realizará, es necesario respaldar la demanda con poder de compra, que es la función que cumplen los bancos a través del crédito.

En su análisis sobre el motivo *financiamiento*, Keynes aborda el papel del crédito bancario desde una perspectiva dinámica. En respuesta a un comentario de Ohlin sobre la *Teoría General*, Keynes desarrollo el tercer motivo para demandar dinero, el *motivo financiación* (1937a: 201-223). En dicho comentario Ohlin afirmaba que en la *Teoría* la tasa de interés dependía de la demanda de nuevos créditos provocadas por el ahorro *ex-ante* (Keynes, 1937a, 216). Keynes estuvo de acuerdo con este planteamiento, pero Keynes aclara que él no se refiere al mismo concepto de Ohlin. Este se refería al crédito, en tanto que Keynes, en consistencia con su teoría de la preferencia por la liquidez, se refería únicamente a la demanda para *mantener dinero* para financiar gastos que no son rutinarios y, que por ello no pueden ser financiados con el ingreso del periodo, pero que a la vez son grandes para ser financiados con los saldos retenidos por el motivo precaución.

De acuerdo con este razonamiento de Keynes, El motivo *financiación* no se refiere a los fondos necesarios para sustentar un proyecto de inversión hasta el final del proceso, simplemente se refiere a la cantidad de dinero necesaria para poner en marcha el proyecto (Keynes, 1937a: 216). En otras palabras, se refiere a la cantidad de efectivo que se requiere para iniciar el proyecto durante el periodo que va de la “planeación” a la “ejecución” del mismo. No se refiere al financiamiento en el sentido de flujo de caja que se requiere para cubrir el financiamiento total del proyecto, ni en el sentido de capacidad de pago de los costos fijos para la adquisición de un *stock* de capital nuevo. Se refiere a los requerimientos

de efectivo en el intervalo entre la decisión de invertir y su implementación, que bien puede satisfacerse mediante la venta de activos líquidos; esto es, la transformación de los saldos de bonos por motivo de precaución a saldos de efectivo por motivo financiación, que fue la vía en que insistía Keynes, o mediante un préstamo de efectivo a los bancos por parte de las empresas.

Keynes enfatiza el hecho de que el motivo financiación no significa una retención del ingreso para mantenerlo en forma de efectivo, sino para mantener saldos monetarios temporalmente para iniciar los gastos temporales excepcionales. En la práctica, las empresas casi nunca mantienen efectivo; de tal forma que, en el caso de que una empresa utilice préstamos bancarios para cubrir el motivo *financiación* para evitar la irrupción del flujo de gasto, es muy probable que con el propósito de minimizar los costos por pago de intereses (costos financieros), los fondos se tomaran prestados o los activos líquidos se venderán lo más próximo al momento de gastarlos. En este último caso, la existencia de créditos no utilizados no afectará las decisiones de los bancos (Keynes, 1937b:23).

La importancia del motivo *financiación* en Keynes, proviene de la variabilidad de la inversión, pues este motivo solo tiene efectos cuando se realizan planes para incrementar o reducir la inversión. Por tanto, la importancia de este motivo se basa en el *cambio* en la actividad económica y, en consecuencia, en el nivel de la inversión. Este es precisamente, el sentido del “fondo de rotación” de Keynes.

### **3. La Síntesis Neoclásica y el financiamiento de la inversión**

Después de la Segunda Guerra Mundial, la teoría de Keynes fue fuertemente criticada y reinventada por Hicks en el famoso modelo de la IS-LM, que representaba dos mercados, uno “real, de bienes (IS) y otro monetario (LM), relacionados entre si, a través de una tasa de interés de equilibrio a la manera walrasiana. Se construyó un modelo analítico totalmente distinto al postulado por Keynes, ya que desaparece el carácter inestable de la demanda de dinero y la incertidumbre, dos aspectos fundamentales del análisis de Keynes, para explicar los problemas de una economía monetaria industrializada.

En este modelo neoclásico se encasilla a la *Teoría General* en un marco analítico de equilibrio general walrasiano, en el cual el dinero apenas importancia. A medida que dicho esquema ganaba predominio en los círculos académicos y políticos, se fue ampliando con la incorporación de sistemas simultáneos de ecuaciones sofisticadas, donde “todas las variables dependen de todos las demás”.

### **3.1. El ahorro ex-ante y el financiamiento de la inversión.**

Para los teóricos de la Síntesis Neoclásica, el ahorro depende del ingreso, pero sostienen que está determinado por las variaciones en la tasa de interés. Dejando de lado la tesis de Keynes que sostiene que el ahorro depende del nivel ingreso y, que éste a su vez está determinado por la inversión. En este marco, la Síntesis Neoclásica afirma que la oferta de fondos depende del volumen de ahorro, el cual se ve influido por los movimientos de la tasa de interés; en consecuencia, el volumen de la inversión estará determinado por la tasa de interés.

Al identificar el ahorro con el financiamiento y, sostener que el ahorro es la condición previa de la inversión, estos teóricos están relacionando directamente la inversión con la frugalidad de los agentes económicos; esto es, con la posposición del consumo presente hacia el futuro y con los rendimientos de la inversión. Por consiguiente, los recursos reales no consumidos en el presente determinan el monto de la inversión fija y el ingreso futuro.

Al respecto, cabe recordar que los clásicos aceptaban que el ingreso es un factor importante en la determinación del ahorro; sin embargo, ignoraron la influencia de la inversión en el ingreso, por considerar que éste último correspondía al nivel de pleno empleo (es decir, se trataba de una variable predeterminada) y, por tanto, la influencia de la inversión en la determinación de la tasa de interés. Por otro lado, la oferta de fondos prestables y, en consecuencia, el volumen de la inversión, solamente dependían de las variaciones en la tasa de interés, la cual era determinada por la oferta y demanda de dinero en el mercado de dinero. Bajo esta perspectiva, el dinero únicamente cumple dos funciones, demanda de saldos para consumo y para financiar la inversión. No existe el motivo especulación para demandar dinero, porque no existe incertidumbre y el sistema económico tiene al pleno empleo (Levy : 2001:38).

### 3.2. La oferta exógena de dinero, determinación de la tasa de interés y el papel pasivo de los bancos

La concepción del ahorro *ex-ante* supone que el ingreso está predeterminado a nivel de pleno empleo, y que la flexibilidad de los precios equilibran el ahorro y la inversión y la oferta y la demanda agregadas. Cuando el ahorro es mayor que la inversión, la tasa de interés de mercado es superior a la tasa de interés natural, generando presiones hacia la baja de la tasa de interés de mercado. Ello hará incrementar la inversión porque se reduce el costo de financiamiento, y deprimirá el ahorro porque obtendrá rendimientos menores, proceso que se detendrá cuando se igualen ambas variables, generándose equilibrio entre la oferta y la demanda. Asimismo, desequilibrios entre el ahorro y la inversión reducen el nivel de empleo (N), lo cual, ante una oferta de trabajo constante, reduce el salario real (w), deprimiendo el nivel de precios (P), desencadenándose con ello un proceso deflacionario que incrementará el valor de los saldos monetarios (Y/P), se elevará la demanda por consumo (C) con el consecuente de las ganancias capitalistas (G), alentándose así la inversión hasta igualarse con el ahorro, haciéndose lo mismo con la oferta y la demanda.” (Levy:2004:184).

En el esquema IS-LM el dinero sólo realiza las funciones de medio de cambio y unidad de cuenta, desapareciendo la función de depósito de valor, porque al dinero, en tanto tal, no se le concede la capacidad de apropiación de ganancias; por ende, el dinero se retiene únicamente durante el intervalo entre la percepción de ingreso y la compra de bienes. O sea, el dinero sólo circula para incrementar la eficiencia del intercambio. Dado que la demanda de dinero es estable, el dinero no afecta el volumen de la producción porque la elasticidad de la oferta de bienes y servicios es igual a cero y existe proporcionalidad de la demanda efectiva. Ello indica que aumentos en la masa monetaria provocan aumentos proporcionales en la demanda de bienes y servicios y, dada la inflexibilidad en la oferta, los precios suben de manera proporcional.

Por su parte, la tasa de interés está determinada por la rentabilidad del capital (productividad marginal de capital) y la frugalidad de los ahorradores: Ello supone que la tasa de interés se fija en el mercado de capitales, donde se ofrecen los títulos de las empresas cuya función es recolectar financiamiento para proyectos de inversión, los cuales son demandados por las familias que reducen su consumo, a fin de lograr mayores niveles en el futuro. Así, las variaciones de la demanda de dinero obedecen a variaciones en la rentabilidad de capital fijo, y cambios en la oferta de dinero se explican por cambios en la

preferencia temporal de consumir, volviéndose flexible ésta variable. La tasa de interés nominal puede ser afectada por políticas monetarias expansivas, que ejercen presión a la alza en los precios, generando procesos inflacionarios; sin embargo, la tasa de interés real se mantiene constante porque la neutralidad del dinero se aplica tanto en el corto como en el largo plazos. "(Levy:2004:185). En otras palabras, la síntesis soslaya los fundamentos centrales de la teoría de la demanda efectiva, que es la incertidumbre, el tiempo histórico y el carácter eminentemente monetario de la economía capitalista

De esta manera, el paradigma teórico de la visión ortodoxa se basa en los siguientes axiomas: 1) el dinero es neutral, o sea, afecta sólo a los precios monetarios y no modifica las decisiones de producción. 2) La oferta crea su propia demanda; ello implica que la economía posee mecanismos autoregulatorios que garantizan el pleno empleo de las fuerzas productivas y el desempleo existente se considera voluntario. 3) Todas las mercancías (incluido el dinero) son perfectamente sustituibles, es decir, la función del dinero puede ser asumida por cualquier otro bien. 4) Existe un mundo ergódico, lo cual entrevé que el futuro económico es predecible y confiable, y se conoce mediante el estudio de eventos económicos pasados.

#### **4. Los monetaristas y la Nueva Escuela Clásica**

A medida que el modelo IS-LM se hacía más complejo con la introducción de un sistema de ecuaciones simultáneas que conducían al equilibrio general, este esquema era desprovisto de los pocos aspectos que contenía el burdo keynesianismo que Hicks les había inyectado. De tal forma que quedaba desprovisto de contenido realista, para explicar los problemas de una economía monetaria moderna, como las elevadas tasas de inflación y desempleo y el lento crecimiento económico. Al grado de que en 1985 Milton Friedman revive las teorías cuantitativas del dinero de Fisher y Marshall, después de más de dos décadas de haber surgido.

##### **4.1. Los antecedentes teóricos del monetarismo**

Los antecedentes teóricos del monetarismo moderno se encuentran en la teoría cuantitativa del dinero. Dicha teoría tiene dos enfoques; el enfoque de transacciones, y el de

Marshall, denominado también como enfoque de saldos monetarios. Fisher contemplaba el dinero exclusivamente como un medio de cambio y suponía que su velocidad de circulación era estable, ya que estaba determinada por las prácticas comerciales que no varían rápidamente (e.g. la frecuencia con la que la gente recibe su ingreso, los acuerdos financieros para realizar transacciones, el desarrollo del transporte y las comunicaciones, etcétera). Al volumen de transacciones ( $T$ ) lo consideraba condicionado a la disponibilidad de recursos, y por lo tanto independiente de  $M$ , de  $V$  y de  $P$ . Bajo estos supuestos, es decir, con una  $V$  estable y una  $T$  predeterminada, un aumento en  $M$  habría de producir necesariamente un incremento proporcional en  $P$ , ya que  $MV = PT$ .

Por su parte, Marshall suponía que el dinero no solo se demandaba como medio de cambio sino, también como un activo financiero, es decir, como un depósito temporal de valor. En su análisis Marshall estudió la relación entre la cantidad de dinero y el nivel de precios partiendo de la igualdad que se da en el intercambio entre la cantidad de dinero multiplicada por su velocidad de circulación, y la producción real multiplicada por su precio. El definió esa relación como  $M = ky$ , donde  $y$  es el ingreso nominal, o sea el ingreso real ( $Y$ ) multiplicado por el nivel de precios ( $P$ ):

$$y = PY$$

Marshall llegó a afirmar que la gente desearía tener "poder adquisitivo" no sólo en función de sus ingresos ( $Y$ ) sino también de sus activos ( $A$ ), de modo que:

$$M' = kY + k'A$$

donde  $M'$  representa no sólo el dinero en efectivo sino también los sustitutos del dinero; y  $k'$  denota la velocidad de circulación del "poder adquisitivo" en operaciones con activos, que puede ser diferente de su velocidad en las transacciones con el ingreso ( $k$ ). La independencia de  $k$  (o de  $V$ ) respecto a  $M$ ,  $P$  e  $r$  es esencial para que la ecuación cuantitativa se convierta en una teoría de los precios, pues si  $k$  depende a su vez de  $M$ , es imposible saber el efecto que un cambio en  $M$  tendrá sobre  $P$ , a menos que se especifique también la función de  $k$  con respecto a  $M$ ; lo mismo sucederá si  $r$  dependiera de  $M$ , o si  $k$ ,  $r$  y  $M$  dependieran de  $P$ .

El supuesto de la independencia de  $k$  (o de  $V$ ) respecto a las otras variables de la ecuación, en particular respecto a  $M$ , ha sido severamente criticado en la literatura, pues es lógico suponer que las tasas de interés habrán de afectar los deseos del público por



conservar saldos líquidos (haciendo variar  $k$ ), y las tasas de interés van asociadas a cambios en la cantidad de dinero  $M$ . Únicamente suponiendo que las tasas reales de interés no se ven afectadas por la oferta monetaria, es posible obtener de la ecuación cuantitativa un modelo de determinación de precios. En consecuencia, la teoría cuantitativa presupone que la tasa de interés es un fenómeno real, independiente de la oferta monetaria.

Para Fisher el dinero solo es un medio de cambio y, está compuesto exclusivamente por billetes y moneda metálica; mientras que para Marshall, el dinero puede demandarse no sólo como un medio de cambio sino también como un activo financiero, es decir, como un depósito temporal de valor. Esta es la diferencia fundamental entre la corriente fisheriana y la corriente de Cambridge a la cual pertenecen los modernos monetaristas (e.g. Friedman, Johnson, Sargent, Lucas, etcétera).

Por otro lado, Marshall, al igual que Fisher, supuso que la velocidad de circulación del dinero era estable, e independiente de las otras tres variables de su ecuación ( $M, P, Y$ ). Esto significa que la demanda de dinero estable y, que si no hay limitaciones al pleno empleo de los recursos, el principal determinante del nivel de precios es la oferta monetaria, ya que para que la ecuación  $M = ky = kPY$  se cumpla, con una  $k$  estable<sup>10</sup> y una  $y$  fija al nivel de pleno empleo, es preciso que  $P$  se ajuste a cualquier cambio en  $M$ . (Mántey, 1998).

#### 4.2. La demanda de dinero estable y la determinación de la tasa de interés

Para Friedman y los teóricos cuantitativos modernos, el nivel de ingreso real es en el largo plazo independiente de la oferta de dinero, mientras que los cambios a largo plazo en el ingreso nominal son causados por cambios en  $M$ , y no al revés. Bajo este marco, la teoría de la tasa de interés en que se apoyan los modelos monetaristas ha variado poco a lo largo de este siglo. Friedman en 1981 sostiene, al igual que Fisher en 1930, que la tasa de interés real depende, por un lado, de las preferencias del público por consumir ahora en lugar de consumir en una fecha futura; y por otro lado, de la tasa de ganancia, o sea de la utilidad que puede obtenerse dedicando el capital a un uso productivo. Para ambos, también la tasa de

---

<sup>10</sup> Aún cuando Marshall consideraba a  $k$  estable, no la suponía como una constante. Él afirmaba que podía variar por cambios en los hábitos del público y que si esto sucedía, era posible que una variación en  $M$  no se tradujera en un cambio proporcional en  $P$ . Aunque también puede suceder que los precios fluctúen, a pesar de que la autoridades monetaria mantenga a  $M$  estable.

interés nominal es igual a la tasa de interés real más la tasa de inflación esperada.

En los modelos monetaristas, la oferta monetaria no puede influir sobre la tasa de interés real, únicamente puede llegar a afectar la tasa nominal a través de su influencia sobre las expectativas de inflación. Cuando este es el caso, es decir, cuando las expectativas de precios toman en consideración la cantidad de dinero en circulación, un aumento en la oferta monetaria en lugar de reducir la tasa de interés nominal (como sucedería en el modelo de Keynes) tiende a elevarla. (Mántey, 1998: 99)

Friedman, al igual que la corriente de Cambridge, a la cual pertenece, considera al dinero no sólo como un medio de cambio, sino también como un activo financiero que compete con otras formas de mantener riqueza. De ahí que la riqueza esté compuesta por: 1) los saldos monetarios (*i.e.* dinero); 2) los valores de renta fija (*e.g.* bonos); 3) valores de renta variable (*e.g.* acciones de empresas); 4) activos físicos no productivos (*e.g.* joyas, obras de arte); y 5) capital humano. A su vez la demanda de dinero está compuesta por la demanda de individuos, como forma de invertir sus ahorros, y lo que hacen las empresas, como un bien de capital que les ayuda a generar ingresos.

La demanda de dinero de los inversionistas individuales, como su demanda por otros activos, depende de tres factores: i) los rendimientos del dinero y de los activos alternativos; ii) el monto de la riqueza existente (*i.e.* en forma de activos financieros, bienes, etcétera); iii) las preferencias de los inversionistas. La demanda de dinero de las empresas depende de: i) el costo de oportunidad de mantener saldos monetarios, en lugar de invertir en otros activos que produzcan mayor rendimiento; es decir, de los rendimientos de otros activos alternativos; ii) el ingreso generado por la empresa; iii) los parámetros de la función producción. (Mántey, 1998: 100)

Una vez definidos los componentes de la riqueza y la demanda de dinero, Friedman reinterpreta y reformula la ecuación cuantitativa, al principio como una teoría de la demanda de dinero, no como un modelo de determinación de los precios o del ingreso. Sin embargo su ecuación:

$$M / P = (r_b, r_e, \Gamma, Y, u, w)$$

puede convertirse en una teoría del nivel de precios si la reescribimos como:

$$P / M = v(r_e, r_b, \Gamma, u, w)Y$$

Si definimos a  $v=1/\Gamma$  despejamos a  $P$ , nos queda:

$$P = v(r_e, r_b, \Gamma, u, w)YM$$

En esta forma, la ecuación indica el nivel de precios de equilibrio, o sea, aquel al cual:

$$M_s = M_d = M$$

Dado que el ingreso real es conocido por ser el de pleno empleo, la ecuación también indicará el nivel del ingreso nominal de equilibrio. Pero, esta ecuación no constituye un modelo de determinación del ingreso o de los precios, mientras no se especifiquen los determinantes de las tasas de interés, el ingreso real, las expectativas de precios, etcétera. A pesar de esta deficiencia, es evidente el empeño de los monetaristas por demostrar que  $M_s$  es exógena, esto es, independiente de  $M_d$ , y que la tasa de interés es un fenómeno real y no monetario.

La exogeneidad de la oferta monetaria la derivan de los balances bancarios, suponiendo constantes las preferencias por liquidez del público  $(c, s)$ , y los requisitos de reserva bancaria  $(r)$ . De acuerdo con este análisis, la oferta monetaria es igual al multiplicador monetario  $(k)$  por la base monetaria  $(BM)$ :

$$M_s = \bar{k}(BM)$$

Para los monetaristas,  $\bar{k}$  es una variable predeterminada, pues depende de las preferencias del público por dinero en efectivo  $(c, s)$ , y los coeficientes de reserva bancaria  $(r)$  que suponen estables a corto plazo.

$$k = \frac{1}{r + c(1-r)}s$$

Consecuentemente, para ellos las variaciones de la oferta monetaria  $(M_s)$  responden principalmente a variaciones en la base monetaria. La base monetaria  $(BM)$ , según el balance del banco central, es igual a la suma de las reservas internacionales  $(AI)$ , más el crédito del banco central al gobierno y a los bancos comerciales  $(CBC + CB)$ , más otros activos netos  $(OA - K)$ :

$$BM = AI + CBG + CB + (OA - K)$$

Aunque la anterior es sólo una identidad contable, los monetaristas la interpretan como una relación de causalidad, y afirman que la base monetaria tiene dos fuentes de expansión: una endógena, que es la variación en las reservas internacionales ( $AI$ ), que no puede ser controlada directamente por las autoridades monetarias pues depende de los resultados de la balanza de pagos; y otra exógena, que es el crédito directo que otorga el banco central, que si puede controlarse a voluntad de las autoridades y que por lo tanto es una variable instrumental de la política económica.

Por otra parte, las autoridades monetarias también pueden influir sobre la oferta monetaria modificando los coeficientes de reserva bancaria  $r$  y afectando al multiplicador  $\bar{k}$ . Con base en estos argumentos los monetaristas afirman que  $M_s$  es exógena e independiente de  $M_d$ , con lo que su ecuación de demanda de dinero puede convertirse en un modelo de determinación de los precios y del ingreso nominal (Mántey, 1998: 106)

#### **4.3. El nivel de ingreso, las ganancias de capital y la tasa de rendimiento del capital. Las fuentes de financiamiento de la inversión**

El rendimiento nominal de los saldos monetarios ( $r_m$ ) señala Friedman, es probable que sea cero a menos que se consideren positivos los servicios bancarios que se proporcionan a quienes tienen depósitos a la vista. También puede ser negativo si los bancos, por ejemplo, cobran una cuota por el manejo de cuentas de cheques. Si el rendimiento nominal de los saldos monetarios es cero, su rendimiento real es igual al inverso del aumento en el nivel de precios ( $-r$ ).

El rendimiento de los bonos está dado por la tasa de interés nominal que ofrecen ( $r_b$ ), y además por las posibles variaciones en sus cotizaciones. Si la tasa de interés del mercado disminuye, el bono con una tasa de interés fija mayor aumenta su cotización.

El rendimiento de una acción está dado por tres factores i) el rendimiento "real" ( $r_e$ ) que se espera de ella; ii) el aumento en precios ( $r$ ) que se aplica al rendimiento real para juntos formar el dividendo; y iii) las posibles variaciones en la cotización de esa acción en el mercado (e.g. cuando la tasa de interés de mercado baja o sube). Los tres rendimientos analizados entran tanto en la función de demanda de dinero de los individuos como en la de las empresas.

El rendimiento de los activos físicos no productivos, como joyas, cuadros, etcétera, está formado por dos elementos: *i*) el rendimiento en especie (*i.e.* su valor de uso que es generalmente desconocido); y *ii*) su posible aumento o disminución de precio, dado por la tasa de inflación ( $r$ ). Respecto al rendimiento de la inversión en capital humano, Friedman supone que es igual al rendimiento promedio de la inversión en los otros activos.

Para saber cuánto de la riqueza se mantendrá en capital humano y cuánto en los otros activos alternativos, Friedman introduce la variable  $w$ , que mide la proporción del ingreso que crea el factor trabajo dentro del ingreso total,  $w = W/g$ . Así pues, la variable  $w$  representa la proporción que el capital humano ocupará en la cartera del individuo,  $g$  que afectará inversamente a la demanda de dinero y de otros activos alternativos. (Mántey, 1998: 101)

La demanda de dinero de los individuos, decíamos, depende de los rendimientos de los distintos tipos de activos, de las preferencias del público<sup>11</sup> y del monto de la riqueza existente. Friedman define el valor de la riqueza como el valor capitalizado del ingreso ( $g$ ) a la tasa promedio de interés ( $r$ ). Esta tasa ( $r$ ) es una función del rendimiento nominal esperado de los valores de renta fija ( $r_b$ ), y del rendimiento nominal esperado de los valores de renta variable, el cual, a su vez, depende de la tasa real de rendimiento ( $r_e$ ) y de la tasa esperada de inflación ( $\Gamma$ ): Así pues:

$$r = f(r_b, r_e, \Gamma)$$

Puesto que las tres variables que determinan  $r$  entran explícitamente en la ecuación de demanda de dinero como rendimientos sobre activos alternativos, Friedman decide ya no introducir la variable riqueza como ( $Y/r$ ) en la función, sino que incluye sólo el ingreso ( $Y$ ) como aproximación al valor de la riqueza. La consideración del ingreso ( $Y$ ) como aproximación a la riqueza, y no como indicador de la necesidad de dinero para transacciones, es, de acuerdo con Friedman, la principal diferencia entre la corriente fisheriana y la corriente de Cambridge, de la cual es parte (Mántey, 1998: 102)

---

<sup>11</sup> Recordemos que para Friedman las preferencias del público y los coeficientes técnicos de las empresas son constantes durante periodos más o menos largos de tiempo. Sin embargo, reconoce que cuando existe incertidumbre la demanda por saldos monetarios tiende a aumentar.

La demanda total de dinero, es decir, la demanda de las empresas más la demanda de los inversionistas individuales, depende, según Friedman, de los rendimientos de activos alternativos ( $r_b, r_e, r$ ) más sus posibles ganancias de capital, del ingreso ( $Y$ ), de cambios en las preferencias del público y en los coeficientes técnicos de las empresas ( $u$ ), y de la inversión en capital humano ( $w$ ).

$$M / P = (r_b, r_e, r, Y, u, w)$$

donde:  $M$  son saldos monetarios;  $P$  es el nivel de precios.

Friedman elimina las ganancias de capital en la ecuación porque supone que;  $r_b$  y  $r_e$  son estables en el tiempo. Para él,  $r_b$  y  $r_e$  dependen de factores reales como la productividad del capital y la frugalidad de los ahorradores, los cuales no cambian rápidamente en el tiempo. Al considerar a  $r_b$  y  $r_e$  estables en el tiempo, Friedman elimina el principal argumento keynesiano, a saber, la existencia de incertidumbre, para explicar la demanda especulativa de dinero y la inestabilidad de la velocidad de circulación (Mántey, 1998: 103).

#### **4.4. La capacidad y eficacia de la política monetaria para restablecer el equilibrio.**

Los monetaristas reconocen que, en el corto plazo, puede haber situaciones de desequilibrio por imperfecciones del mercado, y afirman que, en caso de desempleo, una política monetaria expansiva podría restablecer el equilibrio de pleno empleo sin necesidad de recurrir a la política fiscal. Ello es posible, porque la demanda de dinero es estable e incluso más estable que la función consumo y, por lo tanto, el multiplicador monetario es un mecanismo más confiable para restablecer el equilibrio de pleno empleo que el multiplicador keynesiano de la inversión.

En condiciones económicas depresivas, los monetaristas llegan a conclusiones totalmente opuestas a las que se derivaron los keynesianos de la Síntesis Neoclásica. Para estos últimos, cuando la economía se encontraba en la fase depresiva del ciclo, se presentaban las siguientes características: *i*) la demanda de dinero se volvía infinitamente elástica a la tasa de interés; *ii*) el multiplicador monetario dejaba de operar en el punto mínimo de la tasa de interés correspondiente al estado de liquidez absoluta (trampa de liquidez); y *iii*) la política

monetaria perdía su efectividad, por lo que era necesario recurrir a la política fiscal para restablecer el equilibrio con pleno empleo.

En cambio en modelo monetarista se presenta la siguiente situación: *i)* que la velocidad de circulación del dinero es estable durante la depresión lo mismo que en la prosperidad; *ii)* que el multiplicador monetario es efectivo a cualquier nivel de la tasa de interés, y *iii)* que la política monetaria no pierde su eficacia aunque la tasa de interés se encuentre a sus niveles más bajos, por lo que es innecesario recurrir a la política fiscal para restablecer el equilibrio con pleno empleo. En este marco, la única contribución que la política monetaria puede hacer al buen funcionamiento del sistema económico es generar un ambiente de estabilidad de precios, que permita a los agentes económicos anticipar correctamente el comportamiento futuro de los precios. Asegurando así, la mejor y más eficiente asignación de los recursos productivos.

Los monetaristas de la Nueva Escuela Clásica, como Sargent y Lucas, revierte la inflexibilidad de los precios de corto plazo sustentada por los teóricos de la Síntesis y por los monetaristas, para revitalizar la teoría fischeriana de la tasa de interés, la cual supone que variaciones en la masa monetaria sólo afectan a la tasa de interés nominal, vía modificaciones en los precios, manteniendo constante la tasa de interés real. Con ello, la intermediación financiera se vuelve una actividad completamente neutra, ya que se elimina la posibilidad de que las instituciones financieras incrementen el ingreso. Desde la perspectiva de estos autores, sólo aumentos de liquidez no previstos pueden generar en el corto plazo aumentos en la inversión y el ingreso (Levy, 2004:186).

La particularidad del planteamiento de las expectativas racionales es que aumentos en la masa monetaria afectan de manera inmediata a los precios, dado el supuesto de que los agentes son entes racionales que incorporan los efectos futuros en las variables presentes. Ello implica que el valor futuro de una variable recogerá las estimaciones que la teoría predice, mediante técnicas cuantitativas sofisticadas. En consecuencia, los individuos cuentan con información completa y oportuna para formarse expectativas del efecto futuro que tendrán los hechos presentes. Así, por ejemplo, la inflación futura se calculará considerando el incremento esperado de la oferta monetaria, el incremento esperado en el ingreso real, el incremento esperado en la tasa de interés, etcétera (Levy: 2004:187).

En conclusión, y en afinidad con el enfoque monetarista, la política monetaria tiene como única función garantizar una oferta monetaria compatible con el pleno empleo y con la productividad de los factores productivos. Desapareciendo cualquier diferencia entre los créditos, el ahorro, el capital y la inversión, y el crédito nuevo está determinado por las preferencias temporales de los consumidores.

## **5. Enfoque Postkeynesiano. El dinero endógeno y la función activa de los bancos en el financiamiento de la inversión**

La definición del dinero como un concepto abstracto condujo a una visión estrecha y estéril que poco aportó a la discusión sobre aspectos monetarios. El dinero es un fenómeno social, con una evolución histórica marcada por los hábitos y costumbres e instituciones de una determinada sociedad.

Las economías monetarias se caracterizan por operar con sistemas monetario-crediticios institucionales coordinados por un banco central, a partir de los cuales se llevan cabo los procesos institucionales de financiamiento. Siendo dichos sistemas el núcleo fundamental del financiamiento de la actividad económica. A partir de la década de los ochentas se instrumentaron políticas de desregulación financiera en casi todas las economías. Como resultado de se han observado cambios radicales en las características y funcionamiento de los agentes participantes, tal es el caso del sector bursátil e intermediarios financieros no bancarios. Estos cambios plantean algunos interrogantes sobre la función tradicional de intermediarios financieros que históricamente habían venido cumpliendo los bancos comerciales.

### **5.1. El desarrollo histórico del sistema bancario**

La concepción del dinero como una categoría histórico-social, modifica la visión convencional sobre los bancos, como instituciones pasivas en el desarrollo del sistema económico. En efecto, una vez que los bancos han alcanzado u nivel de desarrollo influyen en la creación de dinero privado, distinto al dinero fiduciario los bancos, que influye en el diseño y operación de la política monetaria y modifica el proceso de intermediación financiera



tradicional. Todo ello, tiene implicaciones para la teoría del ahorro, la inversión y la tasa de interés. De acuerdo con Victoria Chick (1990), en general, podemos distinguir seis etapas en el desarrollo histórico de los sistemas bancario.

En la primera etapa, los bancos están limitados por los depósitos, es decir, por los ahorros de la comunidad, y actúan como simples intermediarios de dichos ahorros. El dinero está representado por los depósitos bancarios, que están relativamente seguros en la forma de ahorros, en los bancos. Aunque las solicitudes de los bancos no son utilizadas para transacciones, porque los pasivos bancarios aún no son aceptados como medios de pago. Por lo tanto, los bancos actúan solamente como intermediarios entre ahorradores e inversionistas, quienes les piden prestado. Si bien sus préstamos excedan sus tenencias de “dinero de alto poder”, sus préstamos están limitados por el flujo de nuevos depósitos y por la existencia de depositantes dispuestos a continuar manteniendo estos depósitos (Chick; 1990).

La primera etapa se inicia con la creación de los bancos hasta los primeros años de la Revolución Industrial, sobreviviendo a los drásticos cambios en las formas de reservas y de pasivos. Cuando los depósitos comenzaron a ser mucho más utilizados como medio de pago que como vehículo para el ahorro. A partir de 1844 se encontraba mucho más generalizado el uso de cheques como medios de pago, lo que se considera un parteaguas, que dará comienzo a la segunda etapa de desarrollo del sistema bancario.

En la segunda etapa los bancos pueden crear dinero, independiente de los ahorros, siendo las reservas las limitantes de los créditos debido a que aparece el prestamista de última instancia. La demanda de depósitos es extensamente utilizada como medios de pago, debido a que las tenencias de los pasivos bancarios representan dinero tanto para mantener el consumo, como para conformar el ahorro. Por tal motivo, la tasa de redescuento (redeposit ratio) de los préstamos bancarios será elevada. Las reservas, más que el ahorro mantenido como depósitos, se han convertido en la limitante para otorgar préstamos. De tal forma que las reservas pueden constituir nuevos depósitos del sistema bancario (llamado “depósitos primarios”) ó flujos de capitales. Estos pueden ser tomados por completo por los bancos, mediante operaciones de mercado y, de esta manera, multiplicar este monto; creando así “depósitos secundarios”. En esta etapa comienza a aplicar el Multiplicador de Depósitos. (Chick, 1990:3).

En el tercer periodo aparecen los préstamos interbancarios, con lo cual se fortalece el sistema bancario y se reduce el exceso de liquidez. Se consolida la ramificación bancaria y se desarrolla un vínculo entre los bancos comerciales y un banco de descuento. El monto de los préstamos sigue dependiendo de las reservas, pero éstas son más flexibles debido a los préstamos interbancarios. Además, este mecanismo de fondeo entre los bancos permite que el déficit de reservas de algunos bancos sea compensado con el superávit de reservas de otros bancos. De esta forma, los bancos pueden prestar en un monto por arriba del volumen de reservas; esto es, obtienen reservas sin necesidad de acudir al Banco Central.

A medida que el sistema bancario se desarrolla se reduce el exceso de liquidez en el sistema, aunque la creación final del crédito total todavía depende del stock de reservas disponibles en el sistema. En estas circunstancias, es más probable que la expansión bancaria alcance los límites del multiplicador de depósitos y el proceso de multiplicador sea más rápido. Caso similar ocurre con la disminución en el costo y el aumento en la disponibilidad de crédito, lo que ocasiona que el sistema sea más vulnerable tanto a la presión política, como a la sobreexpansión: es decir, se reduce el riesgo de liquidez<sup>12</sup> (Chick,1990: 4-5)

La cuarta etapa, la función de prestamista de última instancia es asumida por una autoridad monetaria central que actúa para impedir una crisis bancaria. El *stock* de reservas bancarias se vuelve elástico a la demanda de los bancos, pues éstos últimos pueden expandir sus créditos sin el riesgo de enfrentarse a una falta de reservas para pagar deudas. En este período la única limitante de los préstamos es la tasa de interés; en tanto que la autoridad monetaria actúa como prestamista de primera instancia. Las reservas son endógenas al sistema bancario y el volumen de préstamos está totalmente determinado por la demanda. A medida que los bancos comerciales pueden expandir el crédito más allá del nivel de sus reservas, la autoridad monetaria central va asumiendo implícitamente la función de prestamista de último recurso, para evitar que se desarrolle una crisis<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> En Gran Bretaña, la tercera etapa se desarrolla con la expansión de sucursales y la relación de los bancos con las casas de descuento. En Estados Unidos el mercado de fondos federales no se desarrolló sino hasta después de la Segunda Guerra Mundial. Hasta entonces, la corrección de una distribución desigual de las reservas fue efectuada de manera imperfecta, mediante la red de bancos y el Sistema de la Reserva Federal.

<sup>13</sup> En el Reino Unido esta situación fue acompañada por un cambio en la percepción de los bancos por el dinero efectivo, ya que éste de ser un apoyo para enfrentar las presiones por liquidez, la cual se encontraba respaldada por los pasivos a la vista; desde finales de 1950, la demanda de efectivo respondía más a cuestiones de conveniencia

La demanda estacional de bancos comerciales era automáticamente suministrada por la autoridad monetaria; aunque es probable que la demanda de efectivo incluyera las necesidades de reservas de los bancos que provocaba la política de expansión de préstamo por parte de los bancos. Ahora bien, la proporción de la demanda total de efectivo deriva de los préstamos bancarios no es factible de medir

La oferta automática de efectivo modificó el comportamiento de los bancos, pues en la etapa dos y tres dicha oferta provenía de reservas exógenas y escasas que eran utilizadas más bien para elevar sus depósitos y no para expandir sus préstamos. En esta etapa, los bancos expanden el crédito colectivamente sin riesgo de caer en escasez de reservas, gracias a que la autoridad monetaria le suministra el volumen de reservas requerida; el único límite es su precios, es decir, la tasa de interés (tasa de redescuento) a la que le preste el banco central.

En estas circunstancias, la voluntad de los bancos a prestar obviamente, aumenta cuando el banco central tiene una política estable de tasa de interés y no es precisamente una tasa de penalización, como ocurrió durante el periodo de “puerta trasera abierta” de la política británica. (Chick,1990:5). La flexibilidad en la oferta de reservas y la función del banco central como prestamista de último instancia, el volumen de préstamos interbancarios se convierte en el mecanismo que induce el proceso de endogeneización de la oferta de dinero; en otras palabras, la demanda de dinero se convierte en la determinante de la oferta (suministro) de depósitos.

En este periodo, el balance general de los bancos proporciona evidencia del aumento de confianza, que les permite conocer sus necesidades de liquidez. Prueba de ello es la continua disminución desde la década de los cincuenta, de las tenencias bancarias, tanto de activos líquidos como de efectivo. En 1970s, ante el cambio en el marco regulatorio proteccionista por una basado en la competencia, condujo a los bancos británicos a instrumentar una agresiva expansión de los préstamos. La administración general de los bancos basada en la intermediación financiera, dio paso a una “administración de pasivos” agresiva para atraer el mayor volumen de depósitos, que les permitiera expandirse en el mercado de préstamos. Con los bancos practicando la administración de pasivos, el proceso de endogeneización de las reservas se acelera.

A principios de la década de los setenta, en un contexto de fuerte competencia en el sistema bancario provocada por las políticas de desregulación y liberalización financiera, se

inicia la quinta etapa del desarrollo del sistema bancario. Esta etapa se caracteriza por la "administración de la deuda", ya que los bancos enfrentan la demanda por deudas ocasionada por su política de expansión de préstamos. Para enfrentar esta situación, elevan las tasas de interés para atraer los depósitos necesarios, que les permita financiar dichas deudas.

Algunos de estos depósitos bancarios indirectamente crearán reservas. Por otro lado, los bancos compiten con las demás instituciones por valores, y las demandas por préstamos son realizadas independientemente de la política monetaria. La disponibilidad de financiamiento, independientemente de si es para la inversión u otro efecto, se convierte en un fenómeno de mercado porque depende del costo de los fondos y de las expectativas bancarias.

Dado que en esta etapa los bancos conocen sus demandas para préstamos, ellos se "fondéan" (financian fund) activamente, mediante la oferta de depósitos con elevadas tasas de interés. Algunos de estos depósitos aumentarán indirectamente las reservas, por lo que algunos bancos se verán conducidos por fuerzas competitivas a buscar un incremento parcial o total de los préstamos, para aprovechar tanto por las oportunidades de préstamo, como de depósitos. Los bancos decididos a expandirse compiten con tenedores de títulos de crédito, financiándose a través de una gran variedad de tasas de interés<sup>14</sup>. No obstante, esta competencia no duró mucho tiempo debido a que un alto incremento en las tasas de interés, tanto pasivas (depósitos) como activas (préstamos) condujo a la inestabilidad financiera de la década de los ochenta. (Chick, 1990:6)

Una implicación del estado cinco es que muchos de estos requerimientos de préstamo considerados como crédito-riqueza, se otorgaron al margen de las autoridades monetarias. La disponibilidad para financiamiento, ya sea para inversión o para cualquier otro propósito, se convirtieron en fenómenos de mercado, esto es, determinados por el costo del fondeo o financiamiento, y de las expectativas de los banqueros. Independientemente, de la actividad económica real.

Finalmente, en la sexta etapa aparece la *securitización*, que es un proceso a través del cual se crean diversas formas de préstamos comerciables, asegurados por activos que son negociables. En esta etapa se crean activos que pueden ser vendidos si se requiere;

---

<sup>14</sup> Esto contrasta con la teoría keynesiana, que sostiene que una alta preferencia por la liquidez, generalmente coincide con altas tasa de interés.

además de que son más rentables que los bonos gubernamentales, que han venido cumpliendo un papel activo en los planes de contingencia de los bancos. De esta forma, los bancos menos vulnerables han practicado *securitización* para elevar su margen de ganancias, dejando la tenencia de bonos públicos a aquellos bancos que dependen más del prestamista de última instancia.

La “*securitización*” es un proceso que combina diversas formas comerciales de préstamo asegurados por activos que se protegen a sí mismos. Si bien esta operación provee de liquidez a los bancos y eleva su margen de utilidades; no obstante también eleva el riesgo y la fragilidad financiera. Prueba de ello son las crisis bancarias de la década de los noventa y la actual crisis hipotecaria de los Estados Unidos. Esta modalidad es un cambio radical comparado con el préstamo bancario tradicional; resultado lógico de la reducción de la liquidez que de venía observando desde principios de la cuarta etapa. Consecuencia normal de la expansión del crédito más acelerada que el crecimiento de los depósitos.

Desde el comienzo de la competencia en 1970s y especialmente en 1980s, se ha registrado un acelerado proceso de homogenización de funciones entre los principales intermediarios financieros; entre estos, sobresale la expansión de pasivos que se han convertido en medios de pago. (Chick,1990:7)

## **5.2. Ahorro *ex-post* y dinero endógeno**

De acuerdo con el enfoque postkeynesiano, y siguiendo el pensamiento de Keynes, la demanda efectiva determina las decisiones de inversión en una economía monetaria desarrollada. Dichas decisiones se toman sobre la base de la existencia de incertidumbre, que se distingue del riesgo por la imposibilidad de medir la ocurrencia de un resultado, es decir, no se puede adjudicar probabilidad alguna a los posibles resultados de un evento. De ahí que el dinero realice una función adicional a la de equivalente general, la de depósito de valor.

Esta concepción implica siete tesis básicas con sus implicaciones. Primera, todos los factores productivos (ganancia, ahorro, salarios) son remunerados en dinero, por tanto, la producción y su volumen dejan de ser objetivo *per se* de los empresarios, relegándose la utilidad de las mercancías a segundo plano, lo cual rompe la identidad entre el ahorro y la

inversión. Segunda, bajo condiciones de intercambio indirecto, donde el dinero asume la función de mediador universal, ni los salarios, ni las ganancias, ni el ahorro, aseguran un determinado nivel *ex-ante* de la demanda de consumo e inversión, imposibilitándose una previsión certera sobre la demanda futura y, por tanto, la Ley de Say, pilar de la teoría del intercambio real, no se cumple. Tercera, existen jerarquías entre los agentes productivos: los empresarios determinan el volumen de la inversión y de los ahorros, mientras los bancos generan liquidez que financian la inversión. La producción toma tiempo, hay un periodo entre la toma de decisiones de la producción y la realización de la misma; volviéndose irrevocables los periodos pasados e inciertas las etapas futuras. Ello provoca incertidumbre en las decisiones de la producción. Cuarta, la presencia de la incertidumbre impide a los mecanismos de mercado garantizar la plena ocupación de los factores productivos porque los errores del pasado no son enmendables en el presente ni el futuro; al contrario, son costosos y modifican el rumbo de la economía. De tal forma que los movimientos en los precios pierden la capacidad de conducir a la economía al equilibrio, provocando desempleo. Resolviéndose los desequilibrios entre el ahorro y la inversión, a través de cambios en el ingreso. Quinta, aparece un mundo ergódico que elimina los tiempos lógicos e iguales, los cuales no influyen en las decisiones económicas. Las perturbaciones dejan de tener un carácter temporal y desaparecen los mecanismos internos que logran el pleno empleo de las fuerzas productivas. Los distintos tiempos se distinguen por ser históricos, o sea, modifican los resultados económicos. Los hechos y los acontecimientos afectan las decisiones de los agentes económicos; una economía que actúa en tiempo histórico es que su pasado está dado y es inalterable, mientras que el futuro es incierto y desconocido, el tiempo histórico sólo puede avanzar. (Levy:2004:191). Sexta, la falta de coordinación, generada por la presencia de numerosos productores independientes y las sucesivas fases de producción necesarias para generar productos finales es mediatizada por contratos. Dado que los salarios no representan demandas seguras en términos de volúmenes específicos ni por determinados bienes y servicios y, que las ganancias y los ahorros son monetarias, los cuales pueden mantenerse bajo esa forma por un periodo indeterminado, se genera incertidumbre, que puede ser mitigada por contratos, los cuales requieren la presencia de la moneda que, en sí misma, es un contrato. Séptima, los contratos también pueden aumentar la liquidez de la economía independientemente de los recursos totales. En un mundo incierto el dinero reduce la demanda porque puede traspasar sin costo poder de compra del presente

hacia el futuro (depósito de valor), por un lado, y permite ampliar la liquidez, determinante fundamental para incrementar la inversión sobre los recursos existentes, por el otro (Levy:2004: 192).

En este marco, el dinero es el medio más conveniente para intercambiar bienes y diferir soluciones, debido a que puede operar en el presente y enlazar el futuro. Se diferencia de las demás mercancías porque es completamente líquido (en oposición a los bienes fijos), otorgándoles la capacidad de expresarse en sus términos -unidad de cuenta-. Ello facilita el intercambio y el traspaso del poder de compra presente hacia el futuro depósito de valor. El dinero permite diferir el consumo del ingreso presente, provocando desempleo de los factores productivos, pero también crea deudas, que es la contrapartida del dinero, y la base para la formulación de contratos que generan financiamiento para la inversión. A partir del uso generalizado del dinero se crean las instituciones bancarias que generan deudas privadas y las convierten en medio de cambio, ampliando con ello la liquidez de la economía, lo cual puede financiar la inversión o generar especulación financiera, independientemente del incremento de ahorro. Debe resaltarse que la inestabilidad financiera ocurre cuando el incremento de liquidez no ingresa al circuito productivo y/o no existe suficiente captación del ahorro por parte del sistema financiero para crear instrumentos de fondeo destinados a anular el financiamiento de corto plazo. Consecuentemente, el crecimiento se logra mediante la emisión de créditos y la estabilidad mediante la recolección del ahorro.

En suma, para el enfoque postkeynesiano, el crecimiento estable depende de la generación de liquidez que es realizada por los bancos comerciales; y de la creación de instrumentos de fondeo que son originados por instituciones bancarias y no bancarias; lo que indica que el sistema financiero tiene un papel central en la explicación del crecimiento económico estable. La capacidad que tienen los bancos para crear dinero, conduce a los poskeynesianos a sostener que el financiamiento de la inversión dependerá de la voluntad de los bancos de otorgar créditos. El papel del ahorro en la inversión es *ex post*, porque restituye la capacidad de préstamos de los bancos, evitando una reducción de liquidez (caída de créditos) y aumentos de la tasa de interés. El ahorro cierra el círculo del financiamiento y la inversión.

La mayor demanda de la inversión incrementa la demanda de insumos y la fuerza de trabajo, lo cual provoca aumentos en la masa salarial y la de ganancias. En una economía

privada y cerrada, el ingreso, por el lado de los factores, es la adición de salarios y ganancias; por consiguiente, el incremento de la inversión genera un aumento del ingreso, provoca un incremento del ahorro, el cual debe ser atraído hacia el sector financiero para mantener constante la tasa de interés y la emisión de créditos. El proceso anterior puede cerrarse porque el incremento de liquidez generado por los bancos (créditos) recircula al sistema financiero a través de la compra de títulos y acciones que emiten las empresas por el valor de la inversión física, función realizada por un suscriptor, mediante la cual el empresario recibe aportaciones de capital que se asemejan a créditos de largo plazo. En palabras de Davidson (1986: 106):

“Si el suscriptor de las acciones tiene éxito en la flotación de las nuevas acciones, a la tasa de rendimiento pactada en el convenio de suscripción, que actúa como el costo del fondeo, obtiene ganancias. A esta tasa de interés de largo plazo, miembros del público ceden su liquidez en un monto proporcional a la liquidez extra, al creado por el sistema bancario. El comprador de inversión tendrá suficiente fondeo para enfrentar su compra contractual con la respectiva orden de pago. El vendedor, una vez pagado su recibo por parte del comprador, podrá pagar su deuda bancaria. El pago de dicha deuda podrá ser utilizado como un fondo "revolvente" de financiamiento de corto plazo”.

En este caso se cierra el círculo virtuoso va desde: a) la decisión de inversión; b) incremento de la cantidad de dinero a través de la ampliación de la deuda bancaria; c) el incremento de los bienes fijos; d) emisión de las acciones; e) compra de las acciones; f) pago de la deuda bancaria; g) generación de utilidades y h) distribución de las utilidades entre los accionistas. El aumento de la demanda de dinero es compensado por un monto de inversión equivalente, aumentando el patrimonio real de la economía, mediante la generación de empleo e ingreso que se expresa en mayor producción.

### **5.3. La tasa de interés exógeno y la oferta monetaria endógena**

En el enfoque poskeynesiano la tasa de interés es una variable monetaria exógena, es decir, está fijada por el banco central en función de sus objetivos de política monetaria. Por su parte, la oferta es endógena porque esta determinada por la demanda de dinero y, más concretamente, por la demanda de crédito. Esto implica que el banco central satisface la demanda de recursos solicitado por la banca comercial, según el volumen de préstamos que ésta otorgue en respuesta a las necesidades de la actividad económica. Desde esta perspectiva, no es la interacción entre la oferta y la demanda monetaria la que determina la tasa de interés para un stock de moneda dado; de ahí que la autoridad monetaria no tenga el



control total de la oferta monetaria.

En consecuencia con estos argumentos, los postkeynesianos rechazan el concepto de tasa de interés natural y el hecho de que ésta pueda ser compatible con una situación de pleno empleo. Para ellos la tasa de interés es un objetivo intermedio, que tiene implicaciones sobre la distribución del ingreso; de ahí que mediante un determinado nivel, el banco central puede favorecer a los empresarios o asalariados. Es posible que mediante su manejo, el banco central pueda conducir a la economía a un punto cercano al pleno empleo; sin embargo, esta no ha sido la práctica. En efecto, para cumplir con sus metas de inflación, los bancos centrales han elevado las tasas de interés, con el consecuente efecto negativo sobre la inversión, el cual es contrarrestado por los empresarios con un incremento en el desempleo, para contrarrestar el efecto del incremento en los costos financieros. Dando como resultado una caída de la participación de los salarios en el ingreso, en tanto que las ganancias de los empresarios se mantienen y los ingresos de los inversionistas financieros se elevan.

La adopción del control de la inflación como objetivo prioritario de la política monetaria, que ha obligado a los bancos centrales a cumplir de manera estricta las metas de inflación fijadas, ha conducido a fijar tasas de interés real altas que han provocado, cuyos efectos distributivos se reflejan en una elevada concentración del ingreso. De ahí que los postkeynesianos consideran que los bancos centrales deberían estar más preocupados por la distribución del ingreso como motor de crecimiento económico que por un objetivo de lucha contra la inflación.

El concepto de oferta monetaria endógena constituye el segundo pilar del enfoque postkeynesiano. Los bancos comerciales, mediante las innovaciones financieras crean dinero en respuesta a la demanda de créditos. Esta concepción plantea dos cuestiones: el papel del banco central y la implicación de los bancos comerciales en el proceso de creación monetaria. En respuesta a la primera cuestión, los postkeynesianos afirman que el banco central alimenta el sistema con liquidez, además de determinar la tasa de interés, con lo que trata de evitar la inestabilidad financiera. La organización de la compensación permite al banco central asegurar el cumplimiento de los pagos y limitar el riesgo sistémico. Dado que las transacciones dan lugar a transferencias interbancarias, es necesario asegurarse que los bancos dispongan de la liquidez suficiente para poder honrar sus compromisos. La falta de ésta podría, en efecto, poner a determinados establecimientos en una posición delicada,

susceptible de propagarse al conjunto del sistema. Los bancos centrales en su papel de prestamista de última instancia, deben de mantener la estabilidad y perduración del sistema de pagos.”(Piégay y Rochón:2005: 41)

De este análisis se concluye que los bancos centrales no pueden controlar la oferta monetaria. La disminución (incluso la supresión) generalizada de reservas obligatorias y la presencia de procedimientos de refinanciamiento automático son las ilustraciones de ello. La tasa de interés constituye un instrumento privilegiado de los bancos centrales, tanto en los sistemas basados en los créditos como en los títulos financieros. De acuerdo con el punto de vista horizontalista, la curva de oferta monetaria es horizontal dado que la oferta monetaria está determinada de manera endógena por la tasa de interés fijada por el banco central.

La segunda cuestión concierne el papel de los bancos en la creación monetaria. Según los poskeynesianos, la integración de la moneda se efectúa por medio de los préstamos de los bancos comerciales. Éstos últimos no sólo son simples intermediarios financieros; las firmas obtienen de ellos los fondos necesarios en el corto plazo, en forma de líneas de crédito, por ejemplo, y obtienen préstamos en el largo plazo para el financiamiento de la inversión. Los bancos solo pueden prestar a quienes lo demandan, por lo cual su oferta de préstamos está determinada por la demanda. En consecuencia, no podemos considerar que las reservas sean una condición previa y necesaria para la creación monetaria: aunque los bancos dispusieron de un excedente de reservas, no podría acordar créditos sin una demanda expresa de los prestatarios. De hecho, los poskeynesianos consideran que los bancos otorgan fondos demandados a los prestatarios solventes y ello da origen a depósitos reflejos. En ese sentido, Moore (2001) afirma que la creación monetaria está determinada por la demanda y, a su vez guiada por el crédito. (Moore,2001

Según Wolfson (1946), la hipótesis poskeynesiana más apropiada es que tanto el prestamista como el prestatario se encuentran sujetos a una incertidumbre fundamental sobre el futuro. En este marco, la capacidad del prestatario de reembolsar su deuda puede verse modificada por la evolución de las tasas de interés y de la demanda global; estos dos elementos afectan la situación financiera del prestatario mediante el costo de su deuda (especialmente si debe ser renovada en el corto plazo) y de sus ingresos. En el caso de una evolución desfavorable, el prestatario puede tornarse insolvente a los ojos de los bancos, los cuales se negaran a prestarle. De este modo, aunque la oferta de crédito esté determinada

por la demanda, depende igualmente de la solvencia del prestatario y del nivel de las garantías. Entonces los bancos tienen la capacidad de determinar a quienes prestan. Es decir, los banqueros ordenan las demandas solventes de créditos y racionan las que juzgan insolventes” (Piégay y Rochón:2005:43)

Los bancos registran operaciones y realizan los pagos a cuenta de sus clientes. Dichos pagos provocan movimientos desde las cuentas de los bancos hacia el central, de acuerdo con la jerarquía del sistema. El papel de aquéllos es, entonces, esencial, dado que su actividad permite, al mismo tiempo, la creación monetaria y el financiamiento del crecimiento.”(Piégay y Rochón:2005:42)

#### **5.4. El financiamiento de la inversión y el crédito bancario**

El crédito bancario es el determinante de la expansión de nuevas inversiones, porque a incremento en la inversión eleva la actividad económica y, en consecuencia el empleo y el ingreso. Y una vez, descontado el gasto en consumo, el nivel de ahorro se elevará dada un ingreso mayor. Cuando los bancos no restringen su reserva, la contracción de la inversión se da en función de la expectativa de rentabilidad y no por la disponibilidad de ahorros en la economía.

En este marco, es evidente que la inversión es igual al ahorro *ex post*, y son las instituciones bancarias la principal fuente de financiamiento de la inversión. Mediante el multiplicador bancario los bancos comerciales aumentan la oferta de dinero, generando un círculo virtuoso que inicia con crédito-inversión-empleo-ingreso-ahorro-crédito. A través de este mecanismo, los bancos financian la inversión de corto plazo de las empresa; ello implica la creación de dinero privado por parte de los bancos, que puede exceder el nivel de sus reservas. Por otro lado, las empresas recurrirán al mercado de largo plazo para fondearse (financiamiento de largo plazo); garantizando así la estabilidad en el sistema financiero, pues el fondeo anula los créditos de corto plazo que otorga el sistema bancario. La cancelación de deudas de corto plazo mediante el fondeo, se lleva a cabo mediante la generación de instrumentos financieros de largo plazo, que recaudan el incremento de ingreso proveniente de la inversión, lo cual permite empatar las deudas con las utilidades (Martínez, 2006:34)

En consecuencia, el enfoque postkeynesiano, niega la tesis neoclásica que sostiene la existencia del ahorro como precondition de la inversión; por el contrario, lo fundamental para

que la inversión se lleve a cabo es el financiamiento de corto plazo que otorgan los bancos comerciales. El financiamiento es previo a la inversión y la captación institucional del ahorro tiene la función de estabilizar el proceso de crecimiento económico, y las instituciones financieras adquieren un papel central en ello. Los bancos generan financiamiento de corto plazo y el mercado de valores recolecta el ahorro que anula el financiamiento bancario

Sin embargo, en las últimas dos décadas, la función tradicional de intermediación financiera de los bancos comerciales se ha debilitado, pues los ahorros que los bancos recogen de los individuos no se reflejan en un incremento de los créditos otorgados a los sectores productivos de la economía (Wray,1988). En la actualidad, la actividad de los banqueros se encuentra más relacionada con las garantías que se establecen para el otorgamiento de un crédito (Minsky,1986). En otras palabras, la función principal de los directores de los bancos ha dejado de ser el financiamiento del crecimiento económico, para dedicarse al manejo y administración de activos y obligaciones que aseguran la maximización de su rentabilidad, a través de sus portafolios de inversión” (Wray: 1988: 133).

Dado que la inversión está determinada por el financiamiento bancario de corto plazo y la estabilidad del sistema se garantiza con el fondeo de largo plazo, el desarrollo del sistema financiero, esto es el mercado bancario y bursátil. En el caso de las economías emergentes todavía no se cuentan con un mercado financiero fuerte, sobre todo en lo que se refiere a sus mercados de valores que son delgados y poco eficientes; ello ha dificultado y distorsionado el proceso de financiamiento de la inversión. Si bien el sistema bancario es el recaudador del ahorro de la sociedad y, en consecuencia, debería cumplir con su función de financiamiento de la inversión para acelerar el crecimiento económico; no obstante, también puede detenerlo o incluso, provocar crisis de liquidez debido a las actividades especulativas que realizan, como lo han demostrado las crisis de finales del siglo XX y la actual inestabilidad financiera a nivel mundial.

En este sentido, la inversión se frena por una falta de liquidez proveniente de los bancos y no por falta de ahorro (Kregel, 1986). Ello es así, porque la inversión se inicia con el adelanto de préstamos por parte de los bancos. A nivel macroeconómico, el crédito a largo plazo evita una reducción de liquidez y aumentos de la tasa de interés; su función es cerrar el círculo del financiamiento y la inversión. El crédito concedido a las empresas les permite realizar gastos de inversión que temporalmente puede exceder los ingresos de las empresas, pero pueden operar en la economía generando ingresos que requieren para reducir o liquidar

su deuda; por tanto, los principales determinantes de la demanda de inversión son las expectativas sobre la rentabilidad. Los flujos suministrados de crédito monetario son también primordiales, una función en si misma de los factores que influyen en las decisiones de inversión, en particular las expectativas sobre la rentabilidad” (Wray, 1988: 140).

La liquidez de los bancos no se genera únicamente por el efecto del multiplicador bancario, si no por los depósitos que hacen los agentes económicos a corto plazo, y esto no es otra cosa que ingreso no consumido o lo que es lo mismo ahorro. En consecuencia, el que los bancos no puedan financiar la inversión, no es que sea un problema de liquidez, si no por un problema de rendimiento esperado derivado de sus expectativas para la recuperación del capital, lo cual afecta sus decisiones de financiamiento.

**CAPITULO II**  
**DESREGULACIÓN FINANCIERA Y DESINTERMEDIACIÓN BANCARIA EN MÉXICO :**  
**1983 - 1994**

## **CAPÍTULO II DESREGULACIÓN FINANCIERA Y DESINTERMEDIACIÓN BANCARIA EN MÉXICO: 1983-1994**

En 1977, con la transformación de la banca especializada en banca múltiple se inicia el proceso de modernización de la banca mexicana. Proceso que se acelera con la creación de nuevos instrumentos de captación, la colocación de valores públicos (Cetes y Petrobonos) en el mercado y la autorización de los depósitos en dólares. A estos cambios se sumó el incremento de la liquidez en los mercados y su flexibilidad para otorgar créditos a los países en desarrollo, en especial a los productores de petróleo, que en el caso de América Latina resalta México y Venezuela.

En el marco de un crecimiento económico acelerado, inducido por el *boom* petrolero, las expectativas positivas sobre la economía mexicana facilitaron el acceso de la banca a los mercados financieros internacionales. Y, con ello, la internacionalización de sus operaciones financieras, en particular las bancarias, mediante la contratación de deuda externa con sindicatos bancarios internacionales. Este fue el caso de Bancomer y Banamex, quienes contrataron altos niveles de deuda externa con sindicatos bancarios formados por bancos estadounidenses, ingleses y canadienses. De la misma forma, aunque de manera más lenta que el sector bancario, el sector bursátil también inicia un proceso de modernización e integración a los mercados de capitales internacionales.

En este contexto, los pasivos bancarios registraron un crecimiento dinámico a partir de 1978; al mismo tiempo que se elevaba el endeudamiento externo, tanto del gobierno como del sector privado. La dolarización de los balances bancarios, de entre el 30 y 50 por ciento, y el alto volumen de endeudamiento de bancos, empresas públicas y gobierno federal configuraron un sistema monetario-financiero dual, altamente especulativo cuyo riesgo cambiario estaba a cargo del sector público (Correa, 2004:145).

A mediados de 1981, los mercados financieros internacionales registraron una contracción en la liquidez, por un lado; y la economía de Estados Unidos entraba en una recesión, al mismo tiempo que la Reserva Federal de este país elevaba las tasas de interés. Por otro lado, la acumulación de una amplia cartera de pasivos denominados en dólares sin activos o garantías en contrapartida y el efecto de la devaluación del peso, colocó a los bancos en un desbalance cambiario que los condujo a una quiebra técnica, factor detonador de la crisis de la deuda externa de 1982.

En un ambiente de alta volatilidad generado por la especulación y la fuga de capitales, en septiembre de 1982 el gobierno de López Portillo decretó la nacionalización de la banca y el control de cambios. Con la nacionalización se les retiraban las concesiones a sus propietarios y se expropiaban los bienes de ésta, mientras que con el control de cambios se buscaba frenar la fuga de divisas. En 1983, en un ambiente de poca competencia y bajo riesgo, se inicia el proceso de re-privatización de los bancos, a través de liquidaciones y fusiones, que consolidaron el carácter oligopólico de la estructura bancaria. Con estas medidas el gobierno entrante de Miguel de la Madrid recompuso las alianzas rotas entre el gobierno y el sector privado, a consecuencia de la nacionalización de la banca.

### **1. Desregulación financiera y desmantelamiento de la estructura bancaria regulada**

En el marco de la crisis de la deuda externa de 1982, el gobierno de Miguel de la Madrid inicia en 1983, la apertura y re-estructuración del sistema financiero. Las primeras medidas se concentraron en la eliminación de los mecanismos compensatorios del mercado de créditos; en concreto, se elimina el encaje legal y liberalización de las tasas de interés pasivas, quedando estas últimas determinadas por las fuerzas del mercado. A la medida anterior, se sumó la desaparición de los cajones de crédito, el achicamiento del sector productivo estatal. Paralelamente, se instrumentaron reformas tendientes a modernizar el sector bancario y desarrollar el mercado de valores, entre las principales medidas para lograr este objetivo se encuentran la modificación del financiamiento del



gasto público, el pago de la nacionalización bancaria y la liquidación y fusiones de empresas del sector público.

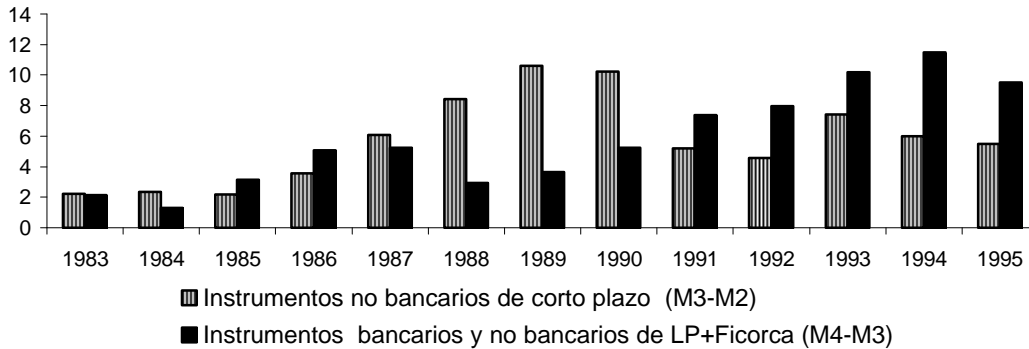
Durante el periodo 1983-1987, se triplicó el número de casas de bolsa, sus activos en custodia y sus cuentas se incrementaron. Por su parte, las sociedades de inversión registraron un crecimiento dinámico, ya que sus activos se incrementaron 249 por ciento y el número de cuentas creció en 246 por ciento (Levy, 2001: 219). No obstante esta expansión del sector financiero no bancario, el fondeo a la inversión por parte del mercado de capitales no creció en la misma magnitud. Por el contrario, se generó un ambiente especulativo de valorización del ahorro interno que en un contexto de alta especulación en los mercados financieros internacionales, condujo al *crack* bursátil de 1987. Esta crisis fue el primer aviso de los efectos perniciosos de la apertura financiera indiscriminada y de los efectos de las asimetrías entre el sistema financiero mexicano y el sistema financiero internacional.

En 1988, se continúa de manera acelerada con el proceso de desregulación y liberalización del sistema financiero. Algunas medidas importantes en ese sentido fueron la reforma del mercado de valores, la privatización de los bancos en 1990, y el otorgamiento de la autonomía al banco central en 1994.

## **2. Profundidad financiera y estructura de la captación bancaria**

Congruente con el proceso de expansión y profundización del sector financiero no bancario, a partir de 1987 se observa un crecimiento rápido de los instrumentos financieros no bancarios de corto plazo (M3-M2); expansión que se mantiene hasta 1990. Esta tendencia se revierte a partir de 1988, consecuencia de las formaciones de expectativas sobre el comportamiento de la economía mexicana, alimentadas por la confianza en las políticas de estabilidad monetaria y cambiaria implementada por la nueva administración de Carlos Salinas de Gortari (ver Gráfica 1).

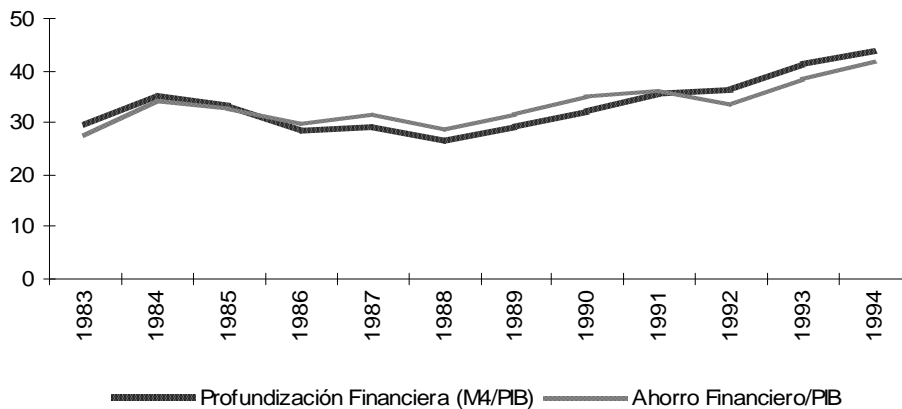
**GRÁFICA 1**  
**ESTRUCTURA DEL AHORRO FINANCIERO**  
**1983-1995**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: elaboración propia con base en datos del Banco de México, Agregados monetarios.

Este comportamiento se refleja en un aumento de la profundidad financiera (M4/PIB) a partir de 1990; aunque en la estructura del ahorro predominaron los instrumentos de corto plazo. De tal forma que la banca se vio impedida para otorgar financiamiento de largo plazo; siendo destinado el crédito de corto plazo fundamentalmente a gasto corriente y capital de trabajo. (Gómez y Patlán, 2003:315). Este comportamiento es un indicador de que la nueva estructura bancaria no sería funcional al crecimiento económico (ver Gráfica 2).

**GRÁFICA 2**  
**PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA Y AHORRO FINANCIERO**  
**1983-1994**

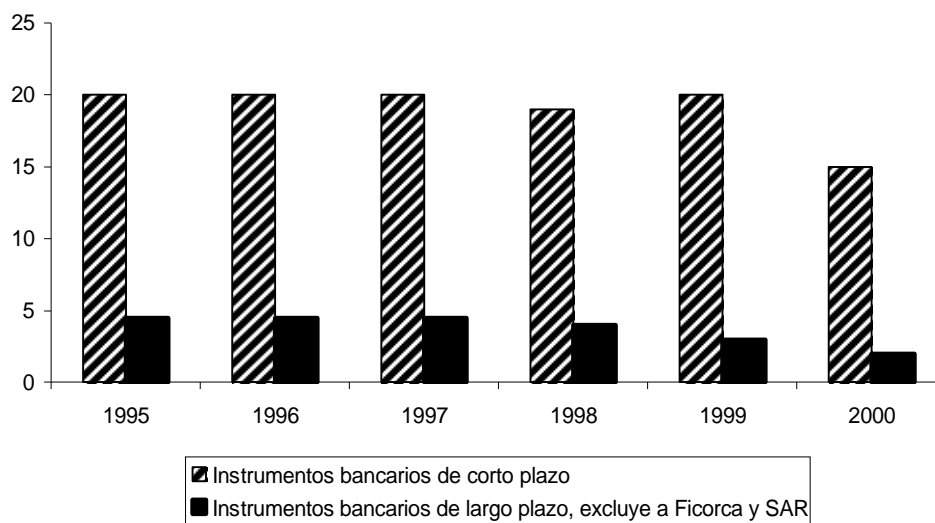


Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, Agregado monetarios.

Si medimos la captación bancaria como proporción del PIB, se observa claramente el predominio de los instrumentos de corto plazo (ver Gráfica 3). Si a ello le sumamos la captación de los instrumentos no bancarios de corto plazo, podemos afirmar que la expansión del mercado de valores implicó la reducción de la captación de recursos por parte de la banca. Paralelamente,

**GRÁFICA 3**

**INSTRUMENTOS BANCARIOS POR PLAZOS  
1995-2000**  
(como porcentaje del PIB)



Fuente: elaboración propia con base en datos del Banco de México, Agregados monetarios.

disminuía la captación tradicional representada por las cuentas de cheques y aceptaciones bancarias, en tanto que aumentaba la captación por medio de mesas de dinero y sociedades de inversión. Esto último condujo a un crecimiento acelerado en los depósitos retirables en días preestablecidos y los pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento, que en su conjunto, pasaron de 24 por ciento en 1989 al 50.1 por ciento en 1993 (ver Cuadro 1). Con respecto a los pasivos monetarios, durante el periodo 1983-1990, disminuye su participación en las obligaciones de la banca comercial, para volver a elevarse durante el periodo 1983-1993 (ver Cuadro 2).

**CUADRO 1**  
**BANCA COMERCIAL**  
**DISTRIBUCIÓN DE LA CAPTACIÓN**  
**POR INSTRUMENTO**  
**1989-1995**

(Estructura porcentual)

Año	Cuentas de Cheques	Cuentas de Ahorro	Depósitos a plazo fijo	Aceptaciones bancarias	Otros 1/	Banca de inversión	Total
1989	4.3	0.6	0.1	8.6	23.9	62.5	100.0
1990	9.1	0.7	0.0	1.9	45.2	43.1	100.0
1991	28.0	0.7	1.5	1.1	53.0	15.7	100.0
1992	23.7	0.6	6.3	0.5	47.0	21.9	100.0
1993	24.6	0.5	4.9	0.8	50.7	18.5	100.0
1994	21.8	0.5	4.9	0.8	53.5	18.5	100.0
1995	11.1	0.2	5.8	0.6	63.6	18.7	100.0

1/ Incluye depósitos retirables en días preestablecidos y pagarés con rendimientos liquidables al vencimiento.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco de México, varios años.

**CUADRO 2**  
**BANCA COMERCIAL**  
**OBLIGACIONES TOTALES**  
**POR TIPO DE PASIVOS**  
**1983-1993**

(Estructura porcentual)

Año	Obligaciones Totales	Pasivos Monetarios	Pasivos no Monetarios	Capital, Reservas y Resultados	Otros Pasivos
1983	100.0	10.6	84.6	1.4	3.4
1984	100.0	10.5	84.8	1.6	3.1
1985	100.0	10.1	84.0	1.7	4.3
1986	100.0	7.5	86.6	1.9	3.9
1987	100.0	6.4	86.9	2.7	3.9
1988	100.0	7.0	83.3	3.9	5.8
1989	100.0	6.7	83.4	3.9	6.0
1990	100.0	9.4	80.8	3.7	6.0
1991	100.0	19.9	71.0	3.4	5.7
1992	100.0	18.3	71.2	4.2	6.4
1993	100.0	18.0	70.6	4.6	6.9

Fuente: Banco de México. Cuadernos de Información Económica. Indicadores Económicos. de 1977 a 1993. <http://www.banxico.org.mx>

La participación de los pasivos en moneda extranjera aumentó, mientras que se reducía la captación a través de instrumentos líquidos y la de instrumentos no líquidos se incrementó. Estos últimos, se concentraron en pasivos con una

duración de 30 y 365 días; es decir, se mantuvo una gran liquidez de los pasivos bancarios (Levy, 2001:221). Esto indica que, a pesar del proceso de liberalización y desregulación financiera, los agentes tenían expectativas de alta incertidumbre sobre las perspectivas económicas, que se manifestaron en la dolarización de los activos financieros y en la alta liquidez de los pasivos no monetarios. Esta estructura de los recursos bancarios deja ver que el sector bursátil compitió de manera agresiva con la banca para captar el ahorro de la sociedad; el cual no se canalizó al sector productivo debido a su carácter de corto plazo.

### 3. Baja intermediación bancaria y concentración del crédito

Durante la etapa 1982-1987, el sector público concentró una alta proporción del crédito otorgado por la banca comercial; sin embargo, a partir de 1990 se inicia una reversión de esta tendencia, siendo el sector privado el principal destinatario del crédito de la banca comercial (ver Cuadro 3).

**CUADRO 3**  
**FINANCIAMIENTO DE LA BANCA COMERCIAL**  
**POR SECTOR INSTITUCIONAL**  
**1983-1995**

(Estructura Porcentual)

Tipo de Financiamiento	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Total 1/	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	85.2	87.7
Al Sector Público	75.2	69.0	71.0	76.4	72.7	70.6	60.3	50.3	38.6	30.0	12.4	15.6	19.6
Al Sector Privado	24.8	31.0	28.6	23.6	27.3	29.4	39.7	49.7	61.4	70.0	87.6	69.6	68.1

1/ El total del crédito en la estructura porcentual no es igual 100 debido a que no se está contemplando el sector financiero del país y entidades del exterior.

Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México.

La flexibilidad para acceder al crédito interbancario con la banca internacional, así como las bajas tasas de interés externas comparadas con las tasas domésticas, estimularon el financiamiento en dólares. La disminución acelerada del financiamiento de la banca comercial en moneda extranjera a los intermediarios financieros, se debe precisamente, a que ellos mismos pudieron

acceder a dicho financiamiento en los mercados financieros internacionales. Por su parte, el sector privado incrementó su financiamiento en moneda extranjera; un comportamiento contrario registró el sector público con un descenso creciente. En el primer caso, este financiamiento pasó de 39 por ciento en 1988 a 83 por ciento en 1993; y en el segundo disminuyó de 43 al 3.8 por ciento, para los mismos años, respectivamente (ver Cuadro 4). Este elevado endeudamiento en moneda extranjera del sector privado fue sumándose a otros factores, como la expansión del crédito bancario a las familias que elevaría la cartera vencida, para configurar una alta vulnerabilidad y fragilidad financiera que desembocó en la crisis bancaria de finales de 1994.

**CUADRO 4**  
**BANCA COMERCIAL**  
**FINANCIAMIENTO OTORGADO EN MONEDA EXTRANJERA**  
**POR SECTOR**  
**1988-1995**  
(Estructura porcentual)

Año	Total	A sectores no financieros			A intermediarios financieros	No sectorizado
		Público	Privado	Externo		
1988	100.0	42.9	39.0	12.1	5.7	0.3
1989	100.0	39.7	44.9	9.0	6.1	0.3
1990	100.0	28.0	58.2	10.5	2.6	0.7
1991	100.0	12.5	72.5	10.8	4.0	0.2
1992	100.0	7.8	75.8	11.5	4.5	0.4
1993	100.0	3.8	83.3	9.5	2.9	0.5
1994	100.0	2.7	89.9	5.0	2.4	0.0
1995	100.0	3.1	88.9	4.9	3.1	0.0

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco de México.

En la estructura del crédito por sector económico, durante el periodo 1983-1988, los sectores agropecuario e industrial mantuvieron una participación estable en financiamiento de la banca comercial, a excepción de 1986 y 1987, cuando se registró un descenso, agudo en el caso del sector agropecuario. A partir de 1992, se observa una paulatina disminución del crédito a las actividades productivas del sector agropecuario e industrial; en tanto que los sectores de servicios, comercio y

crédito para la adquisición de vivienda inician una tendencia al alza desde 1990, en particular el sector servicios (ver Cuadro 5).

**CUADRO 5**  
**BANCA COMERCIAL**  
**CANALIZACIÓN DEL CRÉDITO POR SECTOR ECONÓMICO**  
**1983-1993**

(Estructura porcentual)

Periodo	Total	Sector Agropecuario, Silvícola y Pesquero	Sector Industrial	Sector Servicios y Otras Actividades	Crédito y Vivienda	Comercio	Gobierno
1983	100.0	6.8	35.2	19.7	4.7	13.5	20.0
1984	100.0	8.4	34.7	19.3	5.3	17.0	15.4
1985	100.0	7.2	28.7	18.3	6.4	13.2	26.2
1986	100.0	4.8	26.3	17.8	5.4	10.3	35.4
1987	100.0	4.7	25.8	21.2	5.3	9.5	33.5
1988	100.0	8.4	29.7	21.5	9.4	12.6	18.4
1989	100.0	9.4	31.9	23.5	8.3	19.1	7.8
1990	100.0	9.3	29.0	28.2	7.6	19.0	6.8
1991	100.0	9.3	29.1	31.6	6.2	19.3	4.3
1992	100.0	8.4	25.7	31.7	14.7	16.9	2.5
1993	100.0	7.6	24.5	28.8	17.5	18.9	2.7

Fuente: Banco de México. Cuadernos de Información Económica. Indicadores Económicos, de 1977 a 1993.

En el sector servicios y comercio, los créditos al consumo mediante tarjetas de crédito, el crédito para la adquisición de bienes durables y el crédito hipotecario mostraron un crecimiento dinámico. Estos créditos en su conjunto, representaron el 50 por ciento del total del financiamiento otorgado por la banca comercial en 1994. Un comportamiento contrario registró el crédito al sector agropecuario, al observar tasas negativas; tendencia que se revirtió durante el periodo 1988-1993, destacando el periodo de 1988 y 1989, cuando presentó una tasa de crecimiento del 42.5 y 48.8 por ciento, respectivamente. Sin embargo, este crecimiento no se mantuvo y, para 1993, sólo alcanzó una tasa de 3.6 por ciento. En el caso del sector industrial, después de registrar tasas negativas durante los años 1985-1987, se recupera con una alta tasa de 42 por ciento, para 1989. No obstante, este comportamiento no se mantuvo y, a partir de 1990 se observa una caída

constante, registrando en 1993 el crecimiento más bajo de 3.6 por ciento. Por su parte, el crédito hipotecario mostró una tendencia a la alza; en 1992 registró un crecimiento de 200.7 por ciento. (ver Cuadro 6 y Gráfica 4).

**CUADRO 6**  
**BANCA COMERCIAL**  
**CANALIZACIÓN DEL CREDITO POR SECTOR ECONOMICO**  
**1983-1993**  
(Tasas de crecimiento)

Año	Sector Agropecuario, Silvícola y Pesquero	Sector Industrial	Sector Servicios y Otras Actividades	Crédito a la Vivienda	Comercio	Gobierno	Total
1983	-11.0	3.6	4.9	124.8	-9.1	13.2	5.1
1984	32.1	5.6	5.1	21.0	34.2	-17.7	7.2
1985	-7.7	-11.0	2.0	29.8	-16.2	83.8	7.7
1986	-31.1	-5.6	0.2	-14.0	-19.7	39.0	2.9
1987	-5.5	-5.6	14.5	-4.5	-11.1	-8.9	-3.7
1988	42.5	-7.3	-18.1	42.3	6.8	-56.0	-19.6
1989	48.8	42.3	44.5	17.5	101.4	-43.7	32.7
1990	23.0	12.8	48.7	12.5	23.1	8.7	23.8
1991	26.4	26.7	41.7	4.3	28.2	-19.7	26.3
1992	15.2	12.9	28.3	200.7	11.5	-25.2	27.8
1993	3.6	9.8	4.6	37.3	29.5	20.7	15.3

Fuente: Banco de México. Cuadernos de Información Económica. Indicadores Económicos. de 1977 a 1993.

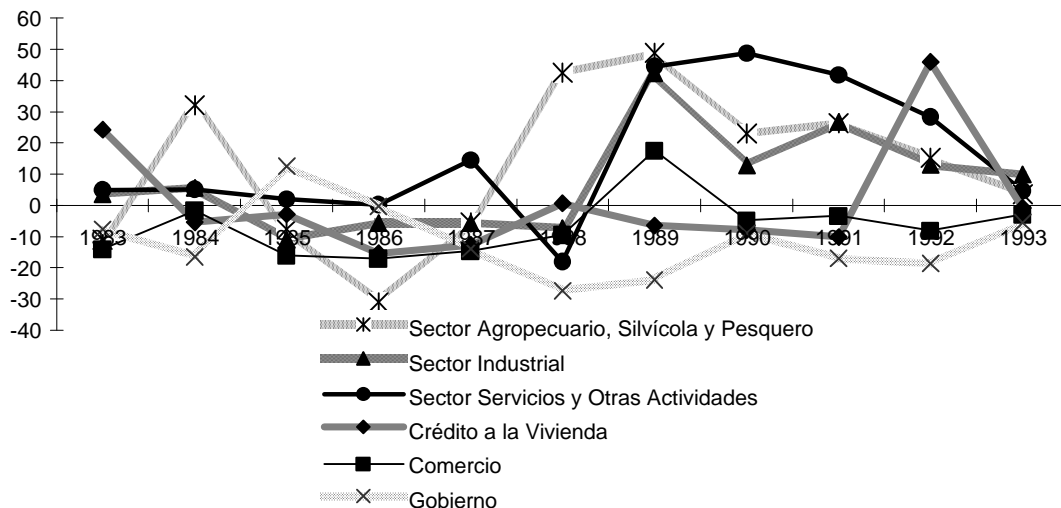
#### **4. Crecimiento económico, ahorro e inversión. Inversión financiera vs inversión productiva**

Después de la escasez de recursos, derivada de la crisis de la deuda externa de 1982, en 1989 se presentó un sorprendente flujo de capitales externos a las principales economías de América Latina. Alentando el surgimiento de mercados de capitales emergentes, dichos flujos se vieron temporalmente afectados por la crisis de 1994-1995. Entre los factores que contribuyeron al



retorno de los flujos privados de capitales a América Latina se encuentran: 1) el acelerado crecimiento y la globalización de los mercados.

**GRAFICA 4**  
**BANCA COMERCIAL**  
**CANALIZACIÓN DEL CREDITO POR SECTOR ECONOMICO**  
**1983-1993**  
(Tasas de crecimiento)



Fuente: elaboración propia con base en datos del Banco de México.

mundiales de capital, en particular de bonos y acciones; 2) la drástica caída de las tasas de interés a corto plazo en dólares estadounidenses, así como la prolongada recesión en Estados Unidos y el lento crecimiento en Europa que desalentó aún más, la inversión en esta región; y 3) las políticas de desregulación financiera en los Estados Unidos, que en gran medida indujeron el auge en los mercados bursátiles de la región al facilitar la colocación de acciones de empresas extranjeras en su propio mercado. Mediante los American Depositary Receipts (ADR's) y los Global Depositary Receipts(GDR's)<sup>1</sup>, que se emiten en el marco de

<sup>1</sup> En 1990, la Securities and Exchange Comisión (SEC) de Estados Unidos aprobó la regulación S y la disposición 14A. La regulación S es una rectificación del Acta de Valores de 1933 (Ley Glass-Steagal), con lo cual es posible que emisores extranjeros puedan colocar acciones entre inversionistas estadounidenses sin necesidad de autorización de derechos de emisión e intercambio. La disposición 14A permitir a Estados Unidos entrar en competencia con otros mercados de valores. Esta regla hace una excepción sobre el registro en Estados Unidos de recompra de ciertas acciones, por parte de los inversionistas institucionales calificados. Los valores

la Regulación S y la Disposición 14A, las ofertas de valores extranjeros tuvieron acceso a los mercados financieros de los Estados Unidos. De la misma forma, los inversionistas institucionales que por su cuenta o a través de una representación de inversionistas individuales e instituciones estadounidenses, pudieron realizar ofertas de valores en mercados foráneos. Con estas reformas al sistema financiero estadounidense, la Securities and Exchange Comisión (SEC) hizo posible un mercado financiero global.

En ese entorno, México regresó al mercado internacional de capitales, a través del flujo creciente de inversiones de cartera; inyectando un alto dinamismo al mercado de valores. La inversión de portafolio, como también se le llama a las inversiones en cartera, elevó la adquisición de acciones extranjeras, contrataron deuda externa de inversiones en valores líquidos emitidos por ciudadanos, empresas, bancos y gobiernos de otros países. Dado que este tipo de inversión permanece en el país receptor por un tiempo muy breve se mantiene en instrumentos líquidos como depósitos bancarios, valores gubernamentales o valores con una fecha de vencimiento muy próxima (Girón y Levy, 2005:61). En consecuencia, su volatilidad es muy alta y, por su alto volumen tiene el poder para desestabilizar el sistema financiero de la economía.

#### **4.1. Flujos de capitales externos e inversión en cartera**

A excepción de la inversión extranjera directa (IED) y de algunos bonos, casi todos los flujos de capital que han entrado a América Latina han sido de corto plazo, fundamentalmente en instrumentos de dinero. En este mercado las tasas de interés han sido mayores que las de Estados Unidos; de ahí la preferencia de los inversionistas extranjeros por los Certificados de Depósito de la Tesorería, los bonos y el papel comercial, cuyos rendimientos son dos o cuatro veces mayores

---

no requieren registro para su intercambio en Estados Unidos, basta con que un inversionista calificado tenga al menos, 100 millones de dólares en valores o 10 millones de dólares para broker/dealer, propios o emitidos en acciones de emisores no afiliados. Los emisores sólo presentan informes regulares a la SEC, pero sin registro ni divulgación pública.

que la LIBOR en inversiones de corto plazo. El descenso marcado en las tasas de interés de los mercados financieros de Estados Unidos ha sido un factor importante en los movimientos especulativos de los flujos de capitales de corto plazo.

En el cuadro 7 se observa el incremento de los flujos de capitales de cartera a partir de 1990, los cuales llegaron a representar el 86.8 por ciento en 1993, previo a la crisis de 1994.

**CUADRO 7**  
**INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y DE CARTERA**  
**1989-1995**

(Millones de dólares)							
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Total	3,627	6,042	17,515	22,434	33,208	19,520	-188
Directa	3,176	2,633	4,762	4,393	4,389	10,973	9526
Cartera	451	3,409	12,753	18,041	28,819	8,547	-9714
(Estructura porcentual)							
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995*
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	-
Directa	87.6	43.6	27.2	19.6	13.2	56.2	-
Cartera	12.4	56.4	72.8	80.4	86.8	43.8	-
(Tasas de crecimiento)							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	
Total	66.6	189.9	28.1	48.0	-41.2	-101.0	
Directa	-17.1	80.9	-7.7	-0.1	150.0	-13.2	
Cartera	655.9	274.1	41.5	59.7	-70.3	-213.7	

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Secretaría de Economía. Dirección General de Inversión Extranjera.

\*En este año se registró una fuga masiva de capitales, por lo cual no se calculó la estructura porcentual.

La confianza, certidumbre y altos rendimientos que ofrecía el sector bursátil en México, fueron factores fundamentales para atraer flujos internacionales de capital. El ritmo creciente en la emisión y colocación de valores mediante la oferta de obligaciones y acciones, así como de títulos de deuda pública y privada son un indicador de las expectativas positivas de los inversionistas nacionales y extranjeros sobre la instrumentación de las reformas financieras. En 1992 se seguía considerando a los Cetes como una magnífica alternativa de inversión, pues la tasa de los Cetes era de 8.82, mientras que la de los Certificados de Depósito a un mes en Estados Unidos era de 2.77 por ciento. El alto diferencial de

6.05 puntos porcentuales a favor de los instrumentos nacionales, se convirtió en un estímulo clave para atraer dichos flujos. En efecto, la inversión extranjera en valores gubernamentales observó un acelerado crecimiento, siendo los Cetes los que lideraron esta nueva forma de endeudamiento externo del sector público. Al inicio de 1994 el incremento en las tasas de interés de Estados Unidos provocó inestabilidad financiera y un drástico cambio en la estructura de los valores gubernamentales, al sustituir los inversionistas los Cetes por los Tesobonos debido a la cobertura cambiaria de éstos últimos. Este instrumento concentró el 79 por ciento del valor total del mercado de dinero, ante los efectos perversos que provocó la devaluación de diciembre de 1994 (ver Cuadro 8).

#### CUADRO 8

##### MERCADO DE DINERO INVERSION EXTRANJERA EN BONOS GUBERNAMENTALES 1991-1994

(Millones de nuevos pesos)

	Cetes	Pagarés	Bon-des	Tesobonos	Ajustabonos	Total
1991	9,075	65	2,231	790	4,642	16,803
1992	28,540	-	857	616	11,356	44,368
1993	47,682	-	2,623	3,987	136,658	67,951
1994	13,819	-	156	66,144	3,785	83,904
(Estructura porcentual)						
	Cetes	Pagarés	Bon-des	Tesobonos	Ajustabonos	Total
1991	54.0	0.4	13.3	4.7	27.6	100.0
1992	64.3	0	8.7	1.4	25.6	100.0
1993	70.2	0	3.8	5.9	20.1	100.0
1994	16.5	0	0.2	78.8	4.5	100.0
(Tasas de crecimiento)						
	Cetes	Pagarés	Bon-des	Tesobonos	Ajustabonos	Total
1991						
1992	214.5	-100	-61.6	-22.1	144.7	164.1
1993	67.1	-	206.2	547.7	1103.4	53.2
1994	-71.0	-	-94.0	1558.9	-97.2	23.5

Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México.

Si bien el Departamento del Tesoro estadounidense contemplaba que el incremento en sus tasas de interés permitiría un aterrizaje suave de la economía, la burbuja crediticia en los mercados emergentes amenazaba con estallar. El propio Fondo Monetario Internacional (FMI) señaló el desequilibrio que generaron las expectativas de empresas y bancos de obtener altos retornos por su

colocación de inversiones y préstamos. Ello obligó, aunque demasiado tarde, a aterrizar el ingreso de nuevos participantes en el mercado, con el propósito de bajar los altos niveles de rentabilidad, en esa sobrevaluación del tipo de cambio real provocada por los flujos de capital externos, mediante una devaluación real. Todo esto con el propósito de elevar la productividad interna, disminuir los precios domésticos, los salarios y el gasto público, que permitiría estabilizar la economía. (FMI, 1994).

#### 4.2. Flujos de capitales externos y balanza de pagos

Las reservas internacionales se vieron fortalecidas con los altos flujos de capitales externos, de tal forma que, mientras la cuenta de capitales de la balanza de pagos registraba una fuerte entrada de activos, presentaba un déficit creciente derivado del desequilibrio en la cuenta comercial generado en gran medida, por la sobrevaluación del peso y la rápida apertura comercial y financiera (ver Cuadro 9).

**CUADRO 9**  
**BALANZA DE PAGOS**  
**1989-1995**

(Millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Saldo de la Cuenta de Capitales	2075	8115	24786	26486	32341	14976	15332
Saldo de la Cuenta Corriente	-5821	-7451	-14647	-24439	-23399	-29662	-1577
Saldo de la Balanza Comercial	405	-882	-7279	-15934	-13481	-18464	7089

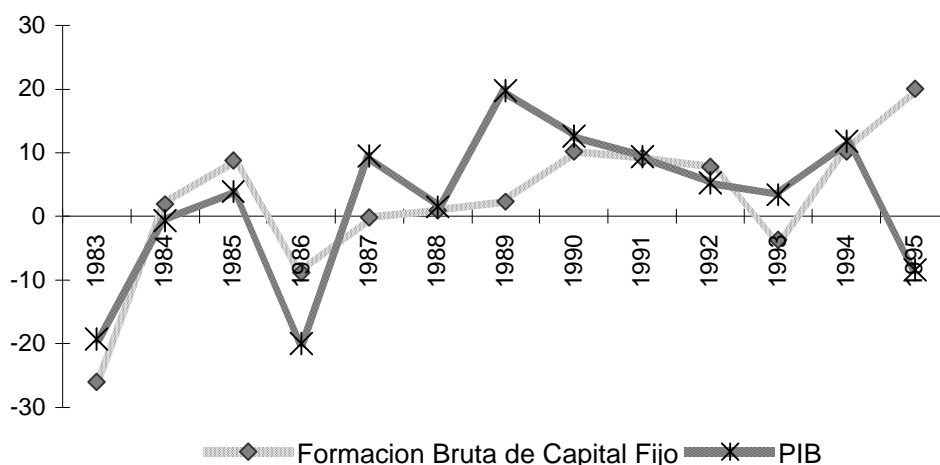
Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México, Balanza de pagos.

#### 4.3. Formación bruta de capital fijo y crecimiento económico

La Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) es un factor determinante del crecimiento económico; de ahí la estrecha relación que el crecimiento de esta con el PIB. Esta relación es más evidente en el caso de la FBKF pública, debido a su efecto de “arrastre” sobre la FBKF privada. En la Grafica 5 se observa esta

relación para el caso de México. Un aumento de la FBKF tiene un efecto más que proporcional sobre el crecimiento económico. Sin embargo, la caída de la FBKF pública no fue compensada por un aumento de la FBKF privada. Entre 1983-1993 se registró un descenso gradual de la FBKF como resultado de la reducción del gasto público y el ajuste patrimonial del Estado, tendiente a ajustar el desequilibrio en las finanzas públicas. En efecto, la privatización y venta de las empresas y la reducción de su gasto en inversión se convirtieron en los ejes de la política fiscal restrictiva.

**GRÁFICA 5**  
**INVERSIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO**  
**1983-1995**  
 (Variación real)



Fuente: elaboración propia con base en datos de Nafinsa, Sistema de Cuentas Nacionales de México en La economía mexicana en cifras, 1984, 1986, INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I.

En contraparte, la FBKF privada aumentó su participación y se convirtió en el motor de crecimiento de la economía (ver Cuadro 10 y Gráfica 6). Sin embargo, debido a que ésta se concentró en los sectores más dinámicos de la economía, su efecto no fue capaz de generar efectos multiplicadores, a través de la formación de cadenas productivas.

**CUADRO 10**  
**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
**POR SECTOR**  
**1983-1995**

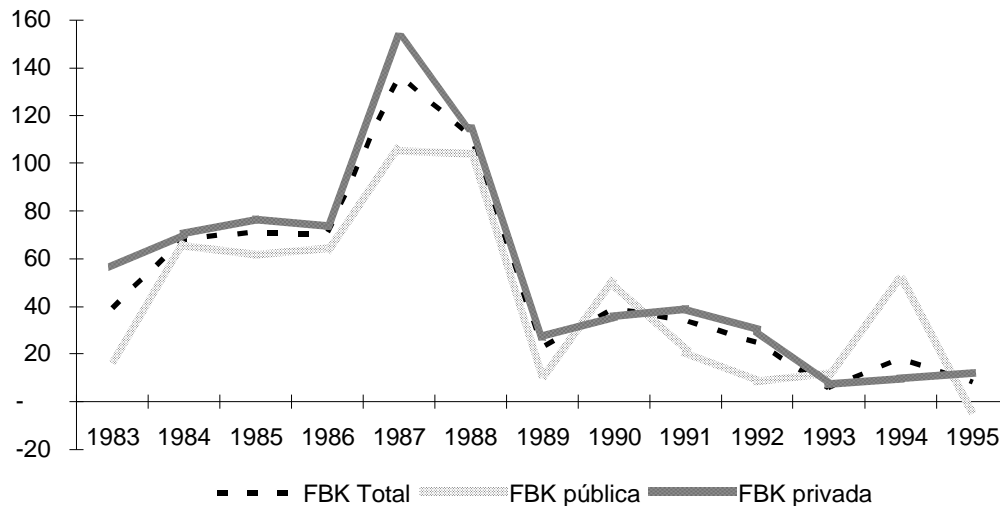
(Estructura porcentual)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
FBK Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
FBK pública	37	37	35	34	29	28	26	27	25	21	23	26	23
FBK privada	63	63	65	66	71	72	74	73	75	79	80	74	77

Fuente: elaboración propia con base en datos de Nafinsa, Sistema de Cuentas Nacionales de México en La economía mexicana en cifras, 1984, 1986, INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I.

**GRÁFICA 6**  
**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
**1983-1995**

(tasas de crecimiento)



Fuente: elaboración propia con base en datos de Nafinsa, Sistema de Cuentas Nacionales de México en La economía mexicana en cifras, 1984, 1986, INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I.

Durante todo el periodo 1983-1994 fueron el sector de la construcción y la industria manufacturera donde se concentró la FBKF total, mientras que en el sector agropecuario mantuvo una baja participación, pues no llegó a representar ni el 2 por ciento de la FBKF total (ver Cuadro 11).

**CUADRO 11**  
**FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
**POR ACTIVIDAD ECONÓMICA**  
**1983-1995**

(Estructura Porcentual)

Periodo	FBK Total	Agropecuario, Silvicultura y Pesca	Minería	Industria Manufacturera	Construcción	Serv.Comunales, Socialesy Personales
1983	100.0	1.0	0.09	40.4	58.2	0.2
1984	100.0	1.2	0.09	41.7	56.8	0.3
1985	100.0	1.5	0.08	44.1	54.1	0.2
1986	100.0	1.4	0.10	46.2	52.2	0.2
1987	100.0	1.2	0.11	47.0	51.5	0.1
1988	100.0	1.8	0.03	46.8	51.2	0.2
1989	100.0	1.2	0.03	48.9	49.7	0.2
1990	100.0	1.1	0.02	49.6	49.1	0.2
1991	100.0	1.0	0.02	50.6	48.3	0.2
1992	100.0	1.0	0.01	50.9	48.0	0.1
1993	100.0	1.0	0.01	46.2	52.7	0.1
1994	100.0	0.9	0.01	45.8	53.2	0.1
1995	100.0	1.1	0.02	47.4	51.4	0.1

Fuente: elaboración propia con base en datos de INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I, 1981-87, 1988-99.

El sector de la construcción y la industria manufacturera presentaron un crecimiento gradual de 1983 a 1988, registrando sus tasas de crecimiento más elevadas en 1986-1987. A partir de 1988, su dinamismo se contrajo, presentándose una fuerte caída en 1993 como resultado de la crisis (ver Cuadro 11). Cabe señalar que dada la inversión pública en estos sectores, es evidente que cualquier incremento de la misma, en términos relativos se verá como un crecimiento extraordinario. No obstante, esta fuerte contracción deja ver una a la baja (ver Cuadro 12).

**CUADRO 12**  
**FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
**POR ACTIVIDAD ECONÓMICA**  
**1983-1995**

(Tasas de crecimiento)

Periodo	FBK Total	Agropecuario, Silvicultura y Pesca	Minería	Industria Manufacturera	Construcción	Serv.Comunales, Socialesy Personales
1983	39.5	65.3	108.6	41.1	37.9	55.6
1984	68.5	91.4	55.4	73.8	64.4	106.1
1985	71.1	116.8	58.2	81.1	63.2	21.3
1986	70.4	63.7	108.8	78.3	64.2	25.4
1987	136.7	110.1	158.6	141.0	133.7	91.8
1988	111.3	196.0	40.0	110.5	110.2	166
1989	22.8	17.4	6.7	28.2	19.1	75.9
1990	39.5	27.5	14.0	41.6	37.9	31.5
1991	34.0	24.4	3.0	36.6	31.7	11.7
1992	24.6	19.2	8.1	25.4	23.9	6.7
1993	5.7	5.7	3.1	4.1	16.2	12.6
1994	17.9	12.9	19.2	16.9	18.9	17.7
1995	7.9	23.9	83.5	11.8	4.4	3.3

Fuente: elaboración propia con base en datos de INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I, 1981-87, 1988-99.



## **5. Tasas de interés y margen de intermediación bancario**

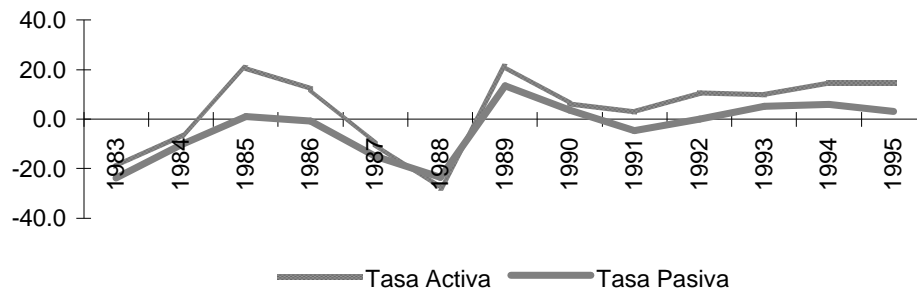
En México el funcionamiento del mercado primario de títulos gubernamentales se caracteriza por presentar un acceso restringido a la subasta de títulos, lo que refuerza el comportamiento colusivo, tanto de la banca comercial como de los intermediarios financieros no bancarios, para obtener ganancias monopólicas derivadas de la compra-venta de títulos bancarios. El margen de intermediación se puede ampliar mediante tres mecanismos: 1) limitando la sustituibilidad entre los depósitos a la vista y los otros instrumentos financieros de corto plazo; 2) pagando tasas de interés menores por los depósitos a la vista; y 3) fijar tasas de interés pasivas menores a las tasas activas de los valores gubernamentales sin riesgo.

Este comportamiento colusivo y oligopólico de la banca comercial ha sido inducido y fomentado por el Banco de México, al emitir y colocar volúmenes de bonos gubernamentales muy por encima de su requerimiento financiero. La tenencia de bonos gubernamentales ha generado crecientes utilidades a las instituciones financieras, dado el diferencial entre la tasa de Cetes y la tasa pasiva, esto es, de los depósitos bancarios. Ello no solo ha desincentivado el otorgamiento de créditos a la actividad productiva y la emisión de bonos bancarios, que además profundizarían el mercado de valores, sino que ha impedido el logro de una estructura de tasas de intereses adecuada al crecimiento económico. De esta forma, la autoridad monetaria ha propiciado la ausencia de arbitraje entre la tasa de bonos gubernamentales y la tasa de depósitos y, por tanto, ha fortalecido la estructura oligopólica del mercado bancario.

Se suponía que con la liberalización de las tasas de interés, las tasas pasivas aumentarían debido a la mayor competencia por recursos entre los bancos, sin embargo, a partir de 1989 la tasa de depósitos bancarios en términos reales y nominales disminuyeron. Ello indica que la desregulación financiera fortaleció la estructura oligopólica del sector bancario mexicano. (ver Gráfica 7).

## GRÁFICA 7

### MARGEN FINANCIERO DE LA BANCA COMERCIAL 1983-1995 (valores reales)



Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México, Informe Anual varios años; INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo III y IV

A partir del surgimiento de la banca múltiple y de la ley bancaria en 1978, se fortalece a los grandes grupos financieros con la absorción de los pequeños bancos, lo que elevó el carácter oligopólico de la banca comercial, ya que el número de bancos pasó de 139 en 1975 a 77 bancos en 1977. Antes de la nacionalización bancaria, registraron las primeras fusiones entre los bancos múltiples, quedando sólo 48 bancos. Durante el periodo de 1983-1985 se dio un proceso de *racionalización*, el cual consistió en una importante reducción del número de bancos mediante procesos de liquidaciones y fusiones. Para 1991, sólo existían 19 instituciones bancarias; con el proceso de reprivatización bancaria aumenta el número de instituciones bancarias, debido a que se autoriza entre 1992 y 1994 la creación de nuevos bancos, existiendo para 1994 23 bancos.

En el momento de la liberalización de las tasas de interés, ya existía un mercado bancario oligopólico conformado por 18 bancos comerciales, con una elevada concentración en tres instituciones: Bancomer, Banamex y Serfin. Dicha concentración se incrementó entre 1990-1991, con la venta de los bancos, fortaleciendo su poder oligopólico y que le permitió mantener el diferencial en tasas pasivas y activas y por ende, los altos márgenes de ganancias (ver Cuadro 13).

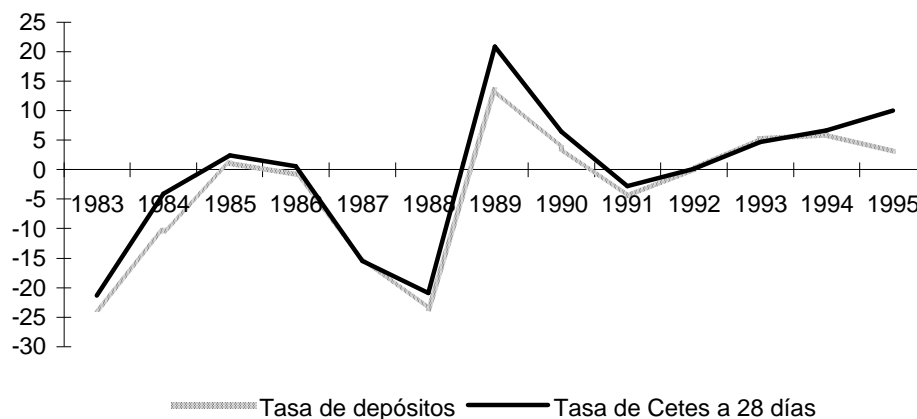
**CUADRO 13**  
**CONCENTRACIÓN BANCARIA**  
**1982-1993**

Bancos	Activos	Cartera de créditos	Pasivos	Captación directa
Bancomer	23.00	22.53	22.76	23.81
Banamex	25.61	23.31	25.39	24.99
Serfin	13.17	14.49	13.35	14.59
Internacional-Bital	5.59	7.17	5.68	3.20
Mexicano Somex	6.35	6.93	6.44	4.08
Mercantil del Norte	1.40	1.51	1.36	1.70
Comermex-Inverlat	6.77	7.69	6.88	6.57

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

El mantenimiento del alto diferencial entre la tasa de interés pasiva y la tasa de Cetes (activo sin riesgo) demuestra la ausencia de una estructura de tasa de interés competitiva (ver Gráfica 8). En un mercado financiero competitivo la

**GRÁFICA 8**  
**MARGEN FINANCIERO LIBRE DE RIESGO**  
**1983-1995**  
(valores reales)



Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México, Informe Anual varios años; INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo III y IV.

tasa de depósitos bancarios es mayor a la tasa de títulos gubernamentales sin riesgo. Además, el margen financiero libre de riesgo se amplió considerablemente entre 1989-1991, como resultado del alto diferencial entre las bajas tasas de los depósitos y las altas tasas de los créditos y préstamos bancarios, así como la elevada tenencia de valores gubernamentales que están libres de riesgo.

## **6. Cartera vencida y fragilidad bancaria**

La expansión del crédito registrada desde 1990, no se vio frenada por las altas tasas de interés reales internas, si consideramos que la inflación había disminuido drásticamente y que las tasas externas permanecieron bajas. Este diferencial fue aprovechado por los bancos para fondearse en los mercados financieros internacionales a tasas bajas y, de esta forma, expandir aún más el crédito interno a altas tasas de interés. Las altas tasas de interés activas ponía en riesgo la capacidad de pago de los deudores; en tanto que los acreedores recurrían a la capitalización acelerada de intereses. Los deudores vieron crecer sus montos adeudados, aún cuando mantuvieron al corriente sus pagos; no obstante, sus obligaciones crediticias rebasaron su capacidad de pago y el valor de las garantías, como fue el caso de los créditos con garantía hipotecaria.

El alto diferencial entre los costos de fondeo en moneda local y extranjera condujo a los bancos a elevar rápidamente sus pasivos de corto plazo en dólares. La política de financiar la apertura comercial por medio de la inversión extranjera indirecta o de cartera, especialmente en Cetes, mantuvo las tasas de interés elevadas. A ello se sumó la carga de los créditos cruzados, los créditos de complacencia, el crédito a los propios accionistas y otras prácticas financieras poco sanas para la operación de la banca. Finalmente, ello condujo a una elevación de la cartera vencida que precipitó la crisis bancaria, poco después de la devaluación de diciembre de 1994.

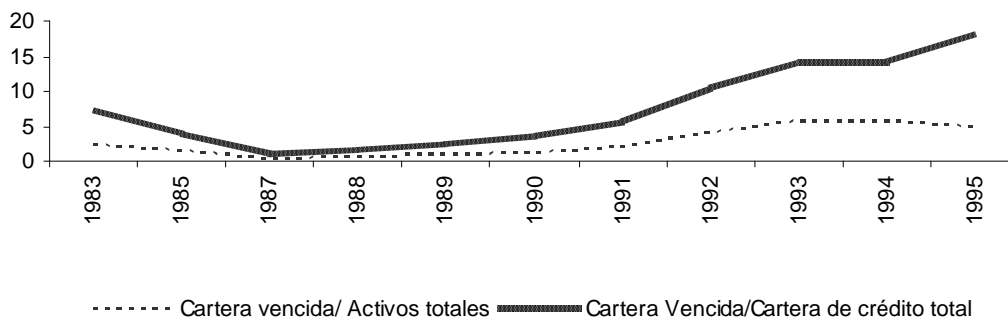
En este contexto, y dada la pérdida de competitividad en el mercado internacional, generado en gran medida por la apertura comercial y la sobrevaluación cambiaria, a lo que se sumó los elevados costos de financiamiento, provocaron que las empresas enfrentaran problemas para hacer

frente al servicio de sus deudas, obligándolos a entrar en un círculo vicioso de refinanciamiento acelerado de las mismas. Para amortiguar esta situación, las empresas hicieron un ajuste por el lado del empleo; lo que a su vez provocó la caída de los ingresos de las familias; con lo que completó el proceso de inestabilidad financiera. Familias y empresas entraron en cartera vencida, y la demanda agregada se contrajo y, con ella, la inversión y el crecimiento económico.

El desplazamiento del crédito del sector público al sector privado y, dentro de éste último, el auge de los créditos individuales para consumo y adquisición de casas, explica en gran medida la vulnerabilidad de la cartera de crédito. Este tipo de créditos generó altos rendimientos a la banca comercial debido a su carácter inelástico con respecto a la tasa de interés. A ello se sumó la falta de supervisión y buen manejo de riesgo crediticio, que dejó de lado la revisión de los historiales crediticios de los demandantes de crédito.

En su afán por obtener altas ganancias de corto plazo, los bancos otorgaron créditos a agentes de dudosa solvencia económica. La relación cartera vencida/cartera total (índice de morosidad), que había descendido de 4.84 por ciento en 1983, a 0.55 por ciento en 1988, volvió a elevar drásticamente, durante el periodo 1993-1995, al pasar del 8.36 al 13.18 por ciento, respectivamente (ver Gráfica 9).

**GRAFICA 9**  
**COMPORTAMIENTO DE LA CARTERA VENCIDA**  
**1983-1995**  
 (Porcentajes)



Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México.

La cartera vencida se concentró en tres sectores: el sector industrial, con un 37.2 por ciento; el sector servicios con 22.7 por ciento y el sector consumo con 24.5 por ciento, en promedio durante el periodo señalado. Por su parte, el sector agropecuario presentó una participación promedio de 13.1 por ciento, debido a que la proporción de crédito bancario a este sector ha sido muy baja (ver Cuadros 14 y 15). Esta ineficiencia macroeconómica de la banca, si consideramos que su función de intermediación se deterioró con la reducción del crédito a los sectores productivos, también se reflejó en su comportamiento macroeconómico. En el periodo 1993-1987, la relación costos de operación/activos totales se mantuvo en un rango de 3.61-4.25 por ciento, para 1988-1994 esta relación aumentó hasta 6.02 por ciento en 1994. Sin embargo, la relación costos de operación/ingreso financiero bruto, que para 1987 fue de 13.57 por ciento, en 1994 fue de 27.8 por ciento. Es decir, con la liberalización financiera la banca mexicana se volvió más ineficiente, ya que los indicadores

**CUADRO 14**  
**BANCA COMERCIAL**  
**CARTERA VENCIDA AL SECTOR PRIVADO**  
**1984-1993**  
(Estructura porcentual)

Año	SECTOR PRIVADO						
	Total	Agropecuario, Silvicultura y Pesca	Industrial	Serv. y Otras Actividades	Crédito a la Vivienda	Comercio	Crédito al Consumo
1984	99.8	9.5	49.1	19.9	0.5	20.8	0.0
1985	99.8	12.8	48.6	16.4	1.6	20.3	0.0
1986	99.9	13.6	46.0	15.0	3.7	21.6	0.0
1987	99.4	12.9	43.9	18.8	1.1	22.7	0.0
1988	99.5	10.0	47.6	21.2	2.1	18.7	0.0
1989	98.8	12.6	33.4	23.8	1.4	27.5	0.0
1990	99.6	13.9	26.0	26.7	0.6	32.5	0.0
1991	99.3	14.5	25.3	21.4	2.5	35.6	0.0
1992	99.8	14.0	25.6	33.4	2.6	24.2	0.0
1993	99.8	17.4	26.3	30.1	3.8	20.7	1.5

Fuente: Banco de México e INEGI, Anuario Estadístico 2006.

**CUADRO 15**  
**CARTERA VENCIDA AL SECTOR PRIVADO**  
**1984-1993**

(Tasas de crecimiento)

Año	SECTOR PRIVADO						
	Total	Agropecuario, Silvicultura y Pesca	Industrial	Serv. y Otras Actividades	Crédito a la Vivienda	Comercio	Crédito al Consumo
1984							
1985	73.5	133.8	71.8	43.4	421.4	69.8	0.0
1986	54.7	63.1	46.3	41.6	265.8	64.0	0.0
1987	51.2	44.5	45.0	90.2	-55.4	59.6	0.0
1988	24.8	-3.8	35.1	40.6	139.3	2.7	0.0
1989	93.7	147.6	37.2	119.0	26.4	187.4	0.0
1990	119.0	138.4	68.7	142.9	-1.4	156.3	0.0
1991	99.7	109.8	95.3	60.7	711.7	119.4	0.0
1992	93.2	85.4	94.4	199.8	103.3	30.9	0.0
1993	121.9	175.3	127.7	100.5	224.6	89.4	0.0

Fuente: Banco de México e INEGI, Anuario Estadístico 2006.

de eficiencia y productividad se deterioraron. En efecto, la relación entre utilidad neta/capital contable sin revaluación (ROE), que en 1987 fue de 50.4 por ciento, para 1994 disminuyó hasta 13.18 por ciento (ver Cuadro 16). Cabe señalar que mientras en el periodo 1983-1987 la ROE presentó una tendencia al alza, en tanto que en el periodo 1988-1994 registró una tendencia a la baja.” (López, 2001:123)

**CUADRO 16**  
**BANCA COMERCIAL**  
**INDICADORES DE EFICIENCIA Y PRODUCTIVIDAD**  
**1983-1994**  
(Estructura porcentual)

	1983	1985	1986	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Costos de operacion/activos totales	3.6	4.3	3.8	6.0	4.9	4.8	4.7	4.9	4.2	3.5
Costos de operación/ingreso financiero 1/	12.5	13.6	11.1	16.5	21.4	20.4	26.3	27.9	23.2	24.7
Utilidad/activos totales (ROE) 2/	28.8	41.3	51.9	49.8	36.6	34.9	32.7	33	40.7	13.2
Utilidad/ Capital contable (ROA) 3/	0	0	1.3	1.8	1.3	1.1	1.0	1.3	0.9	0.4

1/ Se refiere al ingreso financiero bruto

2/ ROE es un indicador de la rentabilidad del capital.

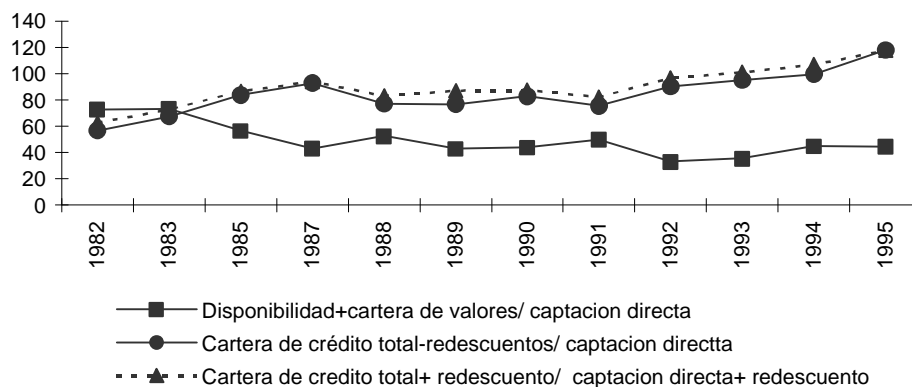
3/ Se considera el capital contable sin revaluaciones.

Fuente: elaboración propia con base en datos de la CNBV, Boletín Estadístico de la Banca Múltiple, varios años.

Los indicadores de rentabilidad bancaria también muestran un severo deterioro; la relación disponibilidad más cartera de valores/captación directa, que durante el periodo 1983-1987 mantuvo un promedio anual de 58.4%, disminuyó para el periodo 1988-1994, a un promedio anual de 43.2%. Esto muestra los problemas de liquidez a los que se enfrentaron los bancos, ante los retiros de los ahorradores y el deterioro de la cartera crediticia (ver Gráfica 10).

**GRAFICA 10**

**INDICADORES DE LIQUIDEZ  
1982-1995  
(Porcentajes)**



Fuente: elaboración propia con base en datos de la CNBV, Boletín Estadístico de la Banca Múltiple, varios años.

Los indicadores de solvencia y liquidez reflejan los efectos negativos de la liberalización financiera en la intermediación bancaria. La liberalización y desregulación financiera estimuló el carácter rentista de la banca. En la medida que se fortalecía su poder oligopólico, dejando de cumplir su papel de financiamiento del crecimiento económico. Ante la fragilidad bancaria y el alto margen de sobrevaluación, la desaceleración de la actividad económica estalló en crisis en el momento en que se ajustó el tipo de cambio de real.



## **CAPITULO III**

# **EL CARACTER RENTISTA DE LA BANCA MEXICANA, RESTRICCION CREDITICIA Y ESPECULACION BURSATIL:**

**1994 - 2007**

### CAPITULO III

#### EL CARÁCTER RENTISTA DE LA BANCA MEXICANA. RESTRICCIÓN CREDITICIA Y ESPECULACIÓN BURSÁTIL: 1994-2007

La desregulación financiera estimuló y propicio la acelerada expansión de crédito, que ante la ausencia de mecanismos de control y supervisión, la banca comercial otorgo sin investigación previa sobre la capacidad de pago de los prestatarios. El resultado, una alta cartera vencida que coloco a la banca comercial en graves problemas de liquidez. En efecto, desde 1991 los bancos venían acumulando una cartera vencida que, para diciembre de 1994, representaba el 8 por ciento de la cartera total, y casi 100 por ciento de su capital contable. Por otro lado, la disminución del crédito se empieza registrar desde inicio de 1993, misma que se agudiza durante todo 1994. Esta reacción de la banca comercial ante la fragilidad de su balance, agudizo la competencia entre los intermediarios bancarios, provocando que los problemas de refinanciamiento de la cartera de crédito estallaran, pues una parte de las utilidades debían destinarse a los mayores requerimientos de reserva de la cartera impaga.

##### **1. Desregulación bancaria, expansión del crédito y crisis bancaria**

La corrida contra el peso en diciembre de 1994 precipitó la crisis bancaria, que se convirtió inmediatamente en una crisis de liquidez dada la fragilidad financiera y el elevado endeudamiento de los bancos y las empresas en moneda extranjera. Los pasivos en moneda extranjera de los bancos locales se elevaron de manera abrupta, provocando un desbalance cambiario de alrededor de 22,000 millones de dólares y una cartera vencida registrada hasta ese momento, en 6.6 mil millones de dólares, es decir, 8.4 por ciento de la cartera total (Correa, 2004)

En 1995 los bancos con mayor porcentaje de cartera vencida eran: Bital con 18 por ciento; Comermex con 18.6 por ciento; del Centro con 18 por ciento; Mercantil Probusa con 17.9 por ciento; y Banco del Atlántico con 14.2 por ciento. Los bancos con menor porcentaje de cartera vencida eran: Citibank con 5.8 por ciento; Serfin con 7.6 por ciento; y Promex con 9.2 por ciento (ver Cuadro 1).

**CUADRO 1**  
**BANCA COMERCIAL**  
**CARTERA VENCIDA**  
**1991-1995**  
(Estructura porcentual)

	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
Banamex	3.5	6.7	8.0	9.0	12.0
Bancomer	3.0	5.8	8.3	8.0	12.2
Serfin	4.9	7.3	10.2	10.2	8.0
Comermex	2.5	6.2	9.8	8.8	18.6
Bitel	4.2	7.0	11.4	12.2	18.8
Promedio del Sistema Bancario	4.5	6.3	8.2	8.5	12.1

Los datos de 1995 corresponden al mes de junio.

Fuente: elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria de Valores.

En 1995, a la crisis bancaria se sumó la liquidación de los Tesobonos en moneda extranjera, y los requerimientos de recursos para hacer frente a los vencimientos de deuda externa de corto plazo y el servicio de la deuda de largo plazo, tanto de empresas como de bancos y sector público. Según el cálculo del Secretario del Tesoro estadounidense, Robert Rubin, dichos requerimientos ascendían a 81,000 millones de dólares. La negociación del paquete de rescate, denominado Clinton, condicionó las políticas instrumentadas frente a la crisis bancaria y el rescate de los bancos. El gobierno enfrentó la crisis bancaria mediante la elevación de las tasas de interés y una intervención selectiva a bancos menores; se argumentó que con esta estrategia se frenaría el riesgo sistémico e impediría la quiebra de los mayores intermediarios; además de que, permitiría ofrecer rendimientos atractivos a los capitales extranjeros en el mercado financiero y asegurar que los mayores bancos permanecieran en manos de sus propietarios. En general, se trataba de buscar una "salida de mercado" a la crisis bancaria que no pusiera en riesgo la confianza de los inversionistas extranjeros en México. Ello explica que se garantizaran los depósitos por igual, incluso los depósitos interbancarios; el no implantar un control parcial de cambios; elevar las tasas de interés como fórmula de recuperar la "confianza" de los "inversionistas" extranjeros; la no intervención selectiva de los bancos; y la oposición a investigar las operaciones irregulares y especulativas de algunos bancos (Correa, 2004).

En este sentido, el rescate bancario de 1995-1997, ha sido uno de los más costosos, no solamente en términos financieros, sino sobre todo en términos económicos, políticos y sociales, debido a que se socializó su costo mediante la contracción del gasto público y el elevado costo fiscal; significó una contracción de recursos tanto de los bancos

como del gobierno para financiar el crecimiento económico; e impidió la recuperación de la capacidad de pago de los prestatarios locales, ocultó y solapó prácticas fraudulentas, traslado al gobierno un alto monto de pasivos; y alentó el traspaso de la propiedad de los bancos locales a manos de inversionistas extranjeros. La impunidad en los delitos financieros y la cultura del no pago quebrantan las bases mismas de la confianza sobre el sistema de crédito, pero también del patrón monetario y del sistema de pagos.

Las pérdidas generadas por el seguro de depósitos y saneamiento de los balances bancarios fueron trasladadas al presupuesto público. En México a través de la compra de activos de mala calidad por el Fobaproa y posteriormente por el IPAB y sustituidos por bonos de alto rendimiento garantizados por el sector público y, por medio de los programas de capitalización de bancos (Girón y Correa, 1996 y 2002).

## **2. De la crisis financiera a la extranjerización de la banca comercial**

Con el Tratado de Libre Comercio se abrió el sistema bancario mexicano a una mayor participación extranjera, mediante el establecimiento en las bases del capítulo de servicios financieros de una participación hasta del 30 por ciento de capital extranjero. Con ello se facilitó la entrada y el establecimiento de nuevas filiales. En 1994, Citibank se convirtió en una subsidiaria y Banco Santander Central Hispano [BSCH), banco español, estableció su presencia en México. En 1995, otros 13 bancos estadounidenses, europeos y japoneses entraron al mercado mexicano, a través de la formación de una *holding company* o grupo financiero (Maya, 2004:230). Entre los bancos mexicanos que fueron absorbidos por intermediarios extranjeros se encuentran: Probursa, que fue absorbido por el Banco Bilbao Vizcaya, Inverlat absorbido por el banco canadiense Nova-Scottia y la absorción del Banco Mexicano por el banco español Santander Central Hispano. Entre los bancos mexicanos que se asociaron con bancos extranjeros, se encuentran Bancomer, Serfin, Banorte y Bital.

Las reformas hechas al marco jurídico durante 1995 y 1997 sólo incluían a los bancos comerciales medianos, mientras que el acceso a los tres bancos más grandes por parte del capital extranjero aún quedó denegado. Los principales adquirientes entre 1996 y 1997, fueron dos importantes conglomerados financieros españoles: Bilbao Vizcaya Argentaria y Santander Central Hispano. Para finales de 1998 existían más bancos extranjeros que nacionales, siendo los adquirientes más dinámicos dos bancos

españoles, Bilbao Vizcaya Argentaria y Santander Central Hispano<sup>1</sup>. Por su parte, el banco estadounidense Citibank, tenía una participación de mercado que representaba menos del 20 por ciento de las actividades bancarias.

En diciembre de 1998, se eliminaron las limitaciones existentes al capital extranjero para participar en la propiedad de los bancos locales, al permitírsele adquirir el 100 por ciento de los activos bancarios. Estas modificaciones al marco jurídico, aunados con el cambio tecnológico y las innovaciones financieras, permitieron que en menos de tres años bancos extranjeros adquirieran los mayores bancos del sistema bancario: en mayo de 2000, Serfin fue adquirido por Banco Santander Central Hispano; en agosto de 2000, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) adquiere Bancomer; y en septiembre de 2001, Citibank adquiere al grupo financiero Banacci Accival Banamex, posteriormente Inverlat fue adquirido por Scotiabank y Bital por el banco inglés HSBC.

Con la adquisición de Bancomer por parte de BBVA, la concentración del mercado bancario se elevó, ya que este grupo registró la mayor participación con el 24 por ciento. Además, fue la primera operación extranjera de importancia sin la asistencia financiera de parte del gobierno, es decir de un banco no intervenido. La participación extranjera total, tomando como referencia los activos de los mayores bancos de nuestro sistema bancario, representa el 72.5 por ciento en 2007; de este total Citigroup participaba con el 19.8, Bilbao Vizcaya con 22.9, Santander con el 13.5, HSBC con el 11.7, y Bank of Nova Scotia con 4.7 por ciento.

Por su parte, la participación de capital nacional de los mayores bancos del sistema bancario mexicano considerando activos representa el 15.3 por ciento: Mercantil del Norte con 8.7; Inbursa con el 4.0; Banco Azteca con 1.7; e IXE con 0.9 por ciento (ver Cuadro 2).

## CUADRO 2

---

<sup>1</sup> Esta reforma permitió la adquisición de los bancos comerciales de mediano tamaño, siendo los principales adquirientes Banco Bilbao Vizcaya Argentaria [BBVA] de España en 1996 y HSBC en 1997. Por su parte, Citigroup, a través de Citibank, expandió su participación con la adquisición de Banca Confía en 1998. Cada adquisición involucraba, de alguna manera, la asistencia financiera por parte del gobierno mexicano, que por su parte tomó el control de 14 bancos con problemas para sanearlos y venderlos a precio muy por debajo de su valor en libros y su costo de rescate. Circunstancia que aprovecharon los intermediarios extranjeros para sus adquisiciones. (Maya, 2004:231)

**PARTICIPACIÓN DE LA BANCA MÚLTIPLE CONSIDERANDO ACTIVOS**  
**1998-2007**  
Estructura Porcentual

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Bancomer 1/	20.76	20.09	19.31	26.84	25.17	25.93	24.42	24.18	23.43	22.90
Banamex	20.68	20.45	19.35	20.66	22.23	24.58	22.60	20.80	21.01	19.80
Serfin 4/	13.56	13.36	11.26	7.74	8.08	6.34	6.48	16.55	15.68	13.50
Bital 2/	8.45	8.63	8.84	7.32	7.91	8.98	9.87	11.19	11.08	11.70
Mercantil del Norte 3/	3.22	3.14	7.37	6.77	10.22	10.86	10.49	7.96	8.15	8.70
Scotia Inverlat				3.96	4.87	4.67	4.71	5.31	4.96	4.66
Inbursa	1.83	2.88	3.13	2.91	3.29	4.25	3.61	3.43	3.15	4.00
Santander Mexicano				6.09	6.51	5.95	7.08			
J.P Morgan				0.84	1.50	1.34	1.03	1.35	1.24	0.40
Bank Boston				0.53	0.54	0.40	0.33			
I.N.G.Bank				0.25	1.10	1.12	1.51	1.37	2.26	1.80
Deutsche Bank				0.23	0.44	0.39	0.67	0.17	0.23	0.20
Bank of América				0.21	0.39	0.50	1.71	0.68	0.65	1.10
Interacciones	0.94	0.81	0.62	0.41	0.40	0.31	0.33	0.39	0.50	1.10
IXE	0.27	0.32	0.36	0.34	0.45	0.46	0.55	0.53	0.59	0.90
Del Bajío	0.23	0.26	0.27	0.39	0.47	0.48	0.74	1.61	1.80	1.80
Afirme	0.49	0.50	0.44	0.38	0.35	0.44	0.49	0.43	0.45	0.40
Centro	2.34	1.79	1.73	0.24	0.32	0.24	0.21	0.29		
Invex				0.18	0.29	0.36	0.25	0.30	0.40	0.40
BBVA Bancomer Servicios				0.37	0.30	0.35	0.38	0.21	0.23	0.20
Mifel	0.20	0.20	0.24	0.27	0.25	0.24	0.25	0.26	0.30	0.30
HSBC Banks				0.27	0.13	0.10				
Banregio	0.15	0.14	0.18	0.24	0.23	0.26	0.29	0.31	0.38	0.50
Comerica Bank				0.16	0.16	0.22	0.18	0.04		
Tokyo-Mitsubishi				0.11	0.13	0.10	0.13	0.11	0.09	0.10
Dresdener Bank				0.27	0.10	0.02				
G.E.Capital				0.12	0.16	0.28	0.31	0.32	0.37	0.30
Basi	0.09	0.08	0.11	0.11	0.10	0.14	0.12	0.14	0.17	0.20
American Express				0.06	0.06	0.12	0.18	0.32	0.42	0.50
A.B.N. Ambro Bank				0.04	0.03	0.03	0.03	0.10	0.13	0.40
Banco Azteca						0.30	0.66	1.46	1.72	1.7
Ve por más							0.02	0.15	0.19	0.30
Credit Suisse						0.02	0.31	0.04	0.14	0.20
Bank one				0.04	0.02	0.03	0.06			

Fuente: elaboración propia con base en datos de la CNBV, Boletín estadístico banca múltiple marzo 1999, 2001-2007.

1/ A partir de 2001 BBVA Bancomer

2/ A partir de 2004, HSBC.

3/ A partir de febrero del 2000 Mercantil del Norte se fusiona con Banpaís.

4/ A partir de 2005 se presentan los datos de la institución resultante de la fusión Santander-Serfin

### 3. Caída de la captación tradicional y bursatilización de los pasivos bancarios

En la estructura de las obligaciones de la banca comercial sobresale la disminución de la captación, que paso de 47.1 por ciento en 1994 a 10 por ciento en 2007; en tanto que los depósitos, préstamos de bancos y reportos mostraron un crecimiento muy dinámico durante el periodo 1997-2001, llegando a representar el 32 por ciento, para este último año. Por su parte, los instrumentos financieros sintéticos después de presentar una fuerte caída en 1995, registraron un crecimiento acelerado a partir del 2000; y llegan a representar el 77.5 por ciento en 2007 (ver Cuadro 3).

**CUADRO 3**  
**BANCA COMERCIAL**  
**OBLIGACIONES TOTALES POR INSTRUMENTO**  
**1994-2007**  
(Estructura porcentual)

Año	Captación Total Bruta	Depósitos y Préstamos de Bancos y Reportos	Obligaciones por Redescuento	Instrumentos Financieros Sintéticos	Reservas de Previsión, Riesgo Crédito y Otras	Ingresos por Diferir	Otros Pasivos	Capital Contable	Obligaciones Totales
1994	47.1	6.9	6.0	29.4	4.4	0.3	1.2	4.8	100.0
1995	52.9	10.6	3.4	21.1	6.5	0.4	1.4	3.6	100.0
1996	53.2	8.1	1.9	23.6	8.1	0.3	1.8	3.0	100.0
1997	52.2	27.3	1.5	6.9	9.6	1.5	1.1	-0.2	100.0
1998	52.0	26.7	1.3	6.7	10.2	1.5	1.1	0.5	100.0
1999	46.9	28.9	1.1	9.8	12.1	0.6	0.8	-0.2	100.0
2000	36.2	30.2	0.8	20.1	9.8	0.6	2.6	-0.2	100.0
2001	32.0	31.7	0.9	26.3	0.0	8.0	0.3	2.2	100.0
2002	24.6	29.4	0.8	36.6	0.1	6.2	0.1	2.4	100.0
2003	19.5	19.9	0.6	53.1	0.2	4.1	0.4	2.1	100.0
2004	19.2	14.7	0.7	57.2	2.9	0.4	1.9	3.0	100.0
2005	15.1	13.3	0.5	65.2	1.7	0.3	1.3	2.7	100.0
2006	11.2	9.4	0.3	74.3	1.0	0.2	1.3	2.3	100.0
2007	10.0	8.0	0.3	77.5	0.9	0.2	1.2	2.1	100.0

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco de México.

Después de la crisis de 1994, la captación a través de las aceptaciones bancarias disminuyo gradualmente durante el periodo 1995-2007; por su parte en 2000 las cuentas de cheques presentaron una caída severa, para recuperarse a partir de 2001; en tanto que los futuros, reportos y coberturas mantuvieron una alta participación, en promedio, 64.3

por ciento durante todo el periodo 1995-2007. La captación a través de la banca de inversión también disminuyó su participación; en tanto que los depósitos a plazo fijo mantuvieron una participación constante, 6.0 por ciento (ver Cuadro 4). La alta proporción de los instrumentos financieros sintéticos en el total de las obligaciones de la banca comercial, así como el predominio de los futuros, reportos, coberturas y cargos diferidos en la estructura de la captación bancaria son indicadores del proceso de bursatilización de los pasivos del sistema bancario.

**CUADRO 4**  
**BANCA COMERCIAL**  
**DISTRIBUCIÓN DE LA CAPTACIÓN POR INSTRUMENTO**  
**1995-2007**

Estructura porcentual

Año	Cuenta de Cheques	Cuenta de Ahorro	Depósitos a plazo fijo	Aceptaciones Bancarias	Futuros, reportos, coberturas y cargos diferidos	Banca de Inversión	Total
1995	11.1	0.2	5.8	0.6	63.6	18.7	100.0
1996	10.7	0.1	5.9	0.5	63.9	18.9	100.0
1997	11.8	0.1	6.1	0.6	62.8	18.6	100.0
1998	11.8	0.1	6.1	0.6	63.1	18.3	100.0
1999	12.2	0.2	5.9	0.5	64.0	17.2	100.0
2000	1.7	0.2	6.0	0.4	64.1	27.6	100.0
2001	11.3	0.1	6.2	0.4	64.1	17.9	100.0
2002	13.5	0.2	6.2	0.4	64.4	15.3	100.0
2003	12.9	0.2	6.4	0.5	64.6	15.4	100.0
2004	13.0	0.2	6.2	0.4	64.7	15.5	100.0
2005	12.9	0.2	6.1	0.4	65.1	15.3	100.0
2006	12.7	0.3	5.9	0.3	65.7	15.1	100.0
2007	12.5	0.3	6.1	0.3	66.0	14.8	100.0

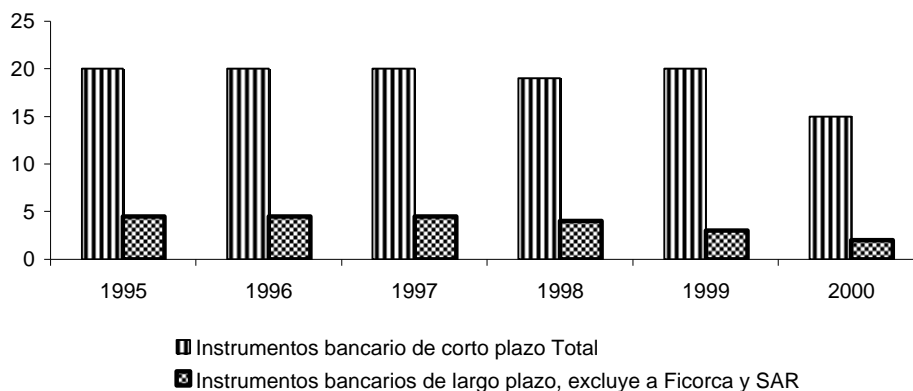
Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México.

Por su parte, el ahorro financiero siguió concentrándose en instrumentos de corto plazo, lo que impidió un proceso adecuado de fondeo de la inversión. Si bien es cierto que se elevó la participación de los instrumentos de largo plazo, éstos provenían principalmente de los fondos de ahorro para el retiro, los cuales se invirtieron en valores gubernamentales; es decir, no tuvieron como destino el financiamiento de la inversión productiva (ver Gráfica 1).



## GRÁFICA 1

### INSTRUMENTOS BANCARIOS POR PLAZOS 1995-2000 (Porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México.

#### 4. Desintermediación financiera y titularización de las ganancias bancarias

Por tipo de sector institucional, el crédito bancario presentó la misma tendencia que en periodo 1988-1994, esto es, se concentró en el sector privado con el 72.2 por ciento; en tanto que el sector público mantuvo una participación baja de 17.5 por ciento, durante el periodo 1990-2007 (ver cuadro 5). Incluso, el financiamiento a este sector registró tasas negativas (ver Cuadro 6). La desregulación financiera elevó los recursos bancarios disponibles; sin embargo, ello no se tradujo en un incremento del financiamiento de las actividades productivas.

En el Cuadro 7 se muestra el financiamiento bancario por sector económico, el financiamiento al sector industrial y agropecuario registró una paulatina disminución a partir de 1999; en tanto que el financiamiento para la adquisición de vivienda y el crédito al consumo registró una tendencia a crecer. La concentración del crédito en estos sectores se explica por su alta rentabilidad, en tanto que el crédito a las actividades productivas representa riesgo, según la visión asimétrica que rige la decisión de los bancos.

**CUADRO 5**  
**FINANCIAMIENTO DE LA BANCA COMERCIAL**  
**POR SECTOR INSTITUCIONAL**  
**1990-2007**  
(Estructura porcentual)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Total 1/	100	100	100	100	85.2	87.7	90.2	93.2	92.2	85.9	85.4	82.1	81.0	83.8	83.7	84.0	89.6	91.1
Al sector Privado	75.7	81.3	84.6	87.6	69.6	68.1	71.1	73.4	68.5	62.5	61.7	59.5	58.8	61.8	73.3	75.0	82.7	85.0
Al sector Público	24.3	18.7	15.4	12.4	15.6	19.6	19.1	19.8	23.7	23.4	23.7	22.6	22.2	22.0	10.4	9.0	6.9	6.1

1/ El total del crédito en la estructura porcentual no es igual 100 debido a que no se está contemplando el sector financiero del país y entidades del exterior.

Fuente: Elaboración propia con base en el Anuario Estadístico 2007 de INEGI.

**CUADRO 6**  
**FINANCIAMIENTO DE LA BANCA COMERCIAL**  
**POR SECTOR INSTITUCIONAL**  
**1990-2007**  
(Tasas de crecimiento)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Total	40.7	50.6	7.4	6.0	8.1	87.4	62.8	6.2	9.4	24.5	4.2	-4.8	-9.2	-10.0	5.0	15.4	19.7	25.2
Al sector Privado	66.5	64.4	39.4	29.0	34.1	49.5	29.5	9.1	5.3	4.2	5.6	-5.9	-5.1	-5.5	15.3	18.2	31.9	28.6
Al sector Público	65.2	70.9	49.7	34.2	38.9	18.7	26.8	13.9	8.6	-2.6	-3.7	-7.1	-8.3	-8.8	26.4	-0.7	-7.9	11.7

Fuente: Elaboración propia con base en el Anuario Estadístico 2007 de INEGI.

En el caso del crédito al consumo, a partir de 2003 mostró un crecimiento muy acelerado, al pasar de una participación del 12.5 por ciento en ese año, a 28.1 por ciento en 2007 (ver Cuadro 7). Por su parte, el crédito a los sectores agropecuario e industrial presentaron tasas de crecimiento negativas (ver Cuadro 8).

**CUADRO 7**

**BANCA COMERCIAL**  
**CANALIZACION DEL CREDITO POR SECTOR ECONOMICO**  
**1994-2007**  
(Estructura Porcentual)

Periodo	Sector Agropecuario, Silvícola y Pesquero	Sector Industrial	Sector Servicios	Crédito Vivienda	Crédito Consumo	Rengón Ajuste Estadístico	Sector Financiero	Gobierno 1/	Otros Sectores	Entidades del Exterior 2/	Credito Total
1994	6.4	25.6	34.6	16.4	7.6	0.3	4.3	3.3	0.0	1.5	100.0
1995	5.2	24.5	31.2	21.4	5.3	3.0	3.7	4.0	0.0	1.5	100.0
1996	5.6	24.8	28.5	25.0	4.0	3.4	2.2	4.9	0.0	1.6	100.0
1997	5.6	26.2	28.4	26.6	3.6	2.3	1.7	4.8	0.0	0.9	100.0
1998	5.3	27.0	26.5	26.8	3.5	1.8	2.1	5.7	0.0	1.3	100.0
1999	4.5	23.1	22.4	24.6	3.4	2.1	2.8	5.0	11.7	0.3	100.0
2000	4.2	22.1	24.3	22.2	4.7	1.9	2.9	5.2	12.2	0.5	100.0
2001	3.8	21.1	22.4	20.4	6.7	1.7	4.0	6.4	12.9	0.6	100.0
2002	2.6	19.2	12.9	17.9	8.6	1.9	4.3	6.3	16.5	0.8	100.0
2003	2.6	19.1	21.0	15.7	12.5	1.2	3.8	8.7	14.6	0.9	100.0
2004	2.0	17.3	22.1	13.9	17.6	0.4	4.7	10.4	10.7	0.9	100.0
2005	1.8	13.9	20.4	15.5	23.4	0.0	5.4	9.0	9.9	0.7	100.0
2006	1.6	13.9	21.3	17.5	28.0	0.3	4.4	6.9	5.2	0.8	100.0
2007	1.6	17.5	21.1	16.6	28.1	0.0	4.2	6.2	3.6	1.0	100.0

Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México.

1/ Incluye el crédito a servicios de Administración Pública, Defensa y Seguridad Social

2/ Incluye servicios de organismos internacionales y extraterritoriales

## 5. Estructura y comportamiento del ahorro y la inversión

La formación bruta de capital fijo (FBKF) ha venido registrando un comportamiento altamente irregular a partir de 1996, con una clara tendencia a disminuir. Entre 2001-2002 presenta tasas negativas; si bien entre 2003-2004 se recupera al pasar del 4 al 13 por ciento, respectivamente, este crecimiento no se ha sostenido, ya que en 2005 desciende y en 2006 solo crece un 2 por ciento (véase Gráfica 2). Este comportamiento se reflejó en el crecimiento económico, que durante todo el periodo de 1995-2006 ha registrado bajas tasas de crecimiento. En la Gráfica 3 se muestra la relación directa que mantiene la FBKF en la dinámica de la actividad económica; incluso su efecto multiplicador fue considerable en los años en que registro un alto incremento.

### CUADRO 8

**BANCA COMERCIAL**  
**CANALIZACION DEL CREDITO POR SECTOR ECONOMICO**  
**1994-2007**  
(Tasas de crecimiento)

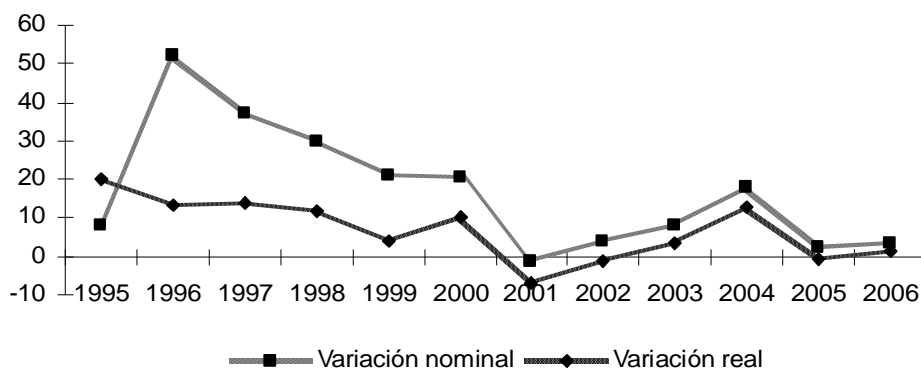
Periodo	Sector Agropecuario, Silvícola y Pesquero	Sector Industrial	Sector Servicios	Crédito Vivienda	Crédito Consumo	Rengón Ajuste Estadístico	Sector Financiero	Gobierno 1/	Otros Sectores	Entidades del Exterior 2/	Credito Total
1995	-17.8	-33.5	-21.2	-25.7	7.6	-42.3	621.5	-28.9	-0.2	0.0	-15.0
1996	-13.9	-7.3	-13.1	-21.5	0.5	-34.8	-3.3	-49.7	5.4	0.0	-9.6
1997	-8.8	-8.1	-3.7	-9.2	-3.1	-17.7	-38.8	-30.0	-11.6	0.0	-51.0
1998	-10.6	-16.8	-7.9	-16.4	-10	-14.3	-28.1	12.3	6.8	0.0	36.4
1999	-3.7	-17.9	-17.5	-18.7	-11.3	-5.2	11.3	27.2	-15.5	0.0	75.4
2000	-15.4	-21.5	-19.2	-8.4	-23.7	15.3	-25.5	-11.0	-12.0	-12.0	19.7
2001	-11	-17.7	-14.9	-17.7	-18.2	27.7	-19.8	22.6	9.3	-5.8	9.9
2002	0.7	-32.6	-8.6	-1.8	-11.5	30.4	12.8	9.3	-1.4	29.2	30.9
2003	-3.1	-1.5	-3.6	-6.9	-15.3	39.7	-37.8	-15.7	33.9	-143	10.7
2004	12.6	2.0	17.3	18.3	-0.4	17.6	0.4	4.7	35.2	-17.3	22.1
2005	15.4	1.8	13.9	6.4	29.2	23.4	0.0	5.4	-0.7	6.2	-11.9
2006	19.7	1.6	13.9	25.5	34.7	28.0	0.3	4.4	-7.9	-37.2	36.1
2007	25.2	1.6	17.5	23.8	18.9	28.1	0.0	4.2	11.7	-11.8	51.3

Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México.

El cambio que se ha observado en la relación FBKF y crecimiento económico se explica en gran medida por la modificación que ha sufrido la estructura de la FBKF. Por un lado, la FBKF pública no sólo ha reducido drásticamente su participación en la FBKF total, sino que además su crecimiento ha sido irregular y con una clara tendencia a la baja. Por el otro, si bien la FBKF privada ha elevado considerablemente su participación en la formación FBKF total, y su crecimiento ha sido muy dinámico, ello no ha sido suficiente para compensar la caída de la FBKF pública; además, la FBKF privada no tiene como destino los sectores prioritarios de la actividad económica que, por lo general son los que tienen mayores efectos multiplicadores dado su consumo de insumos locales y generación de empleo, tal es el caso del sector agropecuario y la pequeña y mediana empresa.

**GRÁFICA 2**

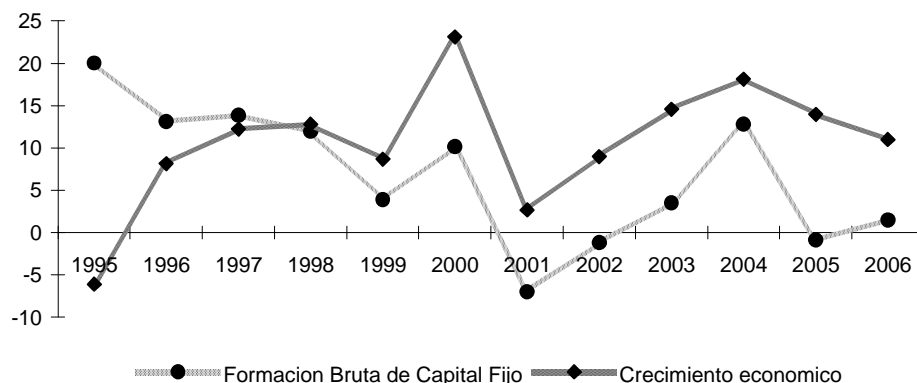
### FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO 1995-2006



Fuente: elaboración propia con base en datos de INEGI, Anuario Estadístico 2007.

### GRAFICA 3

#### INVERSIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO 1995-2006 (Variación real)



Fuente: elaboración propia con base en datos de INEGI, Anuario Estadístico 2007.

Cabe señalar que el crecimiento de la FBKF privada es relativo, debido a que la FBKF total en términos absolutos, se redujo durante todo el periodo de 1995-2007; los años en que ha registrado su mayor crecimiento se explica por la inversión del sector público en obras de infraestructura y por el estímulo que generaron la flexibilización de la políticas para otorgar créditos hipotecarios por parte de las entidades gubernamentales, como el Instituto Nacional de Fomento para la Vivienda de Trabajadores (INFONAVIT) y el Instituto de Seguridad Social para los Trabajadores al Servicio del Estado (ISSSTE). Ello significa que la inversión privada sigue estando determinada por la

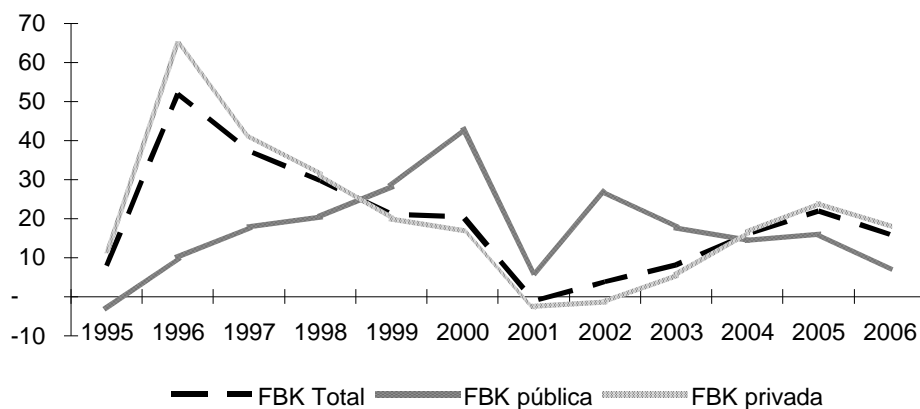
inversión pública, en la medida que ésta le asegure una alta rentabilidad y absorba los riesgos en las inversiones de largo plazo, como las de infraestructura pública (ver Cuadro 9 y Gráfica 4).

**CUADRO 9**  
**FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
**POR SECTOR INSTITUCIONAL**  
**1995-2006**  
(Estructura porcentual)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FBK Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
FBK privada	77	83	86	87	86	83	82	78	76	76	78	79
FBK pública	23	17	14	13	14	17	18	22	24	24	22	21

Fuente: INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales, Tomo I y Cuenta de Bienes y Servicios 2003-2006

**GRÁFICA 4**  
**FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
**1995-2006**  
(Tasas de crecimiento)



Fuente: elaboración propia con base en datos de INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I. 2005 y Cuenta de Bienes y Servicios 2003-2006.

En el Cuadro 10 se muestra este comportamiento; la FBKF se concentro en la industria manufacturera y la industria de la construcción. En el caso de este último sector,

su mayor crecimiento se registra a partir de 1996, cuando se implementa la estrategia de dinamizar la economía por la vía del sector de la construcción de viviendas (ver Cuadro 10 y 11 y Gráfica 5).

**CUADRO 10**  
**FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
**POR ACTIVIDAD ECONÓMICA**  
**1996-2006**

(Estructura porcentual)

Periodo	FBK Total	Agropecuario, Silvicultura y Pesca	Minería	Industria Manufacturera	Construcción	Serv.Comunales, Sociales y Personales
1995	100.0	1.1	0.02	47.4	51.4	0.1
1996	100.0	1.0	0.02	49.7	49.2	0.1
1997	100.0	0.9	0.01	51.1	47.9	0.1
1998	100.0	0.8	0.01	52.9	46.2	0.1
1999	100.0	0.7	0.01	52.1	47.1	0.1
2000	100.0	0.6	0.01	50.6	48.6	0.1
2001	100.0	0.7	0.01	48.3	50.8	0.1
2002	100.0	0.7	0.01	46.2	52.8	0.2
2003	100.0	0.7	0.01	44.8	54.3	0.2
2004	100.0	0.7	0.01	44.3	54.8	0.2
2005	100.0	0.7	3.8	37.4	58.1	0.0
2006	100.0	0.6	3.5	38.4	57.5	0.0

Fuente:elaboración propia con base en datos de INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I,1999-2004,2003-2006

**CUADRO 11**  
**FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
**POR ACTIVIDAD ECONÓMICA**  
**1996-2006**

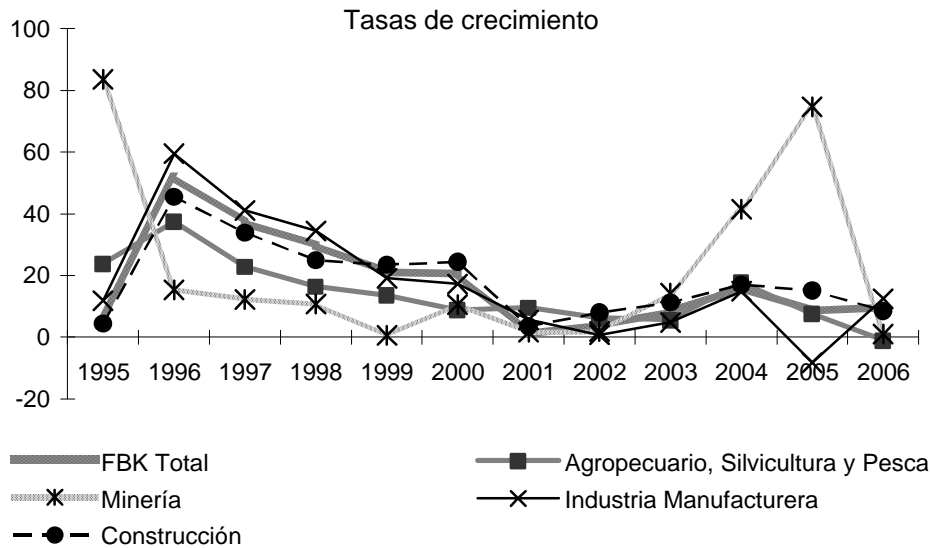
(Tasas de crecimiento)

Periodo	FBK Total	Agropecuario, Silvicultura y Pesca	Minería	Industria Manufacturera	Construcción	Serv.Comunales, Sociales y Personales
1995	7.9	23.9	83.5	11.8	4.4	3.3
1996	52.0	37.5	15.4	59.5	45.5	39.4
1997	37.3	22.9	12.3	41.1	33.9	28.8
1998	29.8	16.5	10.7	34.5	25.0	39.8
1999	21.1	13.7	0.5	19.1	23.5	18.3
2000	20.6	8.8	10.6	17.3	24.4	31.8
2001	1.1	9.6	1.6	5.6	3.5	20.3
2002	3.8	6.2	1.8	0.7	8.0	27.3
2003	8.2	5.6	14.3	4.8	11.3	3.6
2004	16.1	17.8	41.5	14.9	17.0	2.5
2005	8.6	7.6	74.7	-8.3	15.2	0.0
2006	9.6	-1.0	1.0	12.5	8.5	0.0

Fuente:elaboración propia con base en datos de INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I,1999-2004,2003-2006

**GRÁFICA 5**

**FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO  
POR ACTIVIDAD ECONOMICA  
1995-2007**



Fuente: elaboración propia con base en datos de INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Tomo I, 1999-2004,2003-2006.

## 6. Concentración bancaria y alto margen de intermediación

La reestructuración de la banca con posterioridad a la crisis de 1995, elevó la concentración de los activos bancarios en pocas instituciones, tendencia que se acrecentó después de 2001, cuando los principales bancos fueron traspasados al capital extranjero. En 2005, los cinco bancos más grandes (BBVA-Bancomer, Banamex-CG, Serfin, HSBC y Mercantil del Norte) concentraron el 80 por ciento de los activos totales. En 2007, solamente los bancos Mercantil del Norte, Inbursa, Banca Azteca e Ixe seguían en propiedad de inversionistas nacionales. Los 9 bancos más importantes representaron el 88 por ciento de los activos bancarios locales, con una fuerte concentración en dos bancos: BBVA-Bancomer y Banamex-CGC (véase Cuadro 12). Esta estructura oligopólica, aunada a la ausencia de todo tipo de regulación y control, reforzó el poder de la banca comercial para fijar las tasas pasivas y activas; siendo las primeras en un alto porcentaje menores a las segundas.



Esta posición y, la alta tenencia de valores gubernamentales, que devengan rendimientos libres de riesgo y mayores a las tasas pasivas que las instituciones bancarias pagan por los depósitos, así como las ganancias generadas por las inversiones en productos derivados, son el origen del alto margen financiero de la banca comercial. Sus altas ganancias no son generadas por el incremento de crédito a las actividades productivas, sino por su poder para fijar precios y sus operaciones especulativas (ver Gráficas 6 y 7).

**CUADRO 12**  
**BANCA COMERCIAL**  
**DISTRIBUCION DE ACTIVOS**  
**1997-2007**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Total	68	69	69	70	77	82	86	83	91	90	88
Bancomer	21	21	20	19	27	25	26	24	24	23	23
Banamex-CG	24	21	20	19	21	22	25	23	21	21	20
Santander-Serfin ' 1	14	14	13	11	8	8	6	6	17	16	14
Bital	7	8	9	9	7	8	9	10	11	11	12
Banorte	3	3	3	7	7	10	11	10	8	8	9
Scotia Inverlat	-	-	-	-	4	5	5	5	5	5	5
Inbursa		2	3	3	3	3	4	4	3	3	4
Banco Azteca	-	-	-	-	-	-	-	1	1	2	2
IXE	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	1

Nota: Datos a diciembre de cada año

1/ Debido a la fusión de Serfin con Santander en 2005, los datos de Serfin se presentan hasta 2004. Por lo tanto, los datos de 2005-2007 corresponden a la institución resultante de la fusión Santander-Serfin.

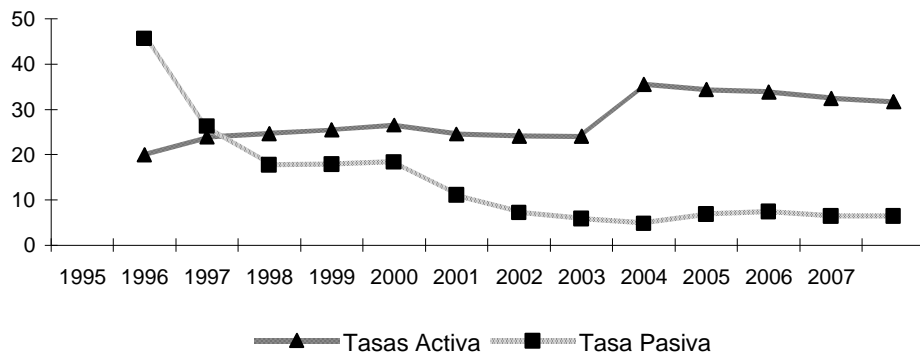
Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Este margen de intermediación constituye una renta monopólica, porque la estructura bancaria oligopólica impide el arbitraje de tasas de interés de instrumentos de ahorro de corto plazo y permite a los grupos bancarios obtener un margen financiero libre de riesgo en la intermediación de valores gubernamentales.

Por otro lado, el oligopsonio en el mercado de depósitos ha generado tres problemas: : 1) contracción del crédito bancario y su canalización creciente a financiar gastos de consumo e hipotecario, en detrimento del crédito a la producción; 2) un lento desarrollo del mercado privado de capitales; y 3) un sobreendeudamiento público con fines de regulación monetaria, para sostener el nivel de la tasa de interés interna. A partir de 1995, la brecha financiera entre la tasa de bonos gubernamentales y la de depósitos se amplió considerablemente con respecto al periodo previo a la crisis; en tanto que la brecha

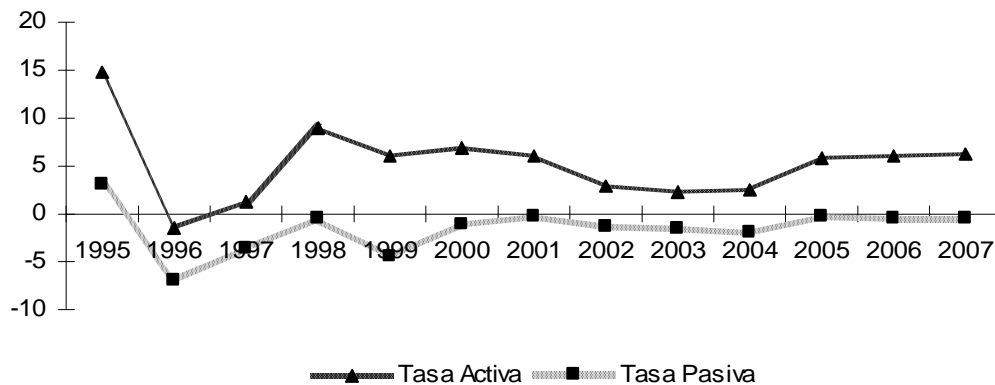
entre la tasa activa y la de los bonos gubernamentales se redujo. Esto indica que los bancos obtienen altos rendimientos sin incurrir en riesgos (Levy, 2005); los diferenciales más elevados se presentaron de 1998 a 2000, este incremento actuó en detrimento del otorgamiento de créditos, ya que resultaba más rentable invertir en valores gubernamentales.

**GRÁFICA 6**  
**MARGEN FINANCIERO DE LA BANCA COMERCIAL**  
**1995-2007**  
 (valores nominales)



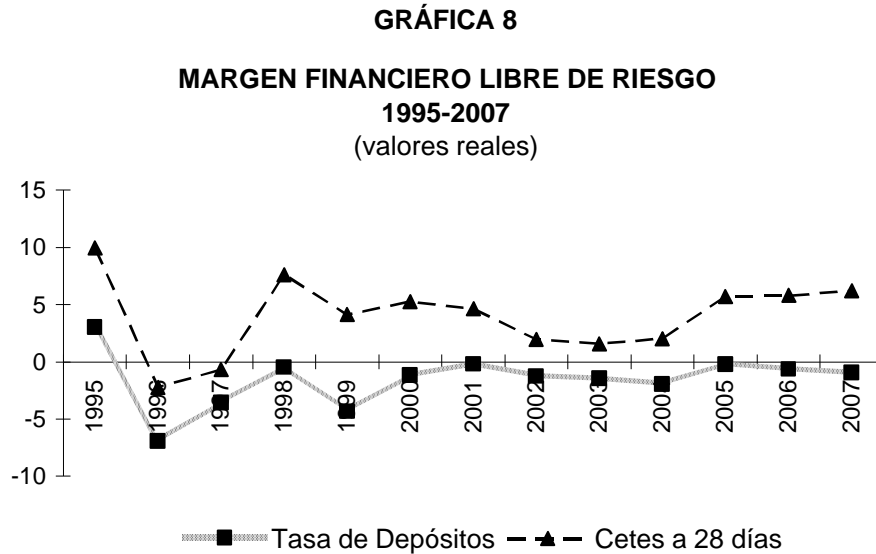
Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México, Informe Anual varios años.

**GRÁFICA 7**  
**MARGEN FINANCIERO DE LA BANCA COMERCIAL**  
**1995-2007**  
 (valores reales)

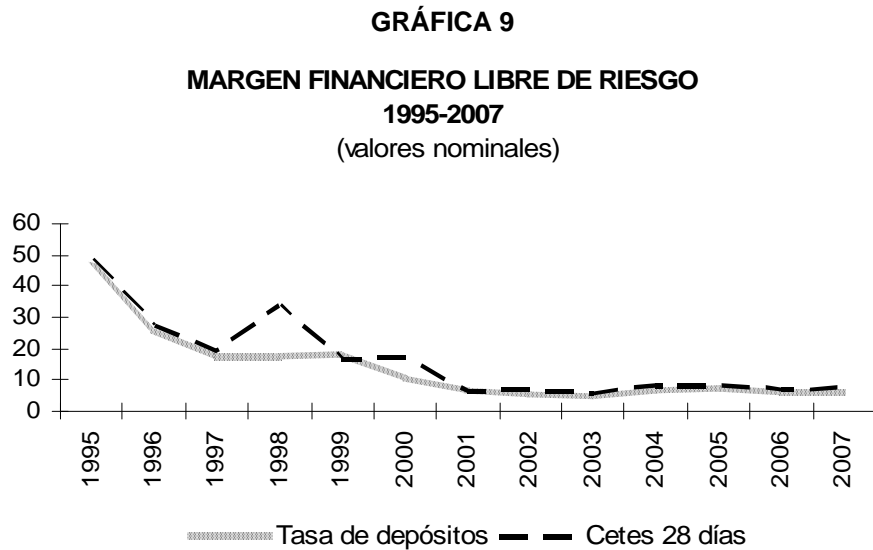


Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México, Informe Anual varios años.

A ello hay que sumarle que la demanda de crédito para inversión es mas elástica a la tasas de interés, comparada con la demanda de crédito para el consumo e hipotecas, las cuales permiten a los bancos extraer un mayor margen financiero (ver Gráficas 8 y 9).



Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México, Informe Anual varios años.

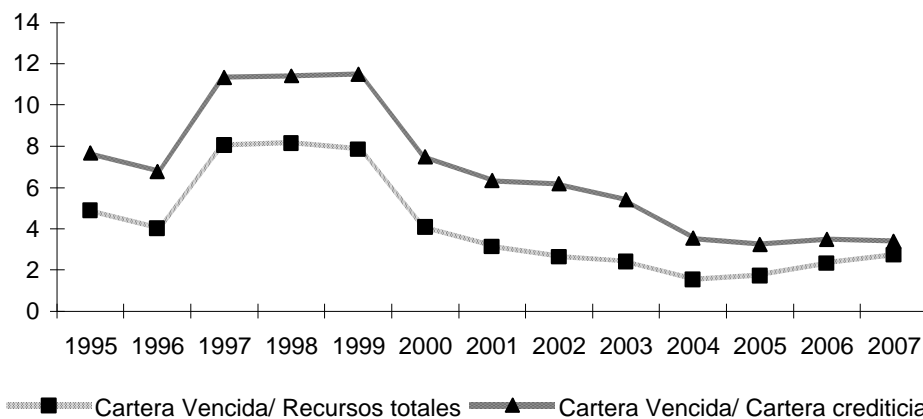


Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México, Informe Anual varios años.

## 7. Expansión del crédito riesgoso y la fragilidad financiera

A partir de 1997, después del beneficioso rescate bancario, los bancos volvieron a expandir el crédito a sujetos de dudosa solvencia económica; ello provocó que el índice de morosidad (cartera vencida/cartera crediticia total) se mantuviera en 11.4 por ciento durante el periodo 1997-1999; aunque a partir del 2000 comienza a descender paulatinamente, hasta 3.4 por ciento en 2007, como resultado del proceso de reestructuración y saneamiento de la banca comercial y de la implementación de algunas medidas de supervisión en el manejo del sistema bancario (ver Gráfica 10) .

**GRÁFICA 10**  
**COMPORTAMIENTO DE LA CARTERA VENCIDA**  
**1995-2007**



Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México e INEGI.

La cartera vencida se concentra en el periodo 1995-2006, en los sectores servicios, industrial y en el crédito a la vivienda, con una participación promedio del 30.8, 21.8 y 18.5 por ciento, respectivamente; en tanto que el crédito al consumo y el sector agropecuario participaron con un 15.3 y 9.0 por ciento, respectivamente, para el mismo periodo (ver Cuadro 13).

## 8. El carácter rentista y especulativo de la banca comercial. Desintermediación bancaria: Saldo de la desregulación financiera.

A partir de 1995, la cartera de créditos muestra una paulatina disminución, como proporción del PIB, a pesar de que en 2000 los activos bancarios han aumentado considerablemente (ver Gráfica 11). Esta reducción afectó más a los sectores agropecuario e industrial, en tanto que el crédito al consumo y para la adquisición de vivienda mantuvieron un crecimiento sostenido desde finales de la década de los noventa (ver Gráfica 12).

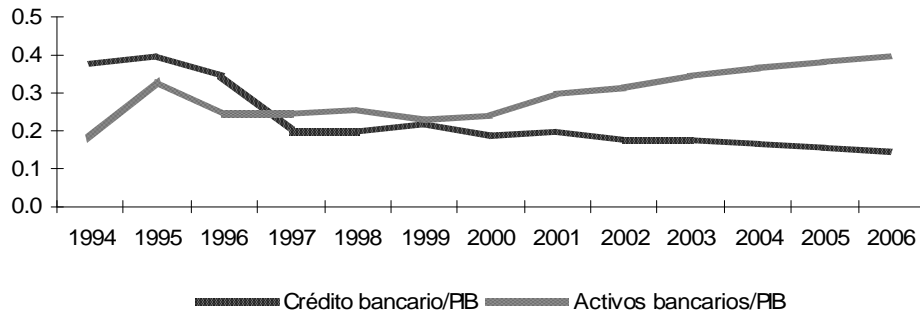
**CUADRO 13**  
**BANCA COMERCIAL**  
**CARTERA VENCIDA AL SECTOR PRIVADO**  
**1995-2007**

(Estructura porcentual)

Año	SECTOR PRIVADO						
	Total	Agropecuario, Silvicultura y Pesca	Industrial	Serv. y Otras Actividades	Crédito a la Vivienda	Crédito al Consumo	Renglón de Ajuste Estadístico 1/
1995	97.4	9.3	25.2	38.5	17.1	7.2	0.2
1996	96.8	9.3	22.4	34.5	21.7	5.8	3.5
1997	96.3	9.9	21.1	34.6	26.0	3.8	0.8
1998	96.6	12.0	24.1	32.3	22.7	2.1	3.4
1999	96.9	10.6	23.6	33.0	20.8	2.2	6.8
2000	96.9	11.3	25.5	33.4	19.8	2.5	4.4
2001	95.2	12.3	27.8	34.2	16.9	3.3	0.7
2002	94.3	9.1	28.2	36.6	16.5	3.6	0.3
2003	93.6	11.5	26.7	36.7	14.8	3.7	0.1
2004	99.0	9.6	26.2	39.5	15.9	7.7	0.0
2005	98.0	7.2	19.2	24.7	14.4	32.1	0.3
2006	100.0	2.8	6.8	11.9	17.6	60.9	0.1
2007	99.9	1.6	6.8	10.5	16.6	63.9	0.5

1/ Corresponde a las diferencias entre fuente de información contable y el reporte detallado de la cartera de créditos.  
Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México e INEGI, Anuario Estadístico 2007.

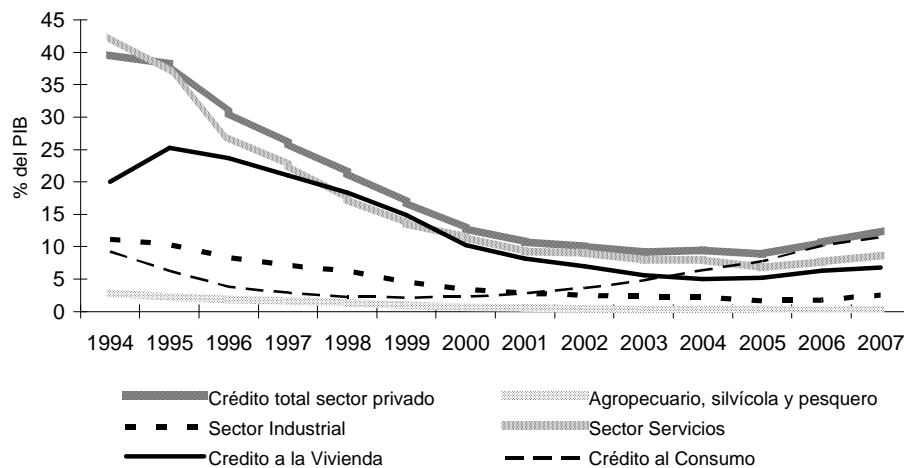
### CRÉDITO BANCARIO 1995-2006



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

### GRÁFICA 12

#### CREDITO BANCARIO POR ACTIVIDAD PRODUCTIVA 1994-2007



Fuente: Elaboración propia con base en datos de Banco de México.

Debe destacarse que el crédito a los sectores productivos ha tenido una distribución asimétrica, según el tamaño de las empresas, pues las pequeñas, medianas e incluso las grandes empresas han tenido a los proveedores como fuente principal de financiamiento. Solamente las llamadas empresas AAA<sup>2</sup> han tenido posibilidad de acceder a las distintas

<sup>2</sup> Banco de México determina el tamaño de las empresas con base en el valor de ventas de 1997, de la siguiente forma:

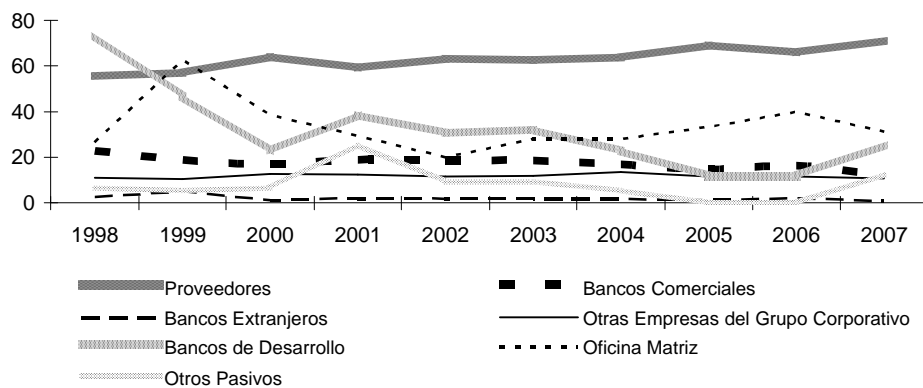
- Pequeñas = 1-100 millones de pesos.
- Medianas = 101-500 millones de pesos.
- Grandes = 501-5000 millones de pesos.
- AAA = Más de 5000 millones de pesos.

opciones de financiamiento interno y en los mercados internacionales. En la Gráfica 13 se muestra este comportamiento.

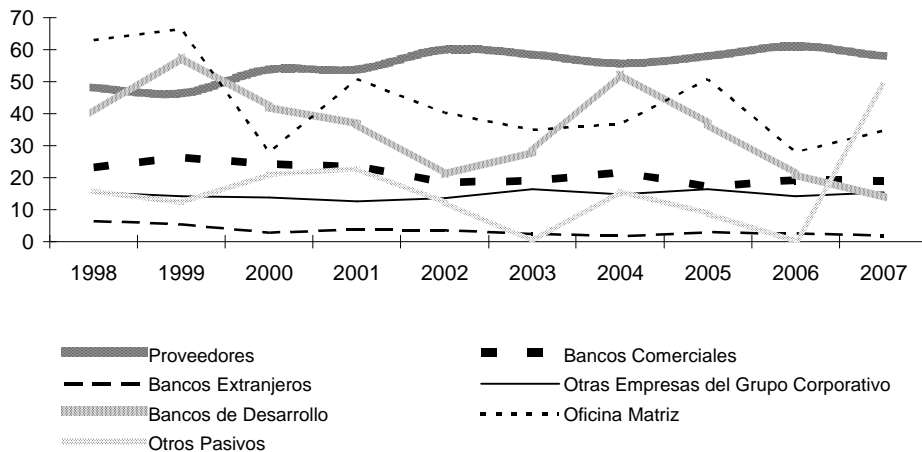
En su conjunto estos indicadores muestran la consolidación de la estructura oligopólica y el carácter rentista del sector bancario, así como la grave restricción de crédito bancario a las actividades productivas.

**GRÁFICA 13**  
**OPCIONES DE FINANCIAMIENTO**  
**SEGÚN TAMAÑO DE EMPRESAS**  
**1998-2007**

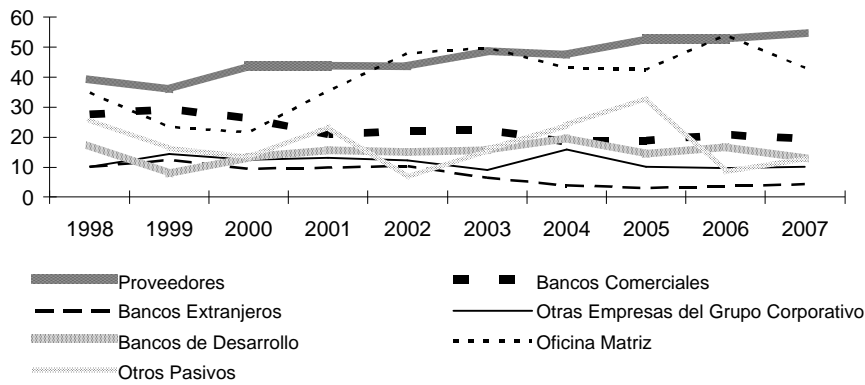
**EMPRESAS PEQUEÑAS**



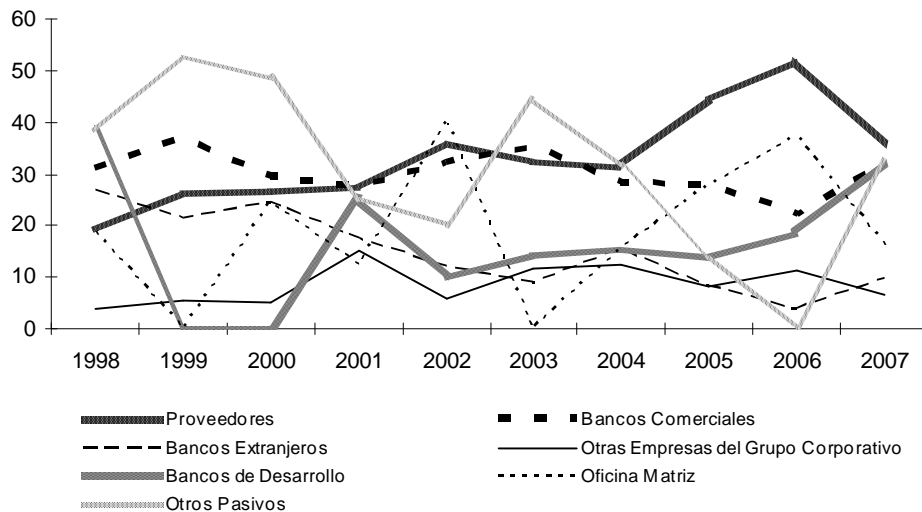
**EMPRESAS MEDIANAS**



## EMPRESAS GRANDES



## EMPRESAS AAA



Fuente: Elaboración propia con base en información de Banco de México.

En 2007, el 82.5 por ciento del crédito al sector privado provino de fuentes alternativas, siendo el crédito de proveedores la principal fuente de financiamiento de las empresas pequeñas y medianas, con una participación del 60.5%; mientras que la banca sólo otorgó 17.5 por ciento de crédito a las empresas que solicitaron crédito a la banca comercial. Esta asimetría se ha ampliado a favor de las grandes empresas, con el crecimiento del mercado de bonos privados en la Bolsa Mexicana de Valores, debido a la abundante liquidez en el sistema y a las ventajas relativas de financiarse en pesos sobrevaluados.

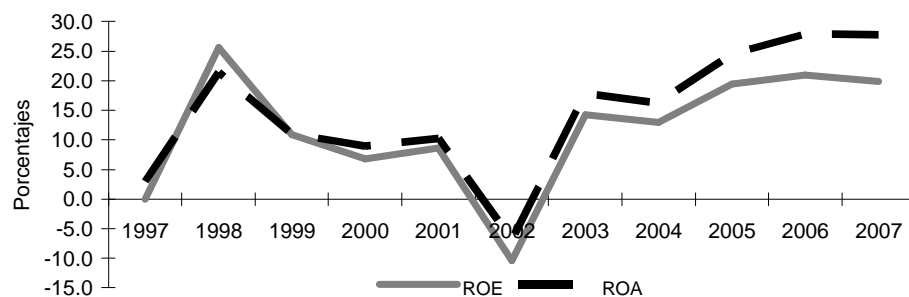
Este comportamiento de la banca comercial ha conducido a la conformación de un mercado crediticio segmentado que se concentra en la cartera bancaria de un reducido de



número de clientes, 300 o menos, que reciben la mayoría del financiamiento, en contraste con los más de 30 millones de cuenta-habientes del sistema. Sin duda ello ha sido uno de los factores que ha originado la desintermediación bancaria y, en consecuencia el lento crecimiento de la actividad económica.

A pesar del bajo financiamiento otorgado por la banca comercial, está obtuvo rendimientos extraordinarios durante el periodo 2003-2007 (ver Gráfica 14 y Cuadro 14).

**GRÁFICA 14**  
**BANCA COMERCIAL**  
**INDICADORES DE RENTABILIDAD**  
**1997-2007**



Fuente: elaboración propia con base en información de la CNBV.

**CUADRO 14**  
**INDICADORES FINANCIEROS**  
**1997-2007**  
Porcentajes

	Indice de morosidad (1)	Estim.Prev./Cartera artera Vencida (2)	ROA (3)	ROE (4)	MIN (5)	Eficiencia operativa (6)
1997	11.3	62.8	0.0	0.0	6.7	0.0
1998	11.3	66.1	2.1	25.6	8.5	5.6
1999	8.9	107.8	0.9	10.9	4.4	6.0
2000	5.8	115.4	0.7	6.8	6.9	6.4
2001	5.1	123.8	0.8	8.6	4.2	3.8
2002	4.6	138.1	-1.1	-10.4	5.1	5.4
2003	3.2	167.1	1.7	14.2	5.6	5.0
2004	2.5	201.8	1.5	13.0	7.0	5.1
2005	1.8	241.3	2.4	19.5	7.9	5.2
2006	2.0	208.4	2.8	20.9	7.8	5.4
2007	2.5	169.1	2.8	19.9	5.4	5.5

(1) Cartera vencida/Cartera de crédito total

(2) Estimaciones preventivas para riesgos crediticios/Cartera vencida

(3) Utilidad neta de trimestre anualizada/Activo total promedio

(4) Utilidad neta del trimestre anualizada/Capital contable promedio

(5) Margen financiero ajustado por riesgos crediticios /Activos productivos promedio

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

Esta situación se explica por una parte, por el bajo costo de la captación por ventanilla, esto es, depósitos, y por la otra, debido al alto margen de utilidad proveniente de los

ingresos del pagaré Fobaproa, de los bonos de la deuda pública y de las extraordinarias comisiones que cargan a los usuarios del sistema (ver Cuadro 15).

**CUADRO 15**  
**ESTADO DE RESULTADOS DE LOS MAYORES BANCOS**  
**2007**

	Total	BBVA Bancomer	Banamex	HSBC	Santander Mexicano	Banorte
Margen financiero/Ingresos totales	51.6	55.7	56.7	64.0	45.7	43.3
Comisiones y tarifas/Ingresos totales	23.6	26.8	28.9	33.8	20.2	18.0
Ingresos (egresos) totales de la operación	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Comisiones/Resultado de la operación	124.7	90.6	122.2	315.1	133.9	94.0
Comisiones/Resultado neto	127.8	123.2	11.0	245.7	105.1	111.7

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

Según la composición de la cartera de crédito, los bancos han venido aplicando estrategias segmentadas según el tipo de crédito; durante 1997-2006, se destinó el 36 por ciento al sector comercial, el 20 por ciento al consumo, el 13 por ciento al crédito hipotecario, 11 por ciento a entidades gubernamentales, y 12.7 por ciento al Fobaproa-IPAB. El sector consumo ha sido atendido principalmente por Banamex, que canalizó el 12.8 por ciento de sus recursos crediticios; mientras que los créditos al Fobaproa-IPAB son otorgados principalmente por Serfin y HSBC, y los créditos a entidades gubernamentales son concedidos por Banorte y Serfin (ver cuadro 16).

Es posible suponer que los clientes de los bancos son principalmente sectores de ingresos medios y alto, por lo que los sectores de ingresos bajos no tienen acceso al crédito bancario; no obstante que perciben ingresos de estos sectores por concepto de comisiones por pagos de servicios y otras operaciones. El acceso limitado a los sectores de bajos ingresos está determinado por la propia estructura del mercado bancario basada en criterios de alta rentabilidad; de ahí que una alta proporción de sus ingresos se reinviertan en valores gubernamentales e instrumentos financieros sintéticos de emisión de crédito y, en consecuencia, de la actividad económica (ver Grafica 15).

**CUADRO 16**

**COMPOSICION PROMEDIO DE LA CARTERA DE CREDITOS  
1997-2006**

(Estructura porcentual)

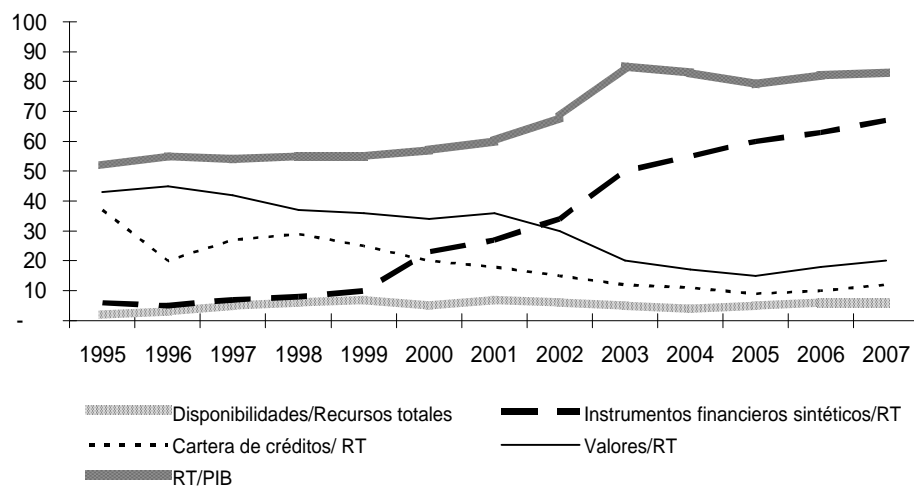
	Total	BBVA Bancomer	Banamex	Santander- Serfin 1/	HSBC (antes Bital)	Banorte
<b>Cartera de Crédito Total</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>Cartera Vigente</b>	<b>97.9</b>	<b>95.7</b>	<b>94.6</b>	<b>95.1</b>	<b>94.4</b>	<b>96.7</b>
Cartera Comercial	36.1	27.6	33.0	30.3	31.8	43.2
Créditos a entidades financieras	4.2	1.5	4.7	3.1	3.2	3.3
Consumo	21.9	18.3	25.4	21.9	15.0	10.2
Vivienda	14.1	22.6	13.0	17.8	11.8	14.6
Créditos a entidades gubernamentales	14.4	12.0	8.9	10.5	16.8	18.4
Créditos al Fobaproa o al IPAB	8.2	13.7	9.6	11.6	15.8	6.9
<b>Cartera vencida bruta</b>	<b>2.1</b>	<b>4.3</b>	<b>5.4</b>	<b>4.9</b>	<b>5.6</b>	<b>3.3</b>
Cartera Comercial	0.7	1.7	2.1	1.9	2.4	1.7
Créditos a entidades financieras	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
Consumo	0.9	0.9	1.5	1.2	1.0	0.4
Vivienda	0.5	1.6	1.8	1.7	1.9	1.2
Créditos a entidades gubernamentales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0

1/ Debido a la fusión de Serfin con Santander en 2005, los datos de Serfin se presentan hasta 2004. Por lo tanto, los datos de 2005-2006 corresponden a la institución resultante de la fusión Santander-Serfin.

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

**GRÁFICA 15**

**Hoja de Balance de Activos Bancarios**



Fuente: elaboración propia con base en información de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

**9. Consolidación del oligopolio bancario y distorsiones del sistema financiero**

La posición privilegiada de los bancos en el mercado de dinero los ha disuadido de competir por recursos en el mercado organizado de capitales, con el propósito de transformar los plazos cortos en plazos largos, que permitan fondear la inversión productiva en el mediano y largo plazo. Contrario a lo que sucede en países con desarrollo económico similar al nuestro, donde los títulos de deuda bancaria constituyen una parte importante del mercado bursátil porque los bancos captan recursos de los mercados de capitales a fin de dar créditos a mediano y largo plazo a la industria, en México los principales instrumentos financieros que se negocian en la bolsa de valores son títulos gubernamentales, papel comercial y participación de capital de un reducido número de empresas.

La baja participación de los grupos bancarios privados en el mercado de capitales ha originado una escasez de títulos privados de alta calidad crediticia, que permita satisfacer la demanda de activos financieros para los portafolios de los inversionistas institucionales. Esto crea una fuerte presión al alza en los precios de los valores que emite el gobierno federal y de otros que cuentan con garantía gubernamental, como los que emite el Banco de México y el IPAB, lo que obliga a la autoridad monetaria a colocar montos adicionales de deuda pública para evitar la caída de las tasas de interés internas (Mántey, 2007b).

El resultado de esta política ha sido un sobreendeudamiento público con fines de regulación monetaria. En la Gráfica 16 se observa que la demanda de pasivos no monetarios del sistema financiero mexicano durante la última década, ha sido satisfecha casi exclusivamente con emisiones de entidades del sector público; en tanto que el valor real de capitalización del mercado accionario privado ha tendido a declinar.

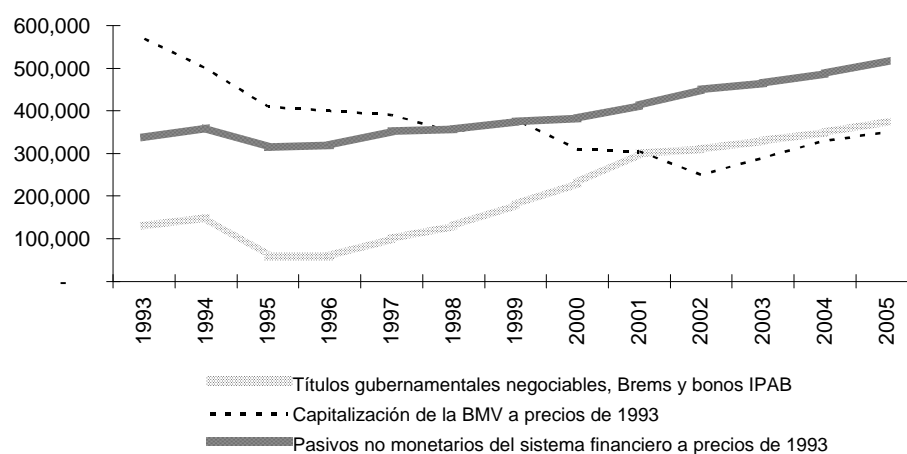
Esta política de la banca comercial ha sido estimulada por la autoridad monetaria, quien ha venido utilizando la colocación de valores gubernamentales, muy por encima de sus requerimientos financieros, para mantener la estabilidad en precios mediante la esterilización de los flujos de capitales externos. En este contexto, la banca comercial interna ha perdido el interés por la intermediación financiera, dedicándose de manera creciente a la intermediación de valores gubernamentales y a la negociación de productos financieros derivados.

La venta de valores gubernamentales con garantía de recompra representa una fuente importante de captación de recursos; además, a través de estas operaciones los

clientes preferentes de esas instituciones pueden percibir un interés mayor al de los depósitos

**GRÁFICA 16**

**MECADO DE CAPITALES  
1993-2005**



Fuente: elaboración propia con base en datos de Banco de México y Bolsa Mexicana de Valores.

bancarios tradicionales, lo que incrementa el rendimiento de sus tesorerías. Mediante el contrato de reporto, el banco comercial comparte con sus cliente preferentes el rendimiento que paga el gobierno por sus títulos de deuda, y obtiene a cambio un ingreso por comisión. El privilegio concedido a los bancos de operar en exclusiva el mercado secundario de valores gubernamentales, y su posición como compradores mayoristas en el mercado primario que organiza el Banco de México, impiden el arbitraje de tasas de interés de corto plazo, y ofrecen a los bancos la oportunidad de extraer un amplio margen financiero libre de riesgo en esas operaciones, además del correspondiente ingreso por comisiones. Sin embargo, no todos lo bancos puede llevar a cabo este tipo de operaciones. La legislación bancaria establece que solo los bancos que participan en el mercado de derivados pueden realizar operaciones de reporto, siendo estos los que pertenecen a los ocho grupos financieros más grandes.

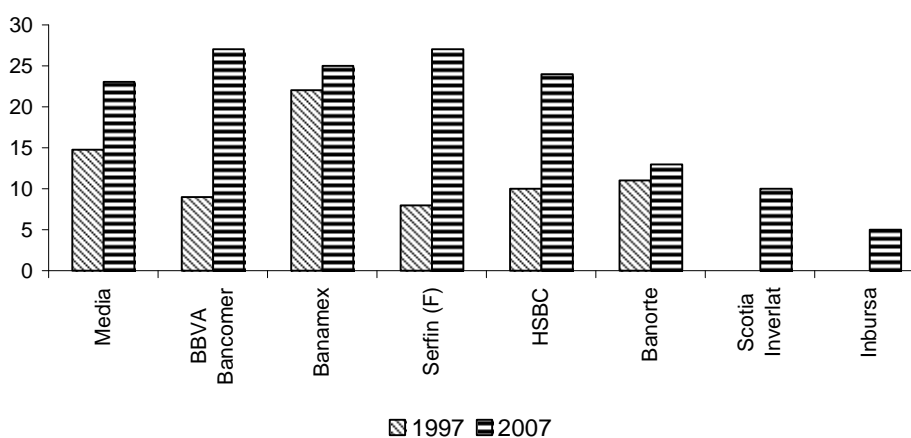
De esta manera, el gobierno y las entidades públicas que emiten valores que se negocian en acuerdos de reporto (por ejemplo, Banco de México e IPAB) subsidian a los grupos financieros de mayor tamaño al remunerar los recursos que captan a través de

operaciones de reporto. Esta deuda gubernamental no está contribuyendo a financiar actividades productivas del sector público ni del sector privado. Los recursos obtenidos del endeudamiento gubernamental con fines de regulación monetaria se depositan en el Banco de México y financian la reserva de activos internacionales (Mántey, 2007b).

En la participación de la inversión en valores gubernamentales, con proporción de los recursos totales del sector bancario, sobresalen Serfin, BBVA Bancomer, Banamex y HSBC. (ver Gráfica 17).

**GRÁFICA 17**

**DISTRIBUCION DE TENENCIA DE BONOS GUBERNAMENTALES**  
1997-2007



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

Por otro lado, el rápido crecimiento de la demanda de productos financieros para la cobertura de riesgos de tasas de interés y tipo de cambio, ha convertido a estas operaciones en una de las principales fuente de utilidades bancarias. Las operaciones con derivados ofrecen a los bancos las ventajas de altos rendimientos, operaciones sin riesgo de crédito y un mercado autorregulado que los protege de posibles medidas de política monetaria adversas. Los bancos han privilegiado las operaciones con derivados porque en ellas no existe la obligación de constituir reservas, lo que eleva su rentabilidad. La función de los bancos en el mercado de derivados consiste en vincular a las partes compradora y vendedora de los contratos, y por ello cobran altas comisiones. En México dos factores adicionales han incrementado la rentabilidad de las operaciones con derivados; por una parte, el oligopsonio en el mercado de depósitos bancarios, que permite a los banqueros ofrecer un bajo rendimiento por los depósitos de margen que reciben de las partes

contratantes y, por el otro, la cuantiosa deuda del IPAB que poseen, y que utiliza la tasa interbancaria de equilibrio (TIIE) como tasa de referencia, lo que los protege en caso de que asuman posiciones por cuenta propia.

El contrato de depósito virtual a tasa TIIE es el instrumento más negociado en el mercado organizado de derivados (Mexder). En este contrato las partes se obligan a pagar la diferencia que resulte entre la tasa de interés pactada y la tasa de interés que se observe a cierta fecha futura sobre el monto del depósito virtual, que es de 100,000 pesos. Como garantía, cada una de las partes deposita un margen de 10% sobre el valor del contrato, que servirá para que la cámara de compensación efectúe las liquidaciones diarias que resulten de la variación en el precio del contrato. La institución bancaria que actúa como socio liquidador del Mexder se compromete a pagar un rendimiento sobre el margen de 4%, pero está en libertad de invertirlo en valores gubernamentales que devengan un rendimiento superior, esto da lugar a una renta monopólica, ya que sus clientes no tienen la misma oportunidad.

Adicionalmente, como el margen se demanda de las dos partes que invierten en un contrato, y en la liquidación diaria sólo una de ellas puede resultar perdedora, la renta monopólica se duplica cuando el banco no toma posición por cuenta propia. El margen del 10 por ciento establecido en los contratos, junto con el acuerdo de pagar al cliente un rendimiento de 4% sobre el mismo, asegura a los bancos que participan en el mercado organizado un ingreso neto seguro y elevado en esas transacciones. (Mántey, 2007b)

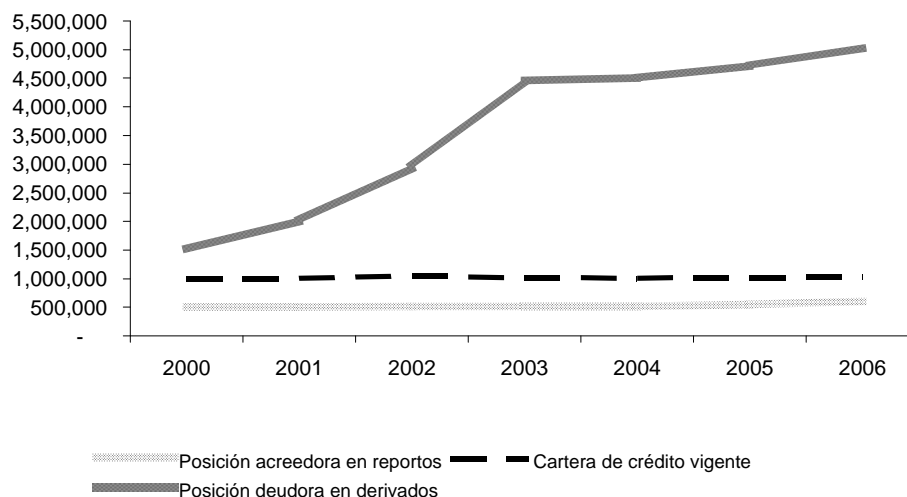
Dado que el mercado mexicano de derivados es autorregulado por grupos financieros que participan en él, los bancos pueden adaptar la regulación prudencial a sus objetivos de rentabilidad estableciendo los requerimientos de margen en relación con la volatilidad del subyacente. Adicionalmente, las instituciones de crédito desarrollan internamente mercados de derivados extrabursátiles, que están exentos de restricciones legales (Mántey, 2007a). En el mercado extrabursátil de derivados, los bancos se independizan totalmente de la autoridad del banco central y se someten a una autoridad extranjera, pues las transacciones se realizan con base en el contrato marco establecido por la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA), el cual establece que su observancia se regirá por las leyes de estado de Nueva York, o alternativamente por las leyes de Inglaterra. (Ainslie y Martínez, 2001)

El volumen de operaciones en el mercado de derivados, a diferencia de lo que sucede en el mercado de crédito, se multiplica sin una correspondencia con el crecimiento del ingreso real, ya que los contratos se establecen con base en depósitos virtuales. En la Gráfica 18 se aprecia el rápido crecimiento de volumen de negocios de los bancos mexicanos en el mercado de derivados, en comparación con su actividad de crédito y el comercio secundario de valores gubernamentales. Los instrumentos financieros netos<sup>3</sup> con respecto a los activos y pasivos de la hoja de balance de los bancos tuvieron un repunte importante desde 1997, incrementándose de manera particular a partir de 2001 (véase gráfica 19).

**GRÁFICA 18**

**COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS BANCARIOS  
2000-2006**

(cifras a precios constantes)



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

Desde 2001, cuando la relación entre instrumentos financieros sintéticos en el total de pasivos del sector bancario sobrepasó la participación de estos instrumentos en el total de activos, el riesgo sistémico del sector financiero se elevó debido a que la valuación de los contratos desfavorece a los bancos, como consecuencia de que la tasa de interés o el tipo de cambio fue mayor al que cubre, aunque la diferencia no es muy grande. (Levy,

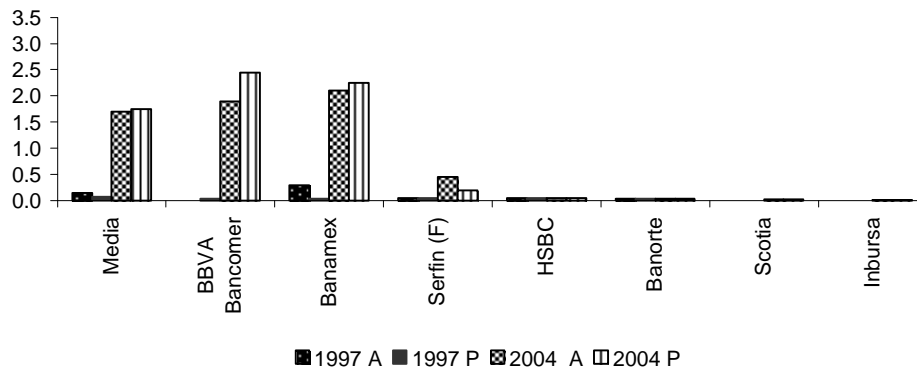
<sup>3</sup> La información de los instrumentos financieros netos se obtiene de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. La exposición al riesgo considerando la diferencia entre instrumentos financieros en los activos con respecto a los recursos totales y los instrumentos financieros netos en los pasivos con respecto a los pasivos totales



2007:35). BBVA-Bancomer y Banamex-CG presentaron las posiciones de mayor riesgo durante el periodo 1997-2004.

**GRÁFICA 19**

**PARTICIPACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS  
CON DERIVADOS RESPECTO A LOS  
ACTIVOS Y PASIVOS TOTALES**



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

## CONCLUSIONES

Una vez que los bancos han alcanzado un elevado desarrollo, es más clara su capacidad de creación de dinero privado, así como sus efectos en el diseño y operación de la política monetaria y en el proceso de intermediación financiera tradicional. Ello ha tenido implicaciones para la teoría del ahorro, la inversión y la tasa de interés. A partir de este reconocimiento el enfoque postkeynesiano destaca la capacidad de los bancos para crear dinero, mediante la satisfacción de la demanda de dinero a través de la concesión de créditos y préstamos. Este mecanismo puede dar origen a un círculo virtuoso crédito-inversión-empleo-ingreso-ahorro-crédito; pero también puede provocar graves problemas, ya sea con la contracción o expansión del crédito.

La banca comercial es fundamental en el proceso de producción, pues los créditos y préstamos que ella otorga, que no necesariamente implica un ahorro previo, da inicio al proceso productivo. Al final de este proceso las deudas se cancelan o saldan; es decir, nuevamente se inicia el ciclo financiero con los depósitos que saldan las deudas pasadas. Mediante este mecanismo los bancos financian la inversión de corto plazo de las empresas; lo que implica que la demanda de dinero determina su oferta.

Las empresas recurrirán al mercado accionario para fondear su inversión de largo plazo, como es la adquisición de bienes de capital: garantizando así, el circuito financiamiento-fondeo del proceso productivo y la estabilidad del sistema financiero. Esta concepción supone que ahorro es *ex post* a la inversión; es decir, no se requiere de un ahorro previo para iniciar la inversión, debido a que los bancos pueden crear dinero. Sin embargo, la función tradicional de intermediación financiera de los bancos comerciales se ha debilitado, pues ha dejado de realizar el financiamiento del crecimiento económico, para dedicarse al manejo y administración de activos y obligaciones que aseguran la maximización de su rentabilidad, a través de sus portafolios de inversión y de actividades especulativas. Originando inestabilidad financiera que han conducido a crisis de liquidez de manera sistemática, con efectos sistémicos no solo a nivel local sino también internacional. Muestra de ello son las crisis financieras de la década de los noventa y la actual crisis hipotecaria de Estados Unidos, cuyos efectos se han propagado a nivel mundial.

Con la profundización y aceleramiento del proceso desregulación y liberalización financiera a partir de 1988, se preparaba la integración del sistema financiero mexicano a los mercados financieros internacionales que ya se encontraban en una fase avanzada. El creciente flujo de capitales externos de corto plazo es un indicador de este proceso, en el cual las altas tasas de interés domésticas cumplieron un papel muy importante. A ello se sumó la confianza y certidumbre sobre la política económica anti-inflacionaria propuesta por el entrante presidente Carlos Salinas; de tal forma que el sector bursátil, en especial el mercado de dinero, registró un elevado dinamismo ante la emisión y colocación de valores gubernamentales, la mayor oferta de obligaciones y acciones, así como títulos de títulos de deuda privada de inversionistas nacionales y extranjeros.

La mayor disponibilidad de recursos por parte de la banca comercial, resultado de la eliminación del mecanismo de encaje legal y el control de la tasas de interés, así como el mayor acceso de los bancos al fondeo externo a bajas tasas de interés, alimentó la expansión crediticia en particular, el crédito al consumo e hipotecario. Mismos que fueron otorgados sin una investigación previa sobre la capacidad de pago de los prestatarios; lo que se reflejó hacia mediados de 1993, en un elevado índice de cartera vencida, que colocó a la banca comercial en graves problemas de liquidez hacia finales de 1994. El elevado endeudamiento de los bancos y las empresas en moneda extranjera, así como la carga de los créditos cruzados, los créditos de complacencia, el crédito a los propios accionistas y otras prácticas financieras poco sanas para el manejo de la banca, elevaron fragilidad financiera y precipitaron la crisis bancaria en diciembre de 1994, ante las presiones especulativas sobre el tipo de cambio.

El gobierno enfrentó la crisis bancaria con la elevación de las tasas de interés y una intervención selectiva a bancos menores con el objetivo de frenar el riesgo sistémico e impedir la quiebra de los mayores intermediarios. Asimismo, ofreció rendimientos financieros atractivos a los capitales extranjeros en y aseguró que los mayores bancos permanecieran en manos de sus propietarios, con la finalidad de no poner en riesgo la confianza de los inversionistas extranjeros en México.

El costo del rescate bancario de 1995-1997, se trasladó al gobierno mediante el Fobaproa, posteriormente IPAB. El gobierno adquirió un alto monto de pasivos originados por la compra por parte de los bancos de activos de mala calidad, que fueron adquiridos por bonos de alto rendimiento garantizados por el sector público; además, se

instrumentaron programas de capitalización de bancos. Este costo fiscal del rescate se socializó a través de la contracción del gasto público, que significó una contracción de recursos para financiar el crecimiento económico.

En diciembre de 1998, se eliminaron las limitaciones existentes al capital extranjero para participar en la propiedad de los bancos locales, al permitírsele adquirir el 100 por ciento de los activos bancarios. Estas modificaciones al marco jurídico, aunado al cambio tecnológico y las innovaciones financieras, permitieron que en menos de tres años los bancos extranjeros adquirieran los mayores bancos. Elevando la concentración de los activos bancarios en unas cuantas instituciones y, con ello, se reforzó la estructura oligopólica de la banca mexicana.

Paralelamente, se registraba un proceso de desintermediación bancaria debido a la contracción de la cartera de crédito; no obstante que la captación de recursos se ha venido incrementando. La reducción del crédito afecta más a los sectores agropecuario e industrial, en tanto que el crédito al consumo y para la adquisición de vivienda ha mantenido un crecimiento sostenido desde finales de la década de los noventa. Si bien el ahorro financiero se ha elevado, éste se concentró en instrumentos de corto plazo; obstaculizando un fondeo adecuado de la inversión productiva de largo plazo. Por su parte el ahorro de largo plazo, provenían principalmente de los fondos de ahorro para el retiro, los cuales se invirtieron en valores gubernamentales; es decir, no tuvieron como destino el financiamiento de la inversión productiva.

En los últimos diez años, la captación a través de las aceptaciones bancarias ha mostrado una tendencia a disminuir, mientras que los futuros, reportos y coberturas mantuvieron una alta participación en los recursos totales de la banca comercial, lo que indica la práctica cada vez más recurrente, de bursatilización de los pasivos del sistema bancario.

La combinación de todos estos factores y las elevadas tasas de interés, explican que la mayor parte de las empresas se estén financiando a través de fuentes alternativas, como los proveedores; origen del lento crecimiento de la actividad económica.

## BIBLIOGRAFIA

- AINSLIE, R. y P.D.Martínez (2001), « Derivados OTC : una herramienta de administración de riesgos para los mercados financieros”, Mercado de Valores, septiembre.
- AMPUDIA, Nora (2005), “Restricción crediticia y baja profundidad financiera: obstáculos para el desarrollo”, en economía informa, México No. 337, nov./dic., pp. 25-39.
- CHICK, Victoria (1990). “The evolution of the Banking System and the Theory of monetary policy”, en Geld and Whrung Working papers, 17p.
- \_\_\_ (1990a), “La macroeconomía según Keynes. Una revisión de la teoría general”, Colección Universidad Textos, Madrid, España.
- CORREA, Eugenia (1992), Los mercados financieros y la crisis en América Latina, México, UNAM/IIEc, 165p.
- \_\_\_ (2000), “Conglomerados y reforma financiera”, en comercio exterior, México Vol. 50, No. 6: junio., pp. 458-468.
- \_\_\_ (2002), “Fobaproa e IPAB: crisis y ocaso de los bancos mexicanos” en Alicia Girón y Eugenia Correa (comp.), Crisis y futuro de la banca en México, México, UNAM-IIEc. pp. 67-88.
- \_\_\_ (2004), “Reforma financiera en México”, en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords), Economía financiera contemporánea, Tomo IV, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp 141-1180.
- \_\_\_ (2005a), “Financiamiento del sector privado a una década de la crisis bancaria mexicana”, en economía informa, México No. 337, nov./dic., pp. 63-70.
- \_\_\_ (2005b), “Globalización y estructuras financieras: el caso de México”, en Eugenia Correa, Consecuencias financieras de la Globalización, México, UNAM-IIEc, pp491-509.
- DAVIDSON, Paul (1986), “Finance Founding, Saving and Investment” en *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall, 1986, vol. 9, num. 1, USA.
- GARRIDO, Celso (2007), “Bancarización y microfinanzas par alas PyMES como un dilema central para el desarrollo económico en México” en José Luis Calva (coord.), Financiamiento del crecimiento económico, México, UNAM-IIEc.
- GIRÓN, Alicia (2002), “La banca mexicana en transición: Crisis o reestructuración”, en Alicia Girón y Eugenia Corea (comps.), Crisis y futuro de la banca en México, México, UNAM-IIEc, pp. 47-65.
- \_\_\_ y Eugenia Correa (2004), “desregulación y crisis financieras”, en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), Economía financiera contemporánea, Tomo I, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp19\_48.
- HICKS, J.R. (1937), “Keynes y los clásicos” en M.G. Mueller (compilador), (1972), *Lecturas de Macroeconomía*, CECSA, España.

KEYNES, Maynard John (1931), *A Treatise on Money*. Reproducido en *Collected Writings*, D. E. Moggridge y E. Johnson (Eds.), Macmillan for the Royal Economic Society, Londres, Inglaterra, pp. 13-35.

\_\_\_ (1937a), "Alternative theories of the rates of interest", *The Economic Journal*, june. Reproducido en *Collected Writings*, D. E., Moggridge y E. Johnson (Eds.), Macmillan for the Royal Economic Society, Londres, Inglaterra, pp. 201-215.

\_\_\_ (1937b) "The 'Ex Ante' of The Rate of Interest", *The Economic Journal*, december. Reproducido en *Collected Writings*, D. E., Moggridge y E. Johnson (Eds.), Macmillan for the Royal Economic Society, Londres, Inglaterra, pp. 215-234

\_\_\_ (1939), "The Process of Capital Formation, *The Economic Journal*, September, Reproducido en *Collected Writings*, D. E., Moggridge y E. Johnson (Eds.), Macmillan for the Royal Economic Society, Londres, Inglaterra, pp. 278-285.

\_\_\_ (1936) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Reproducido en *Collected Writings*, D. E., Moggridge y E. Johnson (Eds.), Macmillan for the Royal Economic Society, Londres, Inglaterra, Vol. VII.

\_\_\_ (1987) *La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica, México. La citas corresponden a esta versión.

KREGEL, Jan (1989), "Operational and financial leverage, the firm, and cycle: reflections on Vickers' money capital constraint", *Journal post keynesian economics*, Winter, vol. 12 No. 2

LEVY, Noemí 1999.), "Desregulación financiera: efecto sobre el comportamiento de la inversión y su financiamiento en México", en *Problemas del desarrollo*, Revista latinoamericana de economía, México Vol.30, No.119:oct/dic., pp. 81-103.

\_\_\_ (2001), *Cambios Institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión, México 1960-1994*, México, Facultad de economía/UNAM/DEGAPA.

\_\_\_ (2004), "Financiamiento de la inversión en México", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, Tomo IV, México, UNAM/UAM/Porrúa, pp. 181-218.

\_\_\_ (2005), "Hipótesis de inestabilidad financiera: la experiencia bancaria mexicana en los años noventa", en Eugenia Correa et al (coords.), *Consecuencias financieras de la globalización*, México, UNAM/IIEc/Porrúa, pp. 511-531.

\_\_\_ (2005a), "La organización de las instituciones financieras de países con mercados financieros desequilibrados y el financiamiento al desarrollo", México (en espera de su publicación), 25p.

\_\_\_ (2005b), "Nuevo comportamiento de los bancos y su efecto en países con mercados financieros débiles: el caso de México", México (en espera de su publicación), 29p.

\_\_\_ (2005c), "Retratos para el crecimiento económico: financiamiento y composición de la Inversión", en *economía informa*, México, No. 332, ene./feb., pp. 13-29.

\_\_\_ (2007) "Financiamiento del crecimiento y disponibilidad de los créditos bancarios", en José Luis Calva (coord.), *Financiamiento del crecimiento económico*, México, UNAM-IIEc.

LÓPEZ GÓNZALEZ, Teresa (2001), *Fragilidad Financiera y crecimiento económico en México*, México, UNAM-FES ACATLAN-Plaza y Valdez Editores.

\_\_\_ (2005), "La política monetaria y el financiamiento a la inversión en México", en *economía Informa*, México No. 337, nov./dic., pp. 52-62.

\_\_\_ (2008), "La relación entre ahorro e inversión y el papel de los bancos en el modelo de Kleynes" en Carlos Gómez Chiñas y Mario Sánchez Silva (coordinadores), *John Maynard Keynes 70 años después*, México, IPN-Centro de Investigaciones Económicas, Administrativas y Sociales, pp.131-154.

MANRIQUE, Irma (2000), "Reforma financiera: Innovación, desregulación y crisis", en Irma Manrique (coord.), *Arquitectura de la crisis financiera*, México, UNAM/IIEc/ENEP-Aragón/M.A. Porrúa, pp. 79-99.

\_\_\_ (2002), "Transición de la banca mexicana: crédito, prioridad olvidada", en Alicia Girón y Eugenia Correa (comps.), *Crisis y futuro de la banca en México*, México, UNAM/IIEc, pp.89-105.

\_\_\_ (2005), "Banca de Desarrollo: ¿entre ineficiencia y dispendio?", en *economía Informa*, México No. 337, nov./dic., pp.71-80

MÁNTEY, Guadalupe (2000), "Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX", en *comercio exterior*, México Vo1.50, NO.12: diciembre, pp. 1069-1076.

\_\_\_ (2003), "Política monetaria con globalización financiera. Integración monetaria vs. Regulación del crédito", en Guadalupe Mántey y Noemi Levy (coords.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, México, UNAM-DGAPA-Porrúa, pp.71-103.

\_\_\_ (2004). "Políticas financieras para el desarrollo en mercados imperfectos", en *Economía UNAM*, México Vol.1 núm. 3: sep./dic., pp. 101-114.

\_\_\_ (2007a) "Restricción crediticia y especulación bursátil: efectos del comercio bancario de valores gubernamentales y productos financieros derivados sobre el financiamiento del desarrollo en México" en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*. UNAM-IIEc.

\_\_\_ (2007b) "Política bancaria para el crecimiento con estabilidad" en José Luis Calva (coord.), *Financiamiento del crecimiento económico*, México, UNAM-IIEc.

MARTINEZ MARCA, José Luis (2006), "La Política Monetaria y Banca Comercial en México: *El caso del margen financiero 1995-2005*" (tesis doctoral), México, UNAM-FES Aragón.

- MENDOZA PICHARDO, Gabriel (1998), "Financiamiento y crecimiento: la experiencia de México en los años noventas", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comps.), *Desorden Monetario mundial Y su impacto en el sistema en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM. pp. 171-202.
- MCKINNON, R (1974), *Dinero y capital en el desarrollo económico*, Centro de estudios Monetarios latinoamericanos, México.
- MINSKY, Hyman (1975), *Las razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México, 1987.
- MOORE, Basil (1988), "The difference between commodity, fiat and credit money", en *Horizontalists and Verticalist t'he macroeconomics of credit money USA*, Cambridge university press, pp. 3-21.
- \_\_\_ (2001), "Some reflections on endogenous money" en L. P.Rochon y M. Vernego (editors), *Credit, Interest rates in the open economy*, Cheltenham, Edward Elgar, 2001.
- PARGUEZ, Alain (2001), "Money without scarcity: from the Horizontalist Revolution to the Theory of the monetary circuit, en L.P. Rochon y M. Vemengo (editores). *Credit interest rate and the open economy: Essays on Horizontalism*, UK, Edward Elgar. pp, 69-101.
- \_\_\_ (2000), "John Maynard Keynes: en busca de una economía sin escasez", en *comercio exterior*, México Vol. 50, No. 12: diciembre, pp, 1034-1044
- \_\_\_ (2004), "Moneda y crédito en el capitalismo contemporáneo", en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, tomo II, México. UNAM/UAM/MA Porrúa, pp, 15-501.
- PIEGAY, Pierre y ROCHON, Louis Phillippe (2005) "Teorías monetarias poskeynesianas : una aproximación de la escuela francesa" en *Problemas del Desarrollo*, Vol.36, Num.143, octubre-diciembre de 2005. México, UNAM.
- ROCHON, Louis-Phillipe (1999), "Horizontalists and structuralist: credit and endogenous "Money"", en *credit, money and production: An alternative Post-Keynasian Approach*, UK, Edwam Elgar, pp. 155-201.
- \_\_\_ (2001), "Horizontalism: setting the record straight", en L.P. Rochon y M. Vemengo (editors), *Credit, Interest Rates and de open economy: Essays on Horizontalism*, UK, Edward Elgar, pp. 31-59.
- SMITHIN, John (2005), "Monetary and fiscal policy under Alternative Exchange rate Arrangements with endogenous money", en *seminario el dinero en la macroeconomía (14-15 marzo, 2005; México)*, Digesto, México, UNAM, 22p.
- \_\_\_ y Jeffrey Lau (2005a), "The Role of money in capitalism", en *seminario el dinero en la macroeconoía (104-15 marzo, 2005: México)*. Digesto. México, UNAM, 21p.



\_\_\_ (2005b), "The Theory of Interest Rates", en seminario el dinero en la macroeconomía (14-15 marzo, 2005; México), Digesto. México, UNAM. 35p.

\_\_\_ (2005c), "What is money", en seminario el dinero en de macroeconomía (14-15 marzo, 2005; México), Digesto, México, UNAM, 2005. 24 p.

\_\_\_ y Eric Kam (2005), "Notas sobre el dinero, crédito y banca en el proceso de desarrollo económico", en economía informa, México No. 337, nov./dic., pp. 6-16.

STUDART, Rogério (2002), "Liberalización financiera, mecanismos de financiamiento de la de la Inversión y el crecimiento: elementos de preocupación", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comp.), Globalización financiera e integración monetaria, México, UNAM-DGAPA-Porrúa. pp.289-315.

WRAY Randall, (1988), "Profit expectations and the investment-saving relation", Journal Post Keynesian Economics, Vol. XI, No. 1.

\_\_\_ (2000). "Keynes y el pleno empleo: una lectura contemporánea", en comercio exterior, México, Vol. 50, No. 12: diciembre, pp. 1045-1052.

\_\_\_ (2000a). "International aspects of current monetary policy", en seminario estrategias políticas para el desarrollo económico en países en desarrollo (9-10 septiembre, 2004; México), Digesto, México, UNAM. 104p.

\_\_\_ (2004b), "The credit money and state money approaches", en seminario estrategias y políticas para el desarrollo económico en países en desarrollo (9-10 septiembre, 2004; México), Digesto. México, UNAM, 13p.

WOLFSON, M.H. (1996), "A post Keynesian theory of credit rationing", en Journal of Post Keynesian Economics, Vol.18 Num.3, 1996, pp.443-470.