

20861



**UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE MÉXICO**

**FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES
ACATLÁN**



**“DESREGULACIÓN FINANCIERA E INVERSIÓN
EN MÉXICO: 1982-2002”.**

T E S I S

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:

MAESTRA EN ECONOMÍA

P R E S E N T A :

ERICKA JUDITH ARIAS GUZMÁN

ASESORA: MTRA. TERESA SANTOS LÓPEZ GONZÁLEZ

ACATLÁN, ESTADO DE MÉXICO.

JUNIO DE 2005

m345357



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

DESREGULACIÓN
FINANCIERA E
INVERSIÓN EN MÉXICO:
1982-2002.

AGRADECIMIENTOS

A la memoria de mi padre

A mi madre Judith por su apoyo y fortaleza.

A mi hermana Ana Paola, gracias por tu confianza.

A mis amigos entrañables: Roberto, Patricia, Francisco, Blanca, Gabriela, Rafael, Jocelyn, Rome, Cristina; gracias por haber formado parte de este sueño, y por sus palabras de confianza y aliento.

A mis amigos y cómplices en este proceso: Mildred y Adrián, gracias por compartir conmigo momentos de triunfos y fracasos.

Un agradecimiento especial por su confianza, apoyo, cariño y enseñanza al Dr. Guillermo González, Dr. Martín Puchet, Evelia Almanza, Manuela Gómez, Guadalupe Guzmán, Guadalupe Durán.

A mis maestros de la Maestría en Economía de la FES-Acatlán.

A mis sinodales: Dra. Guadalupe Mántey de Anguiano, Dra. Irma Manrique Campos, Dr. Enrique García Moisés y Mtro. Gabriel Gómez Ochoa, por haberse involucrado en este trabajo de investigación y por todas sus observaciones y enseñanzas.

A mi familia por su apoyo incondicional.

Felipe: Gracias por haberme enseñado el significado de las palabras apoyo, cariño, confianza, respeto, paciencia, lealtad y amistad.

Mi más profundo agradecimiento a mi tutora la Mtra. Teresa S. López González, por todo su tiempo, dedicación y paciencia para la realización de esta investigación. Desde lo más profundo, un millón de gracias.

Gracias a la Universidad Nacional Autónoma de México, por haberme abierto una vez más las puertas del saber.

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

Un agradecimiento especial a la Dirección General de Estudios de Posgrado (DGEP), por el apoyo brindado para la realización de la presente investigación, a través del Programa de Becas.

ÍNDICE:

Introducción.....	1
Capítulo I. Financiamiento y fondeo de la inversión.....	3
1. Teoría neoclásica.....	4
1.1. Consumo y ahorro.....	4
1.2. Ahorro, inversión y tasa de interés.....	6
1.3. Fondos prestables.....	8
1.4. Oferta monetaria exógena y demanda de dinero estable.....	10
2. Financiamiento de la inversión en Keynes.....	12
2.1. Ahorro inversión y tasa de interés.....	13
2.2. Inversión y tasa de interés.....	13
2.3. Financiamiento de la inversión.....	16
2.4. Oferta y demanda de dinero.....	17
3. Teoría poskeynesiana.....	20
3.1. Oferta monetaria endógena y demanda de dinero inestable.....	20
3.2. Crédito e inversión.....	23
3.3. Represión financiera.....	27
3.4. Liberalización financiera.....	32
Capítulo II. Liberalización de los mercados financieros internacionales y desregulación financiera en México.....	36
1. De la represión a la globalización financiera.....	36
1.1. Crédito y estanflación (1950-1978).....	37
1.2. La liberalización del crédito (1979-1990).....	41
1.3. Exceso de liquidez e inestabilidad financiera (1990-2000).....	45
2. El nuevo sistema monetario: flujos de capitales e inestabilidad financiera.....	49
3. Desregulación y modernización del sistema financiero mexicano.....	55
Capítulo III. Inversión, ahorro y crecimiento económico en México 1980-2002.....	60
1. Modernización financiera y formación bruta de capital fijo: 1970-1982.....	60
1.1. Desaceleración económica: Formación bruta de capital fijo y estructura de la inversión.....	60
1.2. Financiamiento y fondeo de la inversión.....	64
1.3. Deuda externa, ahorro e inversión.....	65
1.4. Reestructuración del sector bancario y la captación de recursos....	68
1.5. Canalización de recursos, titularización de la deuda y crédito.....	71
2. De la fragilidad a la desregulación financieras: 1983-1993.....	77
2.1. Deuda externa y ahorro.....	78
2.2. Formación bruta de capital fijo e inversión.....	82

2.3.	Flujos de capitales externos y desequilibrios externos.....	84
2.4.	Transformaciones en el sistema financiero.....	86
2.4.1.	Comportamiento y estructura del sector bancario.....	86
2.4.1.1.	Captación de recursos.....	86
2.4.1.2.	Crédito y financiamiento bancario.....	88
2.4.2.	Comportamiento y estructura del sector bursátil.....	91
3.	Desintermediación bancaria y recesión económica 1994-2002.....	93
3.1.	Flujos de capitales externos y ahorro interno.....	93
3.2.	Ahorro y profundización financiera.....	95
3.3.	Desintermediación bancaria y bursatilización.....	97
3.3.1.	Captación de recursos.....	97
3.3.2.	Contracción del crédito y titularización de los pasivos.....	100
3.3.3.	Saldos de la desregulación bancaria: desintermediación y altos márgenes de ganancia.....	105
3.4.	Fuentes de financiamiento de la inversión bruta de capital fijo....	107
Conclusiones.....		114
Bibliografía.....		119
Anexo estadístico		

Introducción

La crisis de la deuda externa de 1982 fue consecuencia de los desequilibrios productivos y financieros provocados por el auge petrolero. La alta disponibilidad de recursos externos y los generados por el excedente petrolero no fomentaron el ahorro interno necesario para lograr un crecimiento sostenido. El crecimiento acelerado del período 1978-1987 fue incapaz de crear las condiciones productivas y financieras necesarias, para sentar las bases de un crecimiento económico de largo plazo. Por el contrario, lejos de alcanzar el crecimiento de largo plazo, amplió su brecha ahorro-inversión y la brecha externa, aumentando con ello el endeudamiento y la dependencia externa.

El modelo actual de apertura comercial, desregulación y liberalización financiera ha propiciado fuertes desequilibrios en la economía mexicana. El abatimiento de la inflación como objetivo prioritario, ha privilegiado a la política monetaria en perjuicio de la política fiscal; la utilización del tipo de cambio como ancla nominal ha profundizado la desarticulación y el carácter heterogéneo del aparato productivo. La estabilidad del tipo de cambio nominal conjuntamente con el alto diferencial entre tasas de interés internas y externas, se han constituido en un fuerte factor de atracción de los flujos de capitales externos, que han conducido a la autoridad monetaria a mantener altos volúmenes de reservas internacionales.

Si bien estos flujos de capitales han dinamizado el mercado de valores mexicano, esto no se ha visto reflejado en un incremento de la inversión productiva. Por el contrario, la esterilización de divisas, con fines anti-inflacionarios y el auge del mercado bursátil han obstaculizado la intermediación bancaria lo cual se refleja en la caída del ahorro interno, la disminución del crédito bancario y el lento crecimiento de la formación bruta de capital fijo.

Así, el crecimiento del ahorro financiero y de la profundización financiera no guardan ninguna relación con la actividad real, pues el nivel del producto y el

empleo se encuentran en una atonía severa. En este sentido, la desregulación del sistema financiero ha fracasado como promotor del desarrollo económico en México.

En este marco analítico, el objetivo general de este trabajo es analizar el comportamiento de la inversión en México durante el período 1982-2002. En particular, nos interesa ver el comportamiento de la inversión productiva y su efecto en la economía mexicana.

La hipótesis central de la presente investigación sostiene que la desregulación del sistema financiero agudizó las imperfecciones del mercado financiero mexicano, impidiendo que la banca cumpla de manera eficiente su función de intermediación de ahorro interno, que condujera primero, a un incremento en la inversión productiva y, por tanto, un incremento en el producto y el empleo.

El trabajo se estructuró en tres capítulos. En el capítulo I, se revisan los principales enfoques sobre el ahorro y la inversión: escuela neoclásica, keynesiana y poskeynesiana, resaltando en cada uno de ellos, la relación que guarda la inversión, el ahorro y la tasa de interés. En el capítulo II, se analiza el proceso de liberalización de los mercados financieros internacionales y la desregulación financiera en México. En particular se profundiza sobre las políticas que se aplicaron a partir de 1988, resaltando los efectos y contradicciones que las mismas generaron en la estructura de captación y canalización del crédito bancario. Por último, en el capítulo III, se hace un análisis estadístico sobre el comportamiento del sector bancario durante el período 1980-2002, haciendo énfasis en el comportamiento empírico del ahorro, inversión, captación y canalización del crédito.

CAPÍTULO I.

FINANCIAMIENTO Y FONDEO DE LA INVERSIÓN

CAPÍTULO I

FINANCIAMIENTO Y FONDEO DE LA INVERSIÓN.

A partir de 1988 se ha estado realizando en México una reforma orientada a liberalizar, desregular y privatizar el sistema financiero. Dicha estrategia va encomendada a producir un cambio estructural en la economía mexicana, que la conduzca a operar como una economía abierta y desregulada, bajo el liderazgo del sector privado y, por ende, de las fuerzas del mercado.

El propósito central de la desregulación financiera era eliminar la "represión" financiera que había generado problemas en el proceso de financiamiento de la inversión, al causar "distorsiones" en las tasas de interés y en la asignación "eficiente" del crédito, así como en la "obstrucción" en el crecimiento del ahorro interno, en el índice de profundización financiera y en los costos de los servicios financieros (López, 2002).

En términos generales, la teoría de la "represión" financiera formulada por McKinnon y Shaw sostiene que existe represión financiera cuando interviene el gobierno en la formación de las tasas de interés, fijación de encaje legal y asignación dirigida del crédito. Medidas todas ellas que conducen a la distorsión del crecimiento y tamaño del sistema financiero, en particular, inhiben el desarrollo de las instituciones no bancarias y del mercado de capitales (McKinnon, 1974).

La solución a este problema, según McKinnon, es la desregulación de los mercados financieros, para que las tasas de interés real aumenten hasta alcanzar su nivel de equilibrio, con lo que se estimulará tanto el nivel del ahorro nacional como el nivel y eficacia de la inversión, lo que tendrá efectos positivos en el crecimiento económico.

La evaluación de la economía mexicana durante los últimos quince años, deja ver que dichos lineamientos no se cumplieron; por el contrario, la desregulación del

sistema financiero no generó una relación positiva entre expansión y modernización del sistema financiero y crecimiento económico.

Bajo esta perspectiva, en este capítulo analizaremos las principales tesis del enfoque neoclásico, keynesiano y poskeynesiano, sobre el financiamiento y fondeo de la inversión.

1. Teoría neoclásica.

En el enfoque neoclásico, el consumo y el ahorro, están determinados no sólo por el ingreso presente sino también por el ingreso futuro; de ahí que una razón para ahorrar sea transferir recursos del presente al futuro, cuyo propósito es el de mantener el mismo nivel de consumo a lo largo de la vida de la persona, o mayor en el futuro. Esto ha llevado a concebir al consumo como una variable determinada por factores tales como la estructura de edades, la tasa de interés, el nivel de riqueza, que son los mismos que explican los niveles de ahorro global. En este marco teórico se ubica el enfoque del ciclo de vida de Modigliani¹; y el del ingreso permanente de Friedman².

1.1. Consumo y ahorro.

El modelo de ciclo de vida de Modigliani, se construye sobre la teoría de que el consumo depende de las expectativas sobre el ingreso para toda la vida y no del ingreso del período actual. Supone que el ingreso tiende a variar de un modo sistemático a lo largo de la vida de la persona y que, por lo tanto, el comportamiento personal respecto al ahorro queda determinado en forma crucial por la etapa del ciclo de vida de cada individuo. Así, cuando una persona es joven, su ingreso es bajo y adquiere deudas en la mayoría de los casos, por la expectativa que tiene del ingreso futuro. A lo largo de la vida de la persona el

¹ El punto de partida del modelo del ciclo de vida es la hipótesis de que las decisiones de consumo y de ahorro de las familias en todo momento reflejan un intento más o menos consciente de lograr la distribución preferida del consumo durante el ciclo de vida, sujeta a la restricción impuesta por los recursos que se acumulan en las familias durante su vida.

² Otra explicación de la conducta del consumidor es la que se sustenta en la hipótesis del ingreso permanente, que tiene en común con la hipótesis del ciclo de vida, el supuesto de que el ingreso de largo plazo es el factor determinante del consumo.

ingreso aumenta hasta llegar un punto máximo en la época de la edad madura, con lo que finiquita la deuda adquirida con anterioridad, y es ahí cuando empieza el proceso de ahorro para su jubilación (Sachs-Larrain, 1994).

El consumo durante los años de jubilación se financia con los ahorros acumulados durante los años de trabajo y también con las transferencias que reciben las personas de edad avanzada del gobierno (pensiones) y de sus hijos.³ Este enfoque intertemporal del consumo y el ahorro, pone el énfasis en cómo las familias distribuyen su ingreso entre el consumo y el ahorro con la finalidad de maximizar su utilidad; la cual depende tanto del ingreso corriente, como del ingreso futuro esperado y de la tasa de interés. En su elección las familias están limitadas por la restricción presupuestaria intertemporal, que requiere que el valor presente del consumo sea igual al valor presente del producto generado por la familia más todos los activos financieros que sean, inicialmente propiedad de la familia menos el valor presente de toda la herencia dejada por la familia.⁴

Como se observa el modelo del ciclo de vida es una aplicación específica del modelo intertemporal del consumo y ahorro. Su característica distintiva es su énfasis en el comportamiento regular del ingreso a lo largo de la vida de las familias.

A nivel macroeconómico, la tasa de ahorro agregado depende de la distribución de edades de la población y del crecimiento del ingreso, factores que contribuyen a la determinación de la riqueza de los ahorradores jóvenes en comparación con la de los desahorradores ancianos. Entre mayor sea la proporción de individuos en edad de trabajar en relación con los jóvenes, o los muy viejos, mayor será la tasa de ahorro de un país. De igual forma, cuánto más rápido crezca el país, mayor será la tasa de ahorro.

³ Aunque no hay un sistema directo de la transferencias de recursos de hijos a padres.

⁴ Como las familias tratan de mantener un consumo estable, desahorran en su juventud, ahorran durante los años de trabajo y vuelven a desahorrar en su vejez. A este respecto cabe señalar, que todo parecería indicar que las familias en la edad de la vejez, no desahorran ya que la evidencia empírica nos muestra como ahorran para dejar herencia a sus familiares.

En resumen, para la teoría neoclásica, los individuos dejan de consumir en el presente con la expectativa de un consumo igual o mayor en el futuro. El sacrificio de dejar de consumir se compensa con una tasa de interés. Así el ahorro, es una función positiva de la tasa de interés.

De acuerdo con el enfoque neoclásico, la inversión es el costo presente de la obtención de ingresos futuros. Conocidos los costos presentes y los ingresos futuros, la tasa de descuento puede ser calculada para cada inversión. Como la función de inversión y la función de ahorro están en función de la misma tasa de descuento, se puede determinar la tasa de equilibrio donde el ahorro y la inversión se igualan.

1.2. Ahorro, inversión y tasa de interés.

La teoría neoclásica de la inversión supone que la tasa marginal de retorno se iguala a la tasa de interés. El supuesto implícito en esta afirmación es que existe certidumbre sobre el futuro; por tanto la tasa de interés es una tasa que no incluye el riesgo. Sin embargo este enfoque considera por un lado, que las decisiones de inversión se den en condiciones de certidumbre y aversión al riesgo, lo cual solucionan con un mercado de capitales perfectamente competitivo; por el otro, se acepta la presencia de imperfecciones de mercado, que podrían conducir a decisiones no óptimas. Ante esta postura se argumenta que las imperfecciones del mercado desaparecen en el largo plazo.

El nivel de producto (oferta) determinan el nivel de empleo (que generalmente corresponde al de pleno empleo); pero el nivel de aquel está determinado por el mercado de capitales; esto es, por la tasa que iguala la demanda de inversión con la oferta de ahorro.

Como vemos, en la teoría neoclásica la función de inversión tiene su fundamento en factores financieros que podríamos resumir en cuatro: 1) Las personas físicas son inversores de portafolios y poseen únicamente activos financieros, mientras los agentes corporativos invierten sólo en activos del sector real de la economía;

2) Las corporaciones tienen como objetivo la maximización de su valor actual de mercado, basando en éste las decisiones de inversión; 3) El valor de la corporación es independiente de su estructura de capital y de su política de dividendos; y 4) Hay igualdad de oportunidades en inversiones futuras, independientemente de su inversión previa y de otras decisiones (Gordon, 1994).⁵

Si la tasa de interés nominal es la tasa que iguala la inversión con el ahorro, se da una relación inversa entre la tasa de interés y el valor de mercado del activo, entonces la determinación de la tasa de interés de equilibrio equivale a determinar la oferta y la demanda para tipos diferentes de activos que produzcan utilidades.

De esto se desprende que la tasa de interés es un fenómeno real; por tanto, si la tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real más la tasa esperada de inflación, variaciones en la oferta monetaria solamente pueden influir sobre ella en la medida en que afecten las expectativas de precios, entonces la tasa de interés real está determinada por el ahorro y la inversión; es decir, por la frugalidad de los ahorradores, la productividad del capital, etc., que son las variables de las cuales dependen la oferta y la demanda total de fondos prestables.

Sin embargo trabajos empíricos como el de Gordon (1992) concluye que el fracaso de las dos proposiciones se demostró mediante el planteamiento de la irrelevancia del apalancamiento y la política de dividendos; y expuso las limitaciones de la evidencias creadas para apoyar a la teoría neoclásica de la inversión. Argumentó que hay una explicación alternativa y superior del comportamiento del ahorro y la inversión, a partir de un supuesto "bastante razonable", que indica que las personas están motivadas y preocupadas con la probabilidad de sobrevivencia en el largo plazo y el consumo presente.

⁵ Con respecto a las afirmaciones 3 y 5, éstas se cumplen bajo el supuesto de "mercado de capitales perfectamente competitivo".

1.3. Fondos prestables.

La tasa de interés referida es la tasa de interés de los bonos y se relaciona inversamente con su precio, por ello, las fuerzas que la determinan deben analizarse en el mercado de bonos.

En el mercado objeto de estudio la oferta de bonos (B_s) expresa el deseo de las empresas de invertir y emitir bonos para financiar la inversión (I), se incorpora un concepto de planeación, tendremos que la oferta planeada de bonos es igual al nivel planeado de la inversión, es decir, $B_s = I$. Por su parte, la demanda de bonos (B_d) supondremos que surge sólo del deseo de los consumidores por ahorrar y comprar bonos con la porción ahorrada del ingreso (S); la demanda planeada de bonos es igual al ahorro planeado, es decir, $B_d = S$. De acuerdo con lo anterior, las pendientes de las curvas de oferta y demanda serían las siguientes: la curva de oferta tiene pendiente negativa, pues una baja de interés, aumenta la inversión deseada y, por tanto, la oferta planeada de bonos; la curva de demanda de bonos tiene pendiente positiva, ya que al bajar la tasa de interés también disminuye el ahorro planeado y por ello la demanda planeada de bonos. Así podemos decir que existe una función de demanda y de oferta, en donde su igualdad determina la tasa de interés de equilibrio. La condición de equilibrio es $B_d = B_s$, y dado que la demanda y la oferta de bonos se igualan al ahorro y la inversión, respectivamente, podemos indicar de otra forma la condición de equilibrio: $S = I$.

En consecuencia en el modelo la tasa de interés se ha determinado sólo por la igualdad del ahorro planeado y la inversión planeada.⁶

Modelo con bonos y dinero.

Si se incorpora el papel de los factores monetarios a corto plazo, necesitamos un modelo monetario de los fondos prestables. Primero suponemos la existencia de

⁶ El modelo, en tanto que es de equilibrio parcial, no considera los efectos de otros mercados sobre las curvas de ahorro e inversión y, por tanto, sobre las curvas de oferta y demanda de bonos. Asimismo el modelo supone que los únicos activos son los bonos que pueden conservar los consumidores, quienes no pueden colocar sus ahorros en tenencias de dinero. Así los únicos activos que pueden tener las empresas son los de capital físico.

la demanda y la oferta de flujo de fondos prestables, es decir, los bonos nuevos. Ahora en este caso, tendremos dos fuentes de la demanda y dos de la oferta. Las fuentes de los fondos prestables (demanda de flujo de fondos) son el ahorro planeado más cualquier aumento en el acervo de dinero durante un determinado período. La demanda de fondos prestables, se deriva de la demanda de financiamiento para invertir en bienes de capital más la demanda de préstamos por parte de quienes desean aumentar el acervo de sus saldos monetarios (Sánchez Daza, 1994).

Así la ecuación en equilibrio en el mercado de bonos está dada por:

$S + \Delta Ms = I + \Delta Md$; donde Ms es la oferta de dinero ; y Md la demanda de dinero

Para analizar los determinantes suponemos que S e I son funciones de la tasa de interés de los bonos (R). Adicionalmente supondremos que un aumento en la demanda monetaria es una función de " r ". Y suponemos que ΔMs de determina en forma exógena.

Suponemos primeramente una ecuación de equilibrio de todos los mercados:

$Bs_1 = Bd_1$; $I_1 = S_1$ y $\Delta Md_1 = \Delta Ms_1$

Esta situación determina que la tasa de interés correspondiente (r_1) sea la tasa de equilibrio. Si un aumento en la oferta monetaria en determinado período es ΔMs_2 , entonces la tasa de interés disminuye hacia r_2 , nivel al que se restablecerá el equilibrio en el mercado de préstamos. Al bajar la tasa de interés a r_2 surge una demanda excedente de bienes porque, a cualquier nivel menor a r_1 , hay un exceso de inversión planeada sobre el ahorro planeado. Esto conlleva a un aumento en los precios y por tanto, el monto del ahorro e inversión nominal disminuyen.

En resumen, el dinero, interpretado a través del método de equilibrio general, es neutral en el modelo monetario de los fondos prestables; la tasa de interés no es afectada por los cambios de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria y como

el mercado de bienes debe estar en equilibrio, r se determinará sólo por las posiciones de las funciones del ahorro y la inversión planeadas.

1.4. Oferta monetaria exógena y demanda de dinero estable.

Para analizar la oferta y la demanda de dinero, tomaremos el modelo de Wicksell como referencia.

Wicksell, supone un "sistema de efectivo puro", esto supone que, una baja efectiva de la tasa bancaria (baja que reduce la tasa de interés del mercado) tiende a elevar el volumen de inversión por unidad de tiempo. Bajo competencia perfecta, se elevarán los precios de los bienes de capital y los precios de los bienes de consumo no bajarán por lo menos. Si existe pleno empleo, se elevará todo el nivel de salarios y precios. Pero esto desplaza hacia arriba las funciones de demanda de bienes de capital, así el aumento de precios se volverá "acumulativo" ante una reducción dada a la tasa bancaria.

Si las reservas se mantienen en metales monetarios, se detendrá el proceso acumulativo. En el impulso inflacionario, hay una fuga interna y externa hacia la circulación de mano a mano, y los bancos se topan con un requerimiento legal o convencional de reservas, porque el aumento de los depósitos reduce la proporción de reservas, así como las reservas absolutas, que es lo más importante. Por lo tanto, se actuará para proteger las reservas. Se elevará la tasa bancaria para frenar la inflación. Así, el nivel de precios decae durante el aumento de la tasa bancaria, la acumulación progresiva de reservas excedentes obliga a los bancos, por falta de ganancias, a reducir la tasa bancaria para estimular los préstamos y esto, es lo que ayuda a restablecer el equilibrio.

En un "sistema de crédito puro" no existe el freno de las limitadas reservas bancarias. Aunque el ahorro forzado y el efecto del saldo real podrían moderar el alza de precios, el hecho es que las autoridades monetarias pueden determinar ahora a voluntad el nivel de precios mediante variaciones adecuadas de la tasa

bancaria. En el mundo real, la elasticidad del crédito bancario no es infinita como en el caso de un "sistema de crédito puro".

El proceso acumulativo de Wicksell sólo trata de encontrar los determinantes de la oferta monetaria bajo diversas instituciones bancarias para demostrar que no es correcta la descripción de la teoría cuantitativa del dinero sólo con una teoría de la demanda de dinero.

El equilibrio en Wicksell aparece como una función de la relación entre la tasa de interés de mercado y la tasa de interés "natural", aquella en la que se apoyaron sus predecesores. La primera que depende de la política monetaria, bajo determinadas condiciones, y la segunda, que se refiere a la tasa de interés que existiría si los bienes de capital se presentaran naturalmente. La tasa "natural" es un concepto confuso, pues en una economía de trueque no hay una sola tasa de interés; en ausencia de dinero, los rendimientos físicos de los bienes de capital heterogéneos no pueden reducirse a un denominador común y hay tantas tasas de interés propias como bienes haya.

El proceso acumulativo estará en función precisamente de la relación entre aquellas dos tasas: la del mercado y la "natural", es decir, el proceso acumulativo surge por una discrepancia existente entre el costo de tomar prestado capital y la tasa interna de rendimiento de una inversión.

Un proceso de desequilibrio es así una situación donde la inversión neta es positiva y crece continuamente de un período a otro. Esto no crea inflación si el proceso acumulativo produce también un ahorro voluntario adicional. Las autoridades deben frenar la inversión a las primeras señales de inflación mediante la elevación de una tasa bancaria. Así pues, Blaug, asegura que debemos tener en cuenta tres tasas: la tasa de rendimiento de la inversión, la tasa de interés monetaria y la tasa de interés bancaria (McKinnon, 1974).

2. Financiamiento de la inversión en Keynes.

En su *Teoría General*, Keynes asumió la existencia de tres variables independientes en su análisis, una de ellas es el tipo de interés⁷. Este hecho ha sido interpretado por algunos como si Keynes asumiera la existencia de una oferta monetaria exógena. Otros autores, por el contrario, sostienen una postura diferente y defienden que Keynes optó por considerar que tales variables eran conocidas de antemano (por ejemplo, Dow 1996), pero no exógenas al sistema económico, y que para el análisis de su pensamiento monetario resulta necesario recurrir a una obra suya anterior: el *Treatise on Money* (Keynes, 1930). En esa obra Keynes reconocía el importante papel que desempeñaba el sistema bancario en la determinación de la oferta monetaria, al tiempo que reconocía la influencia ejercida por el banco central.

Se han manejado diversas explicaciones sobre este proceder de Keynes. Algunos autores han sugerido que esto es debido a que su interés se centraba en ofrecer una teoría general sobre la determinación del nivel de producción y empleo, y que ello le obligó a dejar de lado los aspectos más técnicos de tipo monetario (por ejemplo, Dimand, 1986 y Dow, 1996).

Por el contrario otros autores han interpretado este modo de proceder como un comportamiento estratégico por parte de Keynes, pues al considerar a la oferta monetaria como exógena se estaba asegurando cierta audiencia entre la ortodoxia económica para el análisis desarrollado en la *Teoría General* (Foster, 1986, en donde se atribuye esta explicación a Joan Robinson).

En oposición a la teoría neoclásica, Keynes sostiene, que la tasa de interés es un fenómeno monetario, y que son la oferta y la demanda de dinero, exclusivamente las que la determinan. De ahí que la cantidad de dinero juega un papel muy importante en la determinación de la misma.

⁷ Las otras dos variables independientes fueron la propensión a consumir y la curva de la eficiencia marginal del capital (Keynes, 1936, capítulo 18).

2.1. Ahorro, inversión y tasa de interés.

Para Keynes, la igualdad entre el volumen de ahorro y el volumen de inversión surge ex-post, por el carácter bilateral de las operaciones entre el productor y el comprador de equipo de producción. Al respecto señala "*... en conjunto, el aumento o la disminución en el monto total de los créditos es siempre exactamente igual al aumento o disminución del monto total de los débitos, esta complicación se neutraliza también cuando nos referimos a la inversión en conjunto.*" (Keynes, 2000). Sin embargo, esta igualdad no debe llevar a la conclusión de que el aumento del ahorro de un individuo incrementará en la misma proporción la inversión global. Un aumento en el ahorro individual aumenta la riqueza individual, pero no necesariamente incrementa la riqueza total, pues ésta última se ve afectada por los ahorros y, consecuentemente, por la riqueza de otros individuos.

En la Teoría General, la inversión determina el producto, y éste el ahorro; de modo que la variable dinámica de ajuste es la inversión, y el ahorro es una variable pasiva que aumenta o disminuye en función de la actividad económica; la propensión marginal a ahorrar, por lo tanto, no determina el crecimiento del producto. A partir de esta interpretación de Keynes, los poskeynesianos retoman la teoría del ahorro para enriquecerla con más elementos analíticos que permiten explicar la relación entre inversión, ahorro y crecimiento económico.

2.2. Inversión y tasa de interés.

En su análisis sobre la tasa de interés, Keynes parte del supuesto de que todos los activos financieros se pueden dividir en dos grupos: i) dinero y; ii) todos los activos no monetarios (bonos).⁸ Con base en ello, las personas deciden cómo dividir su riqueza financiera entre estos dos activos.

⁸ Se puede definir al dinero como la masa monetaria en forma limitada, llamada M1 en las estadísticas oficiales; consiste en el dinero en circulación más las cuentas bancarias sobre las que se pueden extender cheques. Los bonos comprenden a los bonos reales, además de otros activos financieros a largo plazo, principalmente títulos de empresas (acciones).

La tasa de equilibrio de los bonos es la tasa a la que la demanda de bonos es exactamente igual a las existencias de bonos, lo que supone que la oferta monetaria es exógena y está fijada por el banco central. En otras palabras, la tasa de interés de equilibrio se determina por factores que afectan la oferta y la demanda de dinero; por el lado de la oferta el factor principal serán las políticas del banco central y, por el lado de la demanda los factores que afectan son: i) demanda para transacciones, ii) demanda en precaución⁹ y; iii) demanda especulativa. La demanda especulativa es la parte novedosa del análisis de Keynes ya que sostenía que existe debido a la incertidumbre sobre las tasas de interés futuras y la relación entre los cambios en la tasa de interés y el precio del mercado de los bonos. Si se esperaba que las tasas de interés se movieran de tal manera que provocara pérdidas de capital por la tenencia de bonos, era sólo porque que dichas pérdidas previstas superaran las ganancias de intereses sobre los bonos, provocando, en cambio, que un inversionista tuviera dinero.¹⁰

Keynes argumentó que la tasa de interés es un fenómeno monetario, depende de la preferencia por liquidez y de la oferta monetaria; es decir, depende de lo que suceda en el mercado de dinero, que es una fracción del mercado financiero. Al respecto la teoría de la preferencia por liquidez de la tasa de interés debe ser vista en un proceso de dos niveles: i) que el movimiento de las tasas de interés no depende de la curva de demanda y; ii) que el banco central tiene la habilidad de determinar la tasa de interés ¹¹ (Mántey, 1997).

⁹ Por el lado de la demanda para transacciones tenemos que, cuando se recibe dinero en una transacción, se puede usar para comprar bonos, los cuales podrían venderse para volver a conseguir dinero nuevamente cuando se tenga que hacer algún gasto. La ventaja de esto es que dichos bonos devengan intereses y esto generaría un aumento en la riqueza. Sin embargo, Keynes no concedió gran importancia a la tasa de interés al analizar el motivo transacciones para tener dinero, aunque se ha demostrado que es significativa dicha tasa, especialmente en el caso de la demanda para transacciones del sector empresarial.

En el caso de la demanda en precaución, ésta se hace debido a los imprevistos y se asemeja a la demanda para transacciones debido a que en muchos casos se puede tener cierta tasa de interés que genera aumento en la riqueza a futuro.

¹⁰ Un incremento en la tasa de interés del mercado da como resultado una pérdida de capital en los bonos existentes previamente. Por el contrario, un descenso en la tasa de interés da como resultado un aumento de capital en los bonos que existían con anterioridad.

¹¹ Al respecto cabe mencionar que los bancos centrales en muchas ocasiones son impotentes en su habilidad de restringir la tasa de crecimiento del dinero.

En lo que respecta a la tasa de interés y el grado de liquidez tenemos que, la existencia de un límite mínimo a la tasa de interés, por debajo del cual los inversionistas rehusarían comprar valores, significa, en la teoría de Keynes, que la velocidad de circulación del dinero es inestable.

Así pues, la "trampa de liquidez" de Keynes establece un tope inferior para la tasa de interés nominal. Cuando la trampa de liquidez se cierra, la tasa de interés real excede su nivel de equilibrio compatible con el pleno empleo. En una trampa de liquidez, el ahorro programado, en el nivel de pleno empleo del ingreso, excede la inversión planeada. Este desequilibrio se resuelve por una caída del ingreso real, que a su vez reduce el ahorro programado. Si la tasa de interés no puede reducirse más, una vez que llega al punto de "liquidez absoluta", la única forma de estimular un mayor gasto en inversión es elevando la eficacia marginal del capital, es decir, incrementando la corriente esperada de utilidades que, depende a su vez de la demanda esperada. El exceso de liquidez, según Keynes, no ejercerá ningún efecto sobre el gasto. La inversión no se modificará, puesto que la tasa de interés no cambiará. El consumo tampoco se elevará, pues éste es una función estable del ingreso.

En resumen, para Keynes la tasa de interés depende de la preferencia por liquidez y de la oferta monetaria¹². Sólo si la tasa de interés se encontrara en el límite mínimo, correspondiente al estado de "liquidez absoluta", este mecanismo de estímulo a la inversión dejaría de funcionar y requeriría del apoyo adicional del gasto público para así elevar la eficacia marginal del capital (Keynes, 2000)¹³.

¹² Mediante la colocación o el retiro de deuda pública, las autoridades pueden influir sobre la oferta de dinero, y en consecuencia sobre la tasa de interés.

¹³ Keynes define a la eficiencia marginal del capital en términos de expectativa del rendimiento probable y del precio de oferta corriente del bien de capital. Depende de la tasa de rendimiento que se espera obtener del dinero si se invierte en un bien recién producido; no del resultado histórico de lo que una inversión ha rendido sobre su costo original si se observa en retrospectiva los resultados después que ha terminado el período de sus servicios. Si se aumenta la inversión en un cierto tipo de capital durante algún período determinado, la eficiencia marginal del capital de este tipo de capital se reduce a medida que aquella inversión aumente, en parte por que el rendimiento probable bajará según suba la oferta de esa clase de capital, y en parte debido a que, por regla general, la presión sobre las facilidades para producir este tipo de capital hará que su precio de oferta sea mayor; siendo el segundo de estos factores generalmente el más importante para producir el equilibrio a la corta, aunque cuanto más largo sea el período que se considere más importancia adquiere el primer factor.

Pero en condiciones normales (fuera del estado de liquidez absoluta) un aumento en la oferta monetaria haría descender la tasa de interés, ocasionando un aumento en la inversión que elevaría el empleo y el ingreso real.

2.3. Financiamiento de la inversión.

Las variaciones en la actividad económica y, en particular las decisiones de inversión por motivo especulación ligadas a la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés, provocan movimientos en la preferencia por liquidez, una oferta monetaria dada, influirán en el nivel de tasas de interés. La incertidumbre vuelve a jugar un papel fundamental en la determinación del nivel de la tasa de interés y, por tanto, afecta indirectamente a la inversión. (Minsky, 1987)

A partir de la separación entre dueños de capital y empresarios, se incrementa la disociación entre el ahorro y la inversión y se diversifican las posibles formas de ahorro que, de acuerdo con Keynes, provoca mayor inseguridad en el mercado financiero y vuelve más inestable a la tasa de interés y, por tanto, a la inversión. La posibilidad de comprar acciones y títulos de propiedad del capital productivo permite una nueva forma de financiamiento de las empresas, pero a la vez, diluye la propiedad de las empresas y los gerentes son los tomadores de decisiones económicas y estos agentes tienen, en ocasiones, intereses diferentes a los dueños del capital.

De acuerdo con Keynes, las inversiones, que son fijas para la comunidad y líquidas para los individuos, tienen mayores efectos negativos que positivos para la inversión. Keynes al analizar la rentabilidad de la inversión, sostiene que es necesario comparar dos tasas de rendimiento, que pueden presentarse a través de dos precios: i) el que se origina en la propia actividad de la inversión y que proviene del sector real y; ii) el que proviene del sector financiero y se obtiene por mantener el capital adelantado en activos financieros, que pueden ser utilizados en la propia actividad de la inversión. El precio de demanda es afectado por los

movimientos del mercado bursátil, donde está presente la incertidumbre en las expectativas y los movimientos de la tasa de interés.

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

La teoría de Keynes sostiene que la inversión es una economía monetaria y requiere de dos tipos de financiamiento: i) de corto plazo y; ii) de largo plazo.

Los empresarios buscan un financiamiento de corto plazo (préstamos bancarios), para cubrir los gastos necesarios en el período de producción y/o instalación de bienes de capital fijo. Una vez realizada la inversión (incremento del capital fijo), los empresarios recurren al financiamiento de largo plazo mediante el proceso de fondeo para cubrir las obligaciones de corto plazo; esto es saldar los créditos bancarios. Según Keynes, esto se lleva a cabo a través de la emisión de acciones, que permite, recolectar el ahorro generado por la inversión y se intercambia por títulos de propiedad, que a su vez se irán saldando con los rendimientos que fluyen de la propia inversión (Keynes, 2000).¹⁴

2.4. Oferta y demanda de dinero.

Para Keynes la función consumo juega un papel importante en la determinación del ingreso. Keynes argumentaba que el nivel de consumo es una función estable del ingreso disponible; no negaba que otras variables pudieran afectar el nivel de consumo, sin embargo hizo hincapié en que el ingreso era el factor predominante en la determinación del consumo.

¹⁴ ...el empresario, al decidir la inversión, debe satisfacer dos aspectos. Primero obtener financiamiento de corto plazo para el período de gestación de la inversión; y segundo, un financiamiento de sus obligaciones de largo plazo bajo condiciones favorables.

En consecuencia, los términos de la oferta de financiamiento requerido por la inversión ex ante dependen del estado existente de las preferencias por liquidez junto con algunos elementos de predicción de parte del empresario en relación con los términos de fondeo de dicho financiamiento cuando se requiera) en conjunto con la oferta monetaria determinada por las políticas del sistema bancario.

Por otro lado, están los cambios en los gastos de inversión deseados de las empresas que también constituían un factor importante en el comportamiento del ingreso. Con respecto a dichos gastos, Keynes sugirió dos variables como las causas determinantes de los gastos en inversión a corto plazo: la tasa de interés y las expectativas de las empresas; donde el nivel de inversión se relaciona inversamente con el nivel de la tasa de interés.¹⁵

Las expectativas de las empresas sobre la rentabilidad futura de los proyectos de inversión son un elemento central sobre el análisis de las fuentes de inestabilidad; sin embargo, Keynes pensaba que las empresas se enfrentaban a la necesidad de tomar decisiones bajo expectativas formadas con incertidumbre utilizando las siguientes técnicas: i) tendían a extrapolar las tendencias pasadas al futuro, ignorando posibles cambios futuros, a menos que hubiera información específica sobre un cambio potencial; ii) la psicología de una sociedad de personas cada una de las cuales está empeñada en copiar a las demás, da como resultado lo que podríamos llamar estrictamente un "juicio convencional". Como se puede apreciar, las expectativas de inversión pueden cambiar con frecuencia, en respuesta a información y acontecimientos de donde se desprende la inestabilidad de la demanda de inversión. Justamente el gasto en inversión es el componente de los gastos autónomos que Keynes consideraba responsable de la inestabilidad en el ingreso. Así pues la inversión es el primer elemento de los gastos autónomos. (Levy, 2001)

El segundo argumento de los gastos autónomos es el gasto público e impuestos y, está controlado por los encargados de formular política y, por consiguiente, no depende directamente del nivel de ingreso.

La determinación del nivel de ingreso en equilibrio está dado por: $Y = C + I + G$; donde, Y es el ingreso de equilibrio (endógeno); C es el consumo; I es la inversión

¹⁵ A mayores tasas de interés, menos proyectos de inversión que tienen un rendimiento potencial lo suficientemente alto como para justificar pedir préstamos para financiarlos.

y, G es el gasto autónomo; éstas últimas variables son estables¹⁶, en tanto que I presenta mayor variabilidad como consecuencia del efecto de las tasas de interés¹⁷. Por tanto, el dinero afecta al ingreso a través de la tasa de interés.¹⁸

Para Keynes un aumento en la cantidad de dinero no necesariamente aumenta los precios en la misma proporción, y el nivel de precios relativos normalmente se modifica cuando el nivel de precios cambia. El efecto de un aumento en la cantidad de dinero sobre los precios, con un volumen de recursos dado en el corto plazo depende, por un lado, del efecto que ese aumento en la cantidad de dinero tenga sobre la demanda efectiva, y por otro, del efecto que ésta tenga en el empleo y por tanto, en los costos. Sostiene además que, por lo general la oferta monetaria es imperfectamente inelástica, mientras los salarios sean rígidos y haya desempleo, la elasticidad de la oferta monetaria será positiva. Un aumento en la cantidad de dinero generará una mayor demanda de bienes, y ésta inducirá un incremento en el nivel de ocupación. Los empresarios al aumentar el empleo, con un volumen determinado de capital, producirán con rendimientos decrecientes, y esto hará que eleven los precios ya que el salario no podrá ser mayor que la productividad marginal del trabajo. Sin embargo, el aumento en los precios será menos que proporcional al incremento en la cantidad de dinero, pues la producción real aumentará.

¹⁶ Al respecto cabe mencionar que los bancos centrales en muchas ocasiones son impotentes en su habilidad de restringir la tasa de crecimiento del dinero, es decir, se ven limitados.

¹⁷ Es por esto que al tomar en cuenta las posibles influencias de la tasa de interés, se debe considerar los componentes de la demanda agregada que no sean la inversión de las empresas; i) la construcción residencial; ii) gastos en consumo de los bienes duraderos y; iii) gasto público compuesto por el gasto público estatal y local para servicios, bienes de consumo y bienes de inversión (Por lo que concierne a la construcción residencial tenemos que, el valor de las casas recién construidas entra en la contabilidad del producto nacional. Un elemento del costo de la construcción es el costo de los préstamos de corto plazo para financiar dicha construcción. Tasas de interés más altas significan un costo más elevado para la construcción de las casas, si lo demás no cambia, se desalienta la construcción. La mayoría de las compras de casas se financian con préstamos de largo plazo en el mercado hipotecario consecuentemente, tenemos que las tasas altas de interés incluyen altas tasas de interés hipotecarias.

Por otro lado, los gastos en consumo de bienes duraderos se financian a menudo con préstamos; el aumento de las tasas de interés incrementará el costo de dichas compras cuando uno incluye el costo financiero y se reduce así, este componente de la demanda agregada.

Finalmente tenemos que, los gastos públicos estatales y locales se financian mediante los préstamos a través de emisiones de bonos. Las altas tasas de interés, tenderían a incrementar los costos de los préstamos y desalentar esta parte de los gastos públicos estatales y locales).

¹⁸ Un aumento en la oferta monetaria, por ejemplo, disminuye la tasa de interés que, a su vez, aumenta la demanda agregada y el ingreso.

En resumen, un aumento en la demanda agregada generado por un aumento en la cantidad de dinero no elevará todos los precios en la misma proporción, sino que afectará el nivel de precios relativos dependiendo de la forma en que se modifiquen los costos (Mántey, 1997).

En el largo plazo, Keynes supone que la cantidad de dinero es endógena, ya que si la autoridad monetaria se resistiera a aumentar la oferta de dinero por un período de tiempo largo, la gente modificaría el patrón monetario e inventaría sustitutos del dinero. Así pues, la relación entre el ingreso nacional y la cantidad de dinero depende de la preferencia por liquidez; y la estabilidad o inestabilidad de los precios depende del incremento en la tasa de salarios con relación al incremento en la productividad.

3. Teoría poskeynesiana.

3.1. Oferta monetaria endógena y demanda de dinero inestable.

Frente a la consideración tradicional de que la oferta monetaria y, en concreto, el ritmo de crecimiento de aquella, está bajo el control estricto de la autoridad monetaria, los autores poskeynesianos han desarrollado una teoría monetaria que rechaza la caracterización de la oferta de dinero como una variable exógena, ya que para ellos *el dinero es integral al proceso capitalista* (Dow, 1993), y por lo tanto no reconocen una dicotomización entre las fuerzas reales y monetarias de una economía¹⁹.

Para los autores poskeynesianos, la oferta monetaria es endógena ya que está conducida por el crédito (*credit driven*) y se encuentra determinada por su demanda (*demand determined*). El dinero es conducido por el crédito porque la cantidad de dinero en circulación es vista como el resultado del proceso de producción, siendo este último financiado con crédito bancario (Lavoie, 1984 y Arestis, 1992).

¹⁹ Para una descripción detallada de la teoría monetaria poskeynesiana véase Rodríguez Fuentes (1996). Por su parte, en Dow y Rodríguez-Fuentes (1996) se analiza el papel que desempeña la política monetaria desde la óptica poskeynesiana.

De este modo, la causalidad entre el dinero y el producto se invierte en comparación con lo sostenido por otras teorías. Por otra parte, la oferta monetaria se considera determinada por la demanda²⁰ porque los *bancos comerciales raramente están constreñidos en términos de sus reservas* (Arestis, 1992). La función de prestamista de última instancia desarrollada por los bancos centrales, el acceso a la "segunda ventanilla", los fenómenos de innovación financiera, las operaciones fuera de balance, el acceso a los mercados financieros internacionales, etc., son algunos factores que explican por qué *los bancos no esperan pasivamente por los depósitos para luego suministrar préstamos* (Wray, 1990), sino que primero conceden los créditos y, después, se preocupan por obtener las reservas necesarias²¹. A pesar de que los economistas poskeynesianos comparten la creencia de que la oferta monetaria es endógena, lo cierto es que no existe consenso sobre el grado de endogeneidad de la misma.

Respecto a este punto, pueden distinguirse dos visiones diferentes dentro del colectivo de economistas poskeynesianos: la endogeneidad *acomodaticia* y la endogeneidad *estructural* (Pollin, 1991). La primera de ellas (endogeneidad acomodaticia), que se asocia con autores como Kaldor (1986) y Moore (1988), insiste en que no es verdad que los bancos centrales puedan elegir entre controlar los tipos de interés o los agregados monetarios directamente; y no pueden hacerlo porque los bancos centrales son responsables de la estabilidad financiera del sistema y, dado que *una oferta elástica de crédito monetario en el corto plazo es una precondition necesaria para la perpetuación de la liquidez del sistema* (Moore, 1988), esa liquidez debe ser garantizada con el objeto de evitar distorsiones financieras. Por su parte, en el enfoque horizontalista²² es el tipo de interés, y no la oferta monetaria, la variable que se encuentra bajo el control de la autoridad

²⁰ Aunque sobre este punto se volverá a insistir más adelante, debemos señalar que entre los autores poskeynesianos existen diferencias de opinión en lo que se refiere a si la oferta monetaria es totalmente determinada por la demanda de crédito o no.

²¹ Wray ha aportado alguna evidencia empírica referida a las vías a través de las cuales el sistema bancario se libera de las limitaciones que para su política crediticia pueda significar su nivel de reservas (Wray, 1990, capítulo 7).

²² Moore optó por referirse a su aproximación como 'horizontal' debido a que la oferta de dinero es representada en el espacio tipo de interés-dinero como una función horizontal, frente a la tradicional forma vertical que aquella adopta en los modelos IS-LM. Sin embargo, conviene señalar que los modelos IS-LM son perfectamente compatibles con la existencia de una oferta de dinero horizontal (Wray, 1992).

monetaria. La oferta de dinero entra en el modelo teórico como una variable con endogeneidad extrema (Wray, 1992), que viene determinada totalmente por la demanda²³. Sin embargo, los autores pokeynesianos etiquetados por Pollin (1991) como estructuralistas no comparten el argumento expresado por Moore debido a que *en su modelo no existe lugar para la preferencia por la liquidez en la determinación de los tipos de interés* (Wray, 1989), y sostienen por el contrario que los bancos no siempre satisfacen todas las demandas de crédito²⁴ (Davidson, 1994, Lavoie, 1984, Rousseas, 1986, Wray, 1990 y Dow, 1993 y 1995).

Estos autores señalan que quizás Moore haya sido *demasiado horizontal* (Goodhart, 1989). y que quizás sería más acertado sostener que la oferta monetaria puede llegar a ser horizontal (o casi horizontal) durante épocas de optimismo económico y baja preferencia por la liquidez (expansiones económicas), pero no durante otras de elevada preferencia por la liquidez (Dow, 1993, y Wray, 1990). Por lo tanto, para los autores estructuralistas, ni el tipo de interés ni la oferta de dinero se encuentran bajo el control del banco central, y ambas variables se consideran fuertemente endógenas.

Este razonamiento también es empleado por Dow y Rodríguez Fuentes (1996), al considerar que la mayor o menor elasticidad de la oferta monetaria vendrá determinada por la interacción de factores tales como el "signo" de la política monetaria practicada por el banco central y el estado de preferencia por la liquidez de los demandantes y oferentes de crédito bancario, mientras que el carácter endógeno o exógeno de la misma viene determinado por el grado de desarrollo alcanzado por el sistema bancario.

²³ Si bien es cierto que alguna ampliación del modelo IS-LM es perfectamente compatible con la existencia de una función de oferta de dinero horizontal, esto no significa que se pueda equiparar al modelo horizontal poskeynesiano. En el modelo horizontalista es el gasto planeado el que determina la demanda de dinero, y ésta a su vez determina la oferta de dinero que, al final, determina el volumen de reservas bancarias. El sentido de la causación es el opuesto, pues, al mantenido en el modelo IS-LM.

²⁴ Por ejemplo, Dow ha puesto de manifiesto que para algunos prestamistas, tales como las pequeñas y medianas empresas, así como para algunos países en desarrollo, *no es el caso general que los bancos sean fijadores de precios y tomadores de cantidades* (Dow, 1995).

En resumen, de la existencia de la oferta monetaria endógena las implicaciones son cruciales a la hora de analizar el papel que desempeña el dinero y la política monetaria en el proceso productivo (Dow, 1993).

3.2. Crédito e inversión.

Minsky estudia el comportamiento de una economía capitalista en la cual no existe árbitro que proporcione información gratuita, oportuna y completa sobre los precios de equilibrio en cada mercado. En su teoría de la inestabilidad inherente del sistema capitalista, Minsky parte de la teoría de la inversión de Keynes, donde la compra de activos productivos depende de la relación que existe entre su valor en el mercado financiero y su precio de oferta en el mercado real.

Minsky describe a la economía como un conjunto de agentes, cada uno de los cuales posee activos que generan una corriente de ingresos, y pasivos que generan una corriente de egresos. Las empresas según este autor pueden ser de tres tipos: i) Empresas financieramente cubiertas, ii) Empresas especulativas y; iii) Empresas Ponzi (Mántey, 1997).²⁵

Minsky trata de explicar cómo se genera la estructura de deudas que da lugar a las crisis financieras. En una primera etapa, la inversión, el ingreso y las utilidades suben, pero el financiamiento tiende a aumentar a un ritmo más acelerado, esto debido a que los proyectos de inversión tienen un período de maduración antes de empezar a generar ingresos y deben cumplir obligaciones.

Mientras la expansión financiera se extiende por la economía, las tasas de interés son menores de lo que hubieran sido si la innovación financiera no se hubiera realizado. Es posible que si la expansión financiera genera presiones inflacionarias, las autoridades favorezcan el incremento de las tasas de interés.

²⁵ La empresas financieramente cubiertas son aquellas cuyos ingresos siempre exceden a sus obligaciones, de modo que no requieren financiamiento adicional; las empresas especulativas son aquellas cuyas obligaciones en una etapa inicial exceden a los ingresos y precisan financiamiento adicional para cubrir sus amortizaciones de deuda, pero que pasada esta fase generan ingresos suficientes para cubrir todas sus obligaciones; y por último, las empresas Ponzi son aquellas que no sólo necesitan refinanciamiento para cubrir las amortizaciones de sus deudas en una fase inicial, sino incluso para pagar los intereses, aunque a largo plazo sus ingresos excedan a sus obligaciones.

Sin embargo, esto tiene consecuencias: i) eleva el precio de la oferta de los bienes de capital en el mercado real, por el costo financiero que implica para las empresas productoras de bienes de capital; ii) reduce el precio de los activos en el mercado financiero.

El incremento en la tasa de interés desalienta la inversión productiva, la demanda agregada se contrae, y esto provoca una caída de las utilidades que impide a las empresas cumplir con sus obligaciones de la manera prevista. El descenso en las utilidades, obliga a las empresas a recurrir al refinanciamiento y esto genera problemas: i) el costo aumenta debido al incremento en las tasas de interés; ii) el valor de mercado de las empresas disminuye como consecuencia de la baja en las utilidades y del alza en los tipos de interés y; iii) porque la caída en las utilidades y las primeras suspensiones de pagos, al contraer los ingresos de los bancos obligan a éstos a reducir el crédito.

Con la deflación de los títulos, la suspensión de pagos son inevitables; esto reduce aún más la inversión, y con ella el ingreso, las utilidades, y el crédito bancario, en un proceso recursivo que conduce a la crisis.

Es por esto que Minsky sugiere que una política orientada a la estabilización de las cotizaciones de las empresas en el mercado financiero a fin de lograr un crecimiento sostenido de la inversión y el ingreso, puede evitar la crisis.

Por otro lado, los poskeynesianos retoman el concepto que Keynes dejó pendiente de las fuentes del financiamiento de la inversión para lograr el crecimiento de la producción y así del ingreso. Algunos autores de esta corriente (Moore, 1985; Eichner, 1994; Chick, 1990; Asimakopulos, 1983) señalan que son los bancos, y no los ahorradores, los responsables de canalizar el crédito a los inversionistas. Son los bancos los que permiten incrementar los fondos para invertir, a través del incremento de la oferta de crédito, la cual depende del comportamiento de sus reservas.

Consecuentemente, es probable que la inversión aumente, aun cuando la tasa de ahorro permanezca constante; es decir, un crédito bancario puede incrementar el nivel de la inversión, y por tanto, del ingreso. Esto hace posible que el ahorro aumente (ex-post), permitiendo igualar el incremento en la inversión.

Al igual que en Keynes, para los poskeynesianos, la existencia de la incertidumbre en una economía monetaria constituye el supuesto central de su análisis. De aquí se deriva que el dinero no es neutral; lo que significa que el dinero afecta el ingreso real y el empleo a través de su impacto sobre la tasa de interés real. El dinero no es sustituible por ninguna otra mercancía, tiene una elasticidad de producción igual a cero, y un costo de transferencia casi nulo. Estos supuestos llevan a una función de demanda de dinero determinada no sólo por los motivos de transacción y financiamiento de la inversión, sino también como depósito de valor.

Por otra parte, la inversión debe considerarse como una función inversa del nivel de apalancamiento alcanzado, ya que éste genera un riesgo creciente para las empresas (Asimakopulos, 1983; Minsky, 1987). Cabe señalar que el financiamiento externo a la empresa estará limitado por lo que se considere, en un momento dado, como un "nivel normal"; el cual dependerá de las expectativas que se tengan sobre la economía, y sobre el comportamiento y organización de las instituciones financieras. Otros factores importantes en la determinación de la inversión son los fondos internos de la empresa, los avances tecnológicos y la capacidad ociosa. Los recursos internos de las empresas, en el enfoque poskeynesiano, influyen sobre la inversión porque la liquidez y les asegura un acceso preferencial al mercado de fondos prestables (Levy, 1999; y Steindl, 1979).

El grado de utilización de la capacidad influye sobre las decisiones de nueva inversión porque repercute en los márgenes de ganancia presentes y en la formación de expectativas de rentabilidad futura; de ahí que, ante un incremento en la capacidad ociosa no deseada, las empresas reaccionan lentamente a otros estímulos para invertir, incluyendo variaciones en los precios relativos.

Una oleada de innovaciones tecnológicas modifica y expande el acervo de capital de las empresas, que persiguen rentas oligopólicas, y sus efectos son relativamente independientemente de la tasa de interés (Mántey, 1996).

La incorporación de los fondos internos de las empresas, en el análisis poskeynesiano, no debe confundirse con el planteamiento neoclásico de que el nivel de ahorro determina el volumen de la inversión. Cabe señalar que la interpretación confusa que se deriva del análisis neoclásico, sobre el papel del financiamiento externo de la inversión proviene del mismo Keynes, quien en la Teoría General, al excluir de su análisis de la demanda de dinero el motivo financiamiento, permitió a Hicks convertir el concepto de preferencia por la liquidez en el concepto de fondos prestables, con lo que se colocó nuevamente al ahorro como determinante de la inversión (Levy, 1999).

Los poskeynesianos están de acuerdo con que la tasa de interés es una variable monetaria y con los dos argumentos de Keynes sobre la tasa de interés por un lado, de que el movimiento de las tasas de interés no depende de la curva de demanda y por el otro que el banco central tiene la habilidad de determinar la tasa de interés, y que los préstamos se extienden y crean depósitos en el proceso. Hay en este proceso una regresión, que tiene una implicación que es que el suplemento endógeno de las reservas, basado en la demanda de las reservas por los bancos comerciales. Al respecto Eichner identificó dos tipos del comportamiento de la reserva endógena: la defensiva, y la acomodación. La segunda, es parte del banco central y es la tradicional, sugiere que el banco central agrega un suplemento adicional a las reservas. El comportamiento defensivo consiste en un componente de mercado abierto, comprando o vendiendo y así lograr un balance. El resultado final es que el suplemento de las reservas sea endógeno o con un comportamiento pasivo, sin influencia causal en la actividad económica.

3.3. Represión financiera.

Los principales fundamentos teóricos del análisis financiero de represión financiera son argumentados por McKinnon (1973) y Shaw (1973). Otras influencias académicas son de Alexander Gerschenkron (1962 y 1969) del papel de los bancos en el desarrollo económico alemán; Stiglitz y Weiss (1981) del racionamiento del crédito, derivado de la teoría del mercado de trabajo.

La economía en desarrollo analizada por McKinnon y Shaw es una economía financieramente reprimida, el argumento central es que la represión financiera de los precios financieros reduce la tasa de crecimiento real y el tamaño real del sistema financiero en relación con las magnitudes no financieras. La restricción financiera favorece a las instituciones y los instrumentos financieros de los que el gobierno puede extraer un sustancial señoreaje (p.ej. el encaje legal, impuestos por transacciones, topes a la tasa de interés, controles cambiarios, etc).

Una restricción financiera bien lograda se caracteriza por una mayor transferencia de fondos del sistema financiero al sector público y por tres efectos sobre la demanda de dinero:

- i) Un desplazamiento de la función hacia la derecha;
- ii) Una elasticidad más baja respecto al costo y;
- iii) Mayor elasticidad respecto al ingreso.

Una restricción financiera eficiente hace que la velocidad de circulación del ingreso sea baja y descendente, esto permite financiar un mayor déficit público, con una tasa de inflación y nivel de tasas de interés nominales dados.

Las políticas crediticias selectivas o sectoriales son componentes comunes de la restricción financiera; las técnicas utilizadas para reducir los costos de financiamiento de los déficit públicos pueden usarse también para estimular la inversión privada en las actividades que el gobierno considera prioritarias.

Uno de los efectos que se espera que ejerza la declinación de las tasas de interés reales sobre el ahorro, cuando se acelera la inflación, es que el precio de la tierra se incremente por lo menos tan rápido como el nivel general de precios, si embargo la adquisición de tierra no constituye una inversión para la economía global, puesto que la cantidad de tierra disponible es presumiblemente fija. A medida que la tasa de interés cae, más hogares sacarán sus ahorros para comprar tierra, en consecuencia el precio de ésta irá subiendo más aprisa que el nivel general de precios. Con dicho precio y el ingreso constante, el cociente riqueza / ingreso del sector de hogares se eleva.

En la mayoría de las economías sujetas a represión financiera se imponen topes máximos a las tasas de interés no sólo de depósito sino también de préstamo. Además, hay pocos sistemas bancarios competitivos en los países en desarrollo.

Los topes máximos de las tasas de préstamo desalientan la asunción de riesgos por parte de las instituciones financieras, no se pueden cobrar primas de riesgo cuando los topes máximos son obligatorios y efectivos.

En un régimen de crédito selectivo o dirigido, se requiere de los bancos que asignen porcentajes mínimos de sus carteras de activos a préstamos a los sectores prioritarios de la economía, a tasas de interés de préstamo subsidiadas. Las altas tasas de incumplimiento y mora, reducen la flexibilidad e incrementan la fragilidad de los sistemas financieros. De ahí que las teorías de la represión recomienden elevar las tasas de interés institucionales o reducir la tasa de inflación que estimule el crecimiento del ahorro y por tanto, la disponibilidad de recursos para financiar nuevas inversiones que estimulen el desarrollo económico.²⁶

Al respecto, Cho demuestra que abolir los controles de las tasas de interés y permitir la libre entrada al sistema bancario puede resultar insuficiente para maximizar la eficiencia de la inversión. Si los bancos se ven perjudicados por el

²⁶ Fry define el desarrollo económico como, la reducción de la gran dispersión de las tasas de rentabilidad social de las existentes y nuevas inversiones bajo control empresarial interno.

problema de selección adversa analizado por Stiglitz y Weiss (1981) pueden mantener las tasas de préstamo por debajo de la tasa a la que podrían prestarse todos los fondos, con el fin de reducir la probabilidad de otorgar préstamos potencialmente incobrables.

McKinnon analiza el modo en el que la tasa de interés real para depósitos afecta el ahorro, la inversión y el crecimiento se basa implícitamente en un modelo de dinero externo que se fundamenta en dos supuestos:

- 1) Todas las unidades económicas están atendidas al autofinanciamiento.
- 2) El concepto de indivisibilidad es de suma importancia en materia de inversión.

Shaw sostiene que la incrementada intermediación financiera entre ahorradores e inversionistas resultante de la liberalización financiera y del desarrollo financiero, aumenta los incentivos para ahorrar e invertir, y eleva la eficiencia promedio de la inversión.

El enfoque de la intermediación de la deuda está fuertemente arraigado al modelo de dinero interno: $(M/P) = f(Y, v, d - \pi^e)$, donde v es un vector de los costos de oportunidad, en términos reales de mantener dinero.

En resumen el modelo de McKinnon debe interpretarse como un modelo de dinero interno, en el que hay restricciones e indivisibilidades de préstamo. McKinnon afirma que todas las unidades económicas están atendidas al autofinanciamiento, sin que sea preciso distinguir entre ahorradores e inversionistas.

Sin embargo, diversos autores han hecho aportaciones y extensiones al modelo propuesto por McKinnon y Shaw.

Kapur y Mathieson desarrollan modelos de economía abierta para países financieramente reprimidos. El tipo de cambio se convierte en un instrumento

adicional de política, en ese modelo se permite que el tipo de cambio se desvíe de la paridad del poder adquisitivo.

Kapur añade a su modelo de economía cerrada una función de producción para el capital trabajo, que está compuesta por los insumos internos de capital de trabajo y los insumos importados, que se combinan en su relación minimizadora de costos, que incluye: el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real.

El modelo de economía abierta de Kapur incluye tres variables programadas (tipo de cambio real, velocidad e inflación) y tres instrumentos de política para lograr sus valores programados: tasa de interés de depósitos, tasa crecimiento monetario y la tasa de crecimiento de la tasa de interés real. Los objetivos del gobierno son crear un saldo comercial no negativo, bajar la inflación y elevar la tasa de crecimiento económico. El proceso de transición para minimizar la función de pérdidas implica variaciones discretas y continuas de: tasa de interés de depósitos, tasa crecimiento monetario y la tasa de crecimiento de la tasa de interés real.

Kapur muestra que no resulta necesariamente óptimo devaluar inicialmente el tipo de cambio nominal en toda la medida requerida por la balanza comercial en la nueva situación estable. Esa clase de devaluaciones podría producir un exceso de flujos de capital a corto plazo. Por una parte, una elevada tasa de depreciación durante el periodo de transición reduce el crecimiento, por otra parte, un alto valor de la tasa de crecimiento del tipo de cambio real permite un elevado valor de la tasa de depósitos, puesto que el tipo de cambio real parte de un valor muy inferior a su valor programado y la tasa de rendimiento del capital trabajo está inversamente relacionada con la tasa de interés real.

La tasa de variación del tipo de cambio nominal es la única fuente de ajuste dinámico del modelo. En este caso la inflación es la tasa de variación del precio de los bienes internos. La demanda agregada del producto interno es una función del ingreso interno (Y), el ingreso externo (Y_t), la inflación esperada y la relación entre

el precio de los bienes internos (P) y el de los bienes externos, convertida en unidades monetarias internas por medio del tipo de cambio.

Mathieson demuestra que se puede emprender la estabilización de precios mediante un aumento inicial discreto de la tasa de depósitos y la tasa de interés nominal para préstamos, una sobredevaluación de tipo de cambio nominal y una baja de la tasa de crecimiento del efectivo interno. El efecto inmediato es una brusca subida del crecimiento, como resultado de la liberalización financiera.

Después de esas variaciones discretas, la economía puede aproximarse a su situación estable por medio de una apreciación gradual del tipo de cambio, una reducción gradual de la tasa de depósitos y la tasa de interés nominal para préstamos y un incremento paulatino del efectivo interno, a una tasa inferior a la tasa de crecimiento monetario. Como resultado, el crecimiento puede declinar gradualmente durante el periodo de transición hacia su valor de situación estable. La tasa de inflación se aminorará y la balanza de pagos volverá al equilibrio después de producirse, durante el periodo de transición, los flujos de capital generados por el adecuado control de efectivo interno.

Que el crecimiento económico pueda registrar una magnitud superior a su valor de situación estable se debe a la política cambiaria. La inicial sobredevaluación de la moneda nacional produce expectativas de una subsiguiente apreciación del tipo de cambio real. Con niveles dados de tasa de interés de préstamos, una declinación de la esperada depreciación nominal acrecienta la demanda de depósitos.

Cuanto mayor sea la sobredevaluación, más elevada será la tasa de inflación interna, debido a la mayor demanda agregada de bienes internos. La inflación más alta reduce el crecimiento, al aumentar la diferencia entre la tasa de interés de depósitos y préstamos, como consecuencia del impuesto inflacionario que representan las reservas bancarias no devengadoras de intereses. Por consiguiente, existe un grado óptimo de sobrevaluación que permite que el efecto de un menor valor de la tasa de variación del tipo de cambio nominal sobre la tasa

de depósitos quede exactamente compensado por el efecto de un mayor valor de la inflación esperada sobre la tasa de depósitos y préstamos, de tal modo que se minimiza la tasa de préstamos menos la inflación esperada.

En el modelo de Kapur, la demanda de préstamos es infinitamente elástica a la tasa nominal de préstamos. En consecuencia, el efecto inflacionario que se percibe por conducto de las reservas bancarias recae enteramente en los depósitos. En el modelo de Mathieson, la demanda de préstamos no es infinitamente elástica. Un valor más alto de la diferencia entre la tasa de préstamos menos la inflación, reduce la acumulación de capital y, por lo tanto, el crecimiento económico.

3.4. Liberalización financiera.

Los mercados financieros del mundo están inmersos en una reciente competencia en el marco de la desregulación y la liberalización financieras, sin que éstas se reflejen en una mayor eficiencia en el financiamiento de la actividad productiva y en la promoción de mayores tasas de crecimiento económico. Los mercados financieros liberados han sido inestables y su fragilidad financiera se ha convertido en crisis financieras y bancarias recurrentes en más de 130 países.

El paso de mercados "reprimidos" a mercados liberados no ha conducido ni al incremento del ahorro, la inversión y el crecimiento, ni al descenso de las tasas de interés reales en las mayores economías, como se argumentaba.

La insuficiencia del crecimiento económico en los años ochenta y noventa, para el caso de las economías más importantes, junto con la creciente fragilidad financiera, han conducido a mayores esfuerzos en materia de innovación financiera a fin de fortalecer la cobertura contra los riesgos y la rentabilidad de los activos financieros.

Desde la quiebra de Bretton Woods es posible identificar tres grandes etapas de la transformación de los mercados financieros:

i) desde principios de los años setenta hasta la crisis de la deuda de 1982, fase caracterizada por elevadas tasas de inflación y bajas tasas reales de interés, crece muy rápidamente el crédito bancario en los mercados locales y en el internacional. Dicho crédito es principalmente de corto y mediano plazos y a tasas de interés variable. Son los años en los que el endeudamiento público latinoamericano estaba en auge. El fondeo de los intermediarios financieros cambió hacia el mercado interbancario, mientras que se abandonan las políticas de control de cambios y de tasas de interés;

ii) transcurre desde la crisis de deuda hasta finales de los años ochenta y se caracteriza por procesos de control de la inflación en las mayores economías y significativos descensos de ésta con elevado crecimiento del endeudamiento de los estados nacionales (Chapoy, 2000). La titulación del crédito se convierte en la base para flexibilizar el manejo de los balances bancarios al liberar activos comprometidos de bajo rendimiento. La frontera entre los bancos comerciales y de inversión va dejando de existir al ritmo de la propia titulación del crédito; los fondos de inversión cobran gran importancia tanto para la administración del balance de los bancos, como para mantener la rentabilidad de los activos financieros de toda clase; y

iii) se ubica desde fines de los años ochenta, cuando se presenta la restricción financiera en Estados Unidos, hasta nuestros días (Correa, 1999). Se caracteriza por una amplia difusión de los productos derivados, lo que da lugar a una enorme liquidez en manos privadas frente a mayores niveles de sobreendeudamiento. La desregulación financiera se convierte en detonante para revertir los efectos deflacionarios del sobreendeudamiento en la economía estadounidense, permitiendo altos rendimientos financieros de los activos en poder de los fondos de inversión. Las crisis financieras mexicana de 1994 y del Sudeste Asiático de 1997 caracterizan a esta etapa como una en la que la inestabilidad creciente en los llamados mercados emergentes comprueba el traslado de las tendencias deflacionarias con una extensa destrucción de capacidades productivas nacionales y una redistribución en la propiedad de los activos.

Es indudable que el sistema financiero ha sido sujeto de reformas y cambios estructurales en los últimos 25 años, entre los cuales pueden citarse:

1) El acortamiento de los plazos en depósitos e instrumentos financieros, con el desarrollo de un activo mercado secundario de títulos que ha conducido a desdibujar la distinción entre las nociones de circulante.

2) El cambio en los fondos bancarios a pasivos con remuneración y procedentes principalmente de los mercados monetarios. El crecimiento de la titulación del crédito, así como el crecimiento de las operaciones fuera de balance de los bancos, en particular con el uso de instrumentos derivados y la administración y el comercio de títulos. Todo ello ha cambiado la estructura de los ingresos de los bancos desde los márgenes hacia las comisiones.

3) Gradualmente han desaparecido las fronteras que separaban a la banca de depósito de la de inversión. Al tiempo que la actividad en los mercados de dinero y capitales se fortalece, el crédito declina en los mercados y crece la actividad de los fondos de inversión con un alto grado de concentración de activos financieros en manos de unos cuantos administradores que pueden mover grandes volúmenes de activos en muy corto plazo, desestabilizando monedas y economías.

4) El volumen de las transacciones financieras han crecido a un ritmo acelerado. El creciente desarrollo de las operaciones bancarias fuera de balance ha estrechado los vínculos entre los intermediarios financieros, concentrándose aún más el manejo de los mercados, con una importante tendencia al fortalecimiento de conglomerados financieros.

5) Los problemas de supervisión financiera se han vuelto mucho más complejos, mientras que la calificación de los niveles de riesgo y las posibilidades de intervención de las autoridades financieras se tornan más difíciles.

6) La deuda de los gobiernos ha sido determinante para el crecimiento de los activos financieros, y las tasas de interés ofrecidas por esos títulos son el instrumento privilegiado para lograr objetivos en materia cambiaria.

7) La incapacidad creciente de los estados nacionales para regular la actividad de grandes conglomerados financieros, y para supervisar los niveles de riesgo de sus distintas operaciones.

En las actuales tendencias a la globalización financiera urgen nuevas fórmulas de regulación nacionales e internacionales para estabilizar las economías y alcanzar ritmos de crecimiento económico estables en el largo plazo.

En el ámbito interno mexicano, dada la nueva estructura financiera y el acelerado crecimiento de la deuda pública, vía flujos de capitales externos de corto plazo, en valores y bonos gubernamentales en los mercados financieros internacionales, configuró una estructura económica frágil, ya que dependía de la permanencia y estabilidad de dichos flujos, situación que queda como evidencia en diciembre de 1994, cuando el tipo de cambio se devalúa: déficit externo, déficit público, desempleo, inflación, concentración de la riqueza, etc (Chapoy, 1998).

CAPÍTULO II.

LIBERALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES Y DESREGULACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO

CAPÍTULO II

LIBERALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES Y DESREGULACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO

1. De la represión a la globalización financiera.

El análisis de los flujos de capital tomó importancia en la década de los años ochenta, cuando los países en desarrollo entre ellos los del sudeste asiático y los latinoamericanos, aplicaron políticas de desregulación financiera. En este sentido, los altos volúmenes de recursos externos, en particular de corto plazo que fluyeron hacia estos países, fueron alentados por dichas políticas (Manrique, 2000).

Las crisis de la década de los noventa demostraron que la regulación bancaria cumplió un papel decisivo en la implementación de los senderos de crecimiento de las economías desarrolladas. En efecto, el nuevo orden monetario que prevaleció durante el período de guerras, y que se sustentaba en la moneda fiduciaria administrada por el Estado (dinero crediticio), cumplió un papel fundamental en el *boom* de la posguerra. Al asegurar la oferta elástica de la moneda con tasas de interés bajas, las autoridades monetarias de los principales países industrializados permitieron el incremento de los gastos financiados por endeudamiento, que alentaron a su vez la inversión en el sector industrial. Esta fue la etapa de la consolidación de la estructura institucional que permitió la expansión del "consumo social", que los regulacionistas llamaron el régimen de "acumulación fordista" (Guttman, 1999). Sin embargo, durante los últimos veinticinco años, las actividades financieras, y en particular, el fondeo y el financiamiento de la inversión han cambiado de manera radical.

En este apartado nos proponemos revisar dicho cambio; para ello lo hemos dividido en tres apartados. El primero, que corresponde al régimen monetario que favorecía el crecimiento, y que culminó en los años setenta en un nuevo tipo de crisis estructural conocida con el nombre de "estanflación". La segunda etapa, se caracteriza por una expansión del dinero crediticio o dinero bancario (moneda

privada), como consecuencia del proceso de desregulación financiera que provocó un cambio estructural en el sistema de crédito: las tasas de interés elevadas se transformaron en el nuevo mecanismo de regulación de las actividades de inversión. Por último, la tercera etapa que está marcada por la titularización de los valores que estimuló el crecimiento extraordinario del "capital ficticio", una forma de capital que engendra ingresos financieros gracias al intercambio de carácter especulativo de activos-papel²⁷ (Manrique, 2000).

1.1. Crédito y estanflación (1950-1978).

La moneda tiene un papel fundamental en nuestro sistema económico. Todas las actividades orientadas hacia el crecimiento necesitan la presencia de agentes dispuestos a gastar dinero hoy con el objetivo de ganar más en el futuro. La moneda es la representante del ingreso y de la oferta más pura del capital. La moneda como tal posee dualidad de cualidades y características intrínsecamente contradictorias. Por un lado, la moneda es un bien público cuya circulación sin obstáculos y su valor estable procuran importantes ventajas sociales; por otro, la moneda posee las características inherentes a una mercancía privada²⁸.

Durante el período del patrón oro, la relación de convertibilidad entre las diferentes manifestaciones de la moneda (billetes, cheques, etc) y las reservas en oro a nivel mundial impusieron una disciplina monetaria automática a los agentes económicos y a los países. Cuando el fuerte dominio de la moneda-mercancía llegó a su fin en 1931 con el derrumbe del patrón oro, los dirigentes políticos de la época, iniciaron las reformas sobre la moneda y el sistema bancario, se conformó un sistema monetario mucho más flexible, fundado en el dinero crediticio. Sistema que rápidamente se transformó en uno de los pilares institucionales del naciente régimen de acumulación "fordista". El objetivo principal de estas reformas era liberar a la moneda del "límite metálico" que representaba el oro. Así, la emisión

²⁷ Ingreso financiero se define como el interés sobre préstamos y colocaciones, las plusvalías sobre ventas y títulos, las comisiones, las tarifas etc.

²⁸ En este caso, la mayor parte de las formas bajo las cuales se manifiesta la moneda en nuestros días (i.e. los cheques) están emitidas por bancos comerciales en ocasión de operaciones de préstamo y, por lo tanto, están sometidas a sus objetivos de ganancia.

de moneda estuvo ligada en adelante a la extensión del crédito en el sistema bancario²⁹. El banco central alimentaba a los bancos comerciales con moneda fiduciaria garantizada por sus reservas, con el fin de satisfacer la demanda pública de moneda.

La regulación endógena de la moneda, por medio de una mercancía determinada y el juego del mercado, dejó su lugar a una regulación controlada por el Estado de modo discrecional. Los bancos centrales, podían actuar directamente sobre la oferta de moneda, modificando la cantidad de moneda en circulación, o indirectamente regulando las actividades de creación monetaria de los bancos comerciales. Mientras el nuevo sistema monetario elevaba a un papel central la moneda privada de los bancos, también contrabalanceaba la naturaleza fundamentalmente inestable de la creación monetaria motivada por la ganancia de los bancos comerciales, mediante un conjunto complejo de regulaciones que aportaban a los bancos comerciales de otros intermediarios financieros y que, contrariamente a las prácticas de otros países industrializados, les impedían fuertemente el acceso a los mercados de obligaciones del país.³⁰

Cuando los bancos eran amenazados por la insolvencia, el gobierno ponía en práctica diversos mecanismos de prestamista en última instancia, evitando así que los accidentes financieros se propagaran al punto de perturbar gravemente la actividad económica. Esta administración flexible del dinero crediticio condujo a la creación de un sistema bancario capaz de financiar de modo continuo los gastos de los prestatarios por encima de los recursos propios. La monetización de las deudas fue uno de los pilares institucionales del *boom* de los años 1950 y 1960, ya que permitió tanto el financiamiento del déficit presupuestario continuo como el de las inversiones necesarias para la difusión de las tecnologías de producción, incluso el de las normas sociales del consumo de bienes caros como las casas y automóviles.

²⁹ Ya sea por la emisión por parte del estado, bajo la forma de billetes y de monedas, o bien de los bancos privados, bajo la forma de operaciones de depósitos con el privilegio de la utilización de chequeras.

³⁰ Este era el caso de Estados Unidos.

Estos equilibrios administrados por el Estado comenzaron su declive hacia finales de los años sesenta, momento en que la rentabilidad de las empresas norteamericanas bajaba, y la lentitud en el crecimiento de la productividad conducía a un estancamiento prolongado de los salarios. En este contexto, se desarrollaron dos mecanismos de desestabilización, con efectos acumulativos: *i)* El estancamiento de los salarios y de las ganancias, que incitó a los productores y a los consumidores a compensar lo que no recibían como ingreso, recurriendo de manera significativa a la toma de préstamos. Los bancos por su parte crearon depósitos de corto plazo con el objetivo de acrecentar su capacidad de otorgamiento de crédito por encima del nivel obligatorio de los depósitos controlado por el Estado, dando como resultado el crecimiento de la financiación vía endeudamiento y ; *ii)* En los años setenta, se experimentó un inflación progresiva, al mismo tiempo que aumentaba el desempleo, la causa principal fue el importante papel del gobierno en la economía, en particular su déficit presupuestario y su papel como prestamista en última instancia, todo ello sumado a los efectos de la expansión del dinero crediticio sobre el consumo (Grier, 1998).

Durante la segunda mitad de los años sesenta, y a principios de los años setenta, importantes cantidades de crédito a tasas relativamente bajas, ayudaron al mantenimiento de los niveles de gasto, con lo que compensa los costos unitarios crecientes sin recurrir a aumentos en los precios de los productos finales, a modo de proteger sus márgenes de ganancias. Así, las firmas al encontrarse con un mercado fuerte como para imponer aumentos en el precio de sus productos por encima del promedio, podían incrementar sus ganancias.

Así, el "relajamiento" de la restricción monetaria basado en la inflación, benefició al capital industrial pero afectó al capital financiero³¹. En efecto, la inflación perjudicaba a los prestamistas, dado que los deudores podían reembolsar sus deudas con un dólar devaluado, mientras que los acreedores no podían compensar estas pérdidas con aumentos sustanciales de las tasas de interés, a causa de las políticas de "dinero fácil" de los bancos centrales.

El debilitamiento del capital financiero entre 1966 y 1973 como consecuencia de la estanflación, minó el marco de la regulación relativa a la moneda y al sistema bancario vigente. Un dólar sobrevaluado, provocó una serie de ataques especulativos que obligaron a las autoridades en 1971, a suspender la garantía de convertibilidad automática entre el oro y el dólar, después de abandonar el sistema de cambios fijos. Ante la depreciación rápida del dólar, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) decidió en 1979 poner fin a la época de tasas de interés bajas, trayendo consigo una desaceleración del crecimiento de la oferta de dinero. Asimismo, se eliminaron los topes para los depósitos bancarios y los préstamos, esto como consecuencia del retiro de depósitos de las cuentas bancarias reguladas y de bajo rendimiento.

Cuando en los años setenta, los bancos centrales se vieron obligados, por la estanflación, a abandonar la regulación por el Estado de los precios de la moneda, aquéllos perdieron los instrumentos que les permitían controlar de la manera más eficaz, los aspectos contradictorios de la moneda, en una perspectiva de promoción del crecimiento. Los nuevos mecanismos que entonces regirían a partir de este proceso serán: i) la desregulación de la moneda, las tasas de interés elevadas como nuevo mecanismo de regulación y; ii) la titularización del crédito.

³¹ La inflación implicaba dos movimientos de precios opuestos: el aumento de los precios de los productos terminados industriales y, como consecuencia del alza de las tasas de interés nominales, una caída de los precios de los activos financieros. Cuando las tasas de interés aumentan, los flujos de ingresos futuros son descontados más frecuentemente, de modo que su valor actual, que determina el valor de mercado de los títulos, cae. Además, el alza de las tasas de interés aumenta el costo de los préstamos para aquellos que compran títulos mediante el recurso al crédito llamado "de margen", lo que disminuye entonces la demanda de acciones, de obligaciones y de otros instrumentos financieros. Los costos más elevados del servicio de la deuda tienen un efecto negativo sobre las provisiones de ganancia de las sociedades, trayendo consigo una caída de la cotización bursátil de los títulos de las sociedades que cotizan en bolsa. Las acciones están afectadas de modo negativo por las tasas de interés en alza, pues aquellas vuelven más interesantes a las obligaciones en relación a las acciones.

1.2. La liberalización del crédito (1979-1990).

En un ambiente de liberalización financiera, los bancos empezaron a emitir títulos de deuda (certificados de depósitos) para alimentar la creación monetaria y la extensión del crédito, por encima del límite de los depósitos controlados por el Estado³². Paralelamente, se desarrollaron procesos que alimentaron el incremento de la liquidez a nivel internacional, entre ellos están los siguientes:

a) En la década de los 1960, una cantidad de bancos que operaban fuera de los EUA comenzaron a ofrecer depósitos y préstamos en dólares, facilitando la absorción y reciclado de un dólar abundante en el mundo. La consolidación del "mercado de eurodólares", coadyuvó a la expansión del dinero bancario, cuya emisión y circulación en un mercado bancario mundial integrado, quedaba al margen del espacio nacional controlado por los bancos centrales. Con la diversificación del euromercado hacia otras monedas a finales de los años sesenta, éste se volvió un "vector perfecto" para la especulación monetaria, lo que contribuyó a que cayera el sistema Bretton Woods. Además, las restricciones de carácter regulatorio, como los controles de los movimientos del capital e incluso las tasas tope máximas de la FED para los depósitos bancarios nacionales, podían a partir de entonces ser evitadas, reorientando las transacciones bancarias hacia el euromercado que, por definición no estaba regulado.

b) La eliminación a principios de la década de los ochenta, de controles de precios y de las restricciones a la creación de productos financieros que afectaban hasta entonces a los bancos norteamericanos, propició el nacimiento de una nueva generación de depósitos monetarios que proporcionaban interés. Después de las nuevas formas de moneda bancaria,³³ al combinar los motivos transacción y de inversión, provocó que las tasas de interés fueran muy variables, lo que

³² En esta época se da una proliferación importante de nuevas formas de moneda que emanan de los bancos privados. Este fenómeno vuelve más difícil la tarea de los bancos centrales desde el momento en que tratan de garantizar un equilibrio apropiado entre los aspectos contradictorios de la moneda como bien público y como mercancía privada.

³³ Por ejemplo las cuentas NOW (Órdenes Negociables de Retiro); son cuentas que producen interés y sobre las cuales se pueden girar cheques, son emitidas por instituciones de ahorro. Y, las cuentas de depósitos del mercado monetario. LeRoy Miller, Roger, Pulsinelli, Robert W. (1992). Moneda y Banca. Segunda Edición. Ed. Mc Graw Hill. Colombia. Pág. 39

repercute de modo imprevisible, sobre su multiplicador y su velocidad. Esta inestabilidad hizo difícil la precisión del ajuste de los agregados monetarios nacionales por el banco central (Guttman, 1999).

c) El control monopólico del banco central sobre los sistemas de pago (esencial para su capacidad de administración monetaria) originó una expansión rápida de los sistemas de pago privados. Al beneficiarse con la revolución informática y las tecnologías de la comunicación, los consorcios de bancos introdujeron cámaras de compensación automatizadas y transferencias electrónicas de fondos, con el fin de ofrecer a sus clientes una variedad creciente de servicios para la gestión de la liquidez³⁴.

d) La proliferación de formas de dinero y de servicios de pago poco regulados, reforzó la dimensión de la moneda como mercancía privada; incluso la propia moneda se ha vuelto un objeto de innovación de productos sujeta al progreso tecnológico.

e) La introducción de la "moneda cibernética" (*cybercash*), fue posible gracias a los recientes descubrimientos en el ámbito de los *softwares* que garantizan la confidencialidad y la seguridad de las transferencias monetarias efectuadas a través de Internet.³⁵

f) La intensificación del riesgo sistémico vinculado al sector bancario requirió la extensión de las operaciones de prestamista de última instancia por parte del

³⁴ El más importante de los cuales es el gigantesco *Clearinghouse Interbank Payment System* (CHIPS) o Sistema de Compensación de Pagos Interbancarios (SCPI) del euromercado y de otras transacciones internacionales. *Ibid*, Pág. 204

³⁵ El sistema de pagos se volverá cada vez más privado, limitando así la capacidad de los bancos centrales para controlar la creación y la circulación monetarias ya que este tipo de transacciones parecen ejecutarse son que se efectúen transferencias de reservas entre bancos, transferencias que normalmente son administradas por el banco central. El resultado de enormes pérdidas de créditos dudosos provenientes de los préstamos acordados a los promotores inmobiliarios, a los agricultores, a los países en desarrollo, a los montajes financieros para la adquisición de empresas, a los especialistas en títulos de riesgos, así como a los especuladores con títulos públicos, fue que numerosos bancos volvieron a encontrarse en grandes dificultades durante los años 1980.

gobierno norteamericano, a fin de poder hacer frente al creciente número de bancos amenazados por la quiebra.³⁶

En esta nueva arquitectura financiera internacional, la inestabilidad y por tanto, el riesgo sistémico son un peligro constante, que obliga a los gobiernos a establecer un nuevo marco regulatorio que les permita afrontar el desafío de la moneda electrónica y de las actividades bancarias transnacionales.

La desregulación de la moneda, bajo las libres fuerzas del mercado, ha derivado en altos costos sociales y económicos. Por un lado, los precios de los servicios ofrecidos por los bancos aumentaron considerablemente; en otras palabras la moneda bancaria privada se volvió más cara, y en consecuencia, el costo del financiamiento a partir de 1980. Al adoptar el sistema de préstamos con tasas de interés variables, los bancos norteamericanos estuvieron en condiciones de transferir a sus prestatarios una parte importante del riesgo ligado a los precios. Por el otro, ante la disminución de la inversión productiva, el ahorro interno presentó una fuerte contracción, en tanto que la demanda de crédito aumentaba. Pero, ésta se enfrentó al racionamiento bancario, ya que con la liberalización de las tasas de interés en 1979-1980, se transfirió poder a los prestatarios en las relaciones crediticias. Los bancos, así como los tenedores de obligaciones, gravemente afectados por la inflación durante los años setenta y las pérdidas debidas a créditos dudosos durante los años ochenta, reclamaron para sus fondos primas de riesgo y de inflación mucho más elevadas.

Si bien la diferencia entre las tasas de interés nominales y la tasa de inflación (tasa de interés real), es un punto de referencia muy importante para los mercados financieros; lo que realmente importa es la tasa de interés futura, así como otros factores de riesgo esperados por los prestamistas, y contra los cuales ellos quieren estar protegidos cuando abandonan la gestión de su dinero. En efecto, las

³⁶ En EUA, estas extensiones adoptaron las siguientes formas: alza del seguro obligatorio de cobertura de los depósitos, garantías absolutas de salvataje para los bancos más grandes, utilización de posibilidades de préstamos ofrecidos por la Reserva Federal a los bancos norteamericanos como una facilidad de refinanciamiento para aquellos con problemas de caja y, finalmente relajación de las reglas contables y para la fusión de los bancos a fin de facilitar la compra de las instituciones en quiebra por los bancos en buen estado de salud.

tasas de interés reales afectan las relaciones sociales entre acreedores y deudores, pero las expectativas colectivas de una categoría de agentes, los acreedores, ante el horizonte de un futuro incierto, y dada su capacidad impone sus evaluaciones a una segunda categoría de agentes, los deudores.³⁷

La transferencia del poder del mercado trajo consigo una redistribución de los ingresos en detrimento de los salarios y de las ganancias y a favor del interés, profundizando la brecha entre ingreso y distribución de la riqueza patrimonial entre los tenedores de activos financieros y los que no lo poseen. Esta polarización ha impactado negativamente sobre el crecimiento económico y la estabilidad política, ya que afecta a los propietarios de recursos productivos y privilegia a los prestamistas de liquidez financiera que, en el mejor de los casos, están indirectamente vinculados a la creación de valor en el proceso de producción.

En efecto, ante las elevadas tasas de interés que incrementan los costos del servicio de la deuda, los deudores buscarán reducción de costos en otros factores. Las rigideces en los costos fijos, explica en una parte el *downsizing* (deducción del tamaño de la empresa) y la compresión de los salarios y de los costos anexos en muchas empresas norteamericanas durante la última década.

El dinero caro alienta un atesoramiento prudente de la liquidez a causa de los costos de oportunidad que se le asocia. Así, las sociedades norteamericanas redujeron radicalmente el tiempo de renovación de sus *stocks* y aumentaron de modo drástico su capacidad de gestión financiera. Actualmente, los directores financieros de las empresas industriales tienden a mantener una cantidad elevada de dinero bajo la forma de inversiones líquidas³⁸, que son generadoras de ingresos financieros, en lugar de reinvertir esos fondos en la modernización y extensión de las capacidades productivas.

³⁷ Marx (1894) y Keynes (1936), presentaron la idea de que las tasas de interés y la ganancia, dependen de las relaciones de fuerza entre ambas partes del sistema de crédito.

³⁸ Como por ejemplo: eurodólares, fondos de mercados monetarios, etc.

En este sentido, ha quedado demostrado que, las tasas de interés elevadas tienden a deprimir la actividad inversora en la industria³⁹ y a fomentar las actividades especulativas en el sector financiero.

Las tasas de interés elevadas acrecentaron los niveles de activos financieros como fuente alternativa de ingresos durante un período de estancamiento relativo de las ganancias. Este cambio de preferencias en el nivel de las inversiones de los grupos modificó de manera significativa el equilibrio entre los activos financieros y los activos productivos (reales) en las economías. El estancamiento del capital industrial, que alimentó el interés de las empresas hacia los activos financieros, se vio agravado por las altas tasas de interés, que han conformado un círculo vicioso de baja inversión, desocupación y de pobreza creciente.

1.3. Exceso de liquidez e inestabilidad financiera (1990-2000).

El dinero crediticio nace de un préstamo bancario que transfiere signos monetarios de su lugar de emisión a los prestatarios, en cuyas manos se transforma en moneda. Pero este proceso, esto es, las operaciones de depósito y de préstamo de los bancos comerciales, contiene también aspectos de capital ficticio, ya que se crea dinero "fresco" a partir de depósitos que ya existen y circulan en el sistema bancario. La dimensión de capital ficticio del dinero crediticio (crédito) es reforzada por el hecho de que su creación está ligada a la adquisición por el banco central de los títulos de la deuda pública, que procuran a los bancos comerciales un exceso de recursos prestables, que son el punto de partida, la materia prima, para la creación de la moneda bancaria privada.

En el período de crecimiento acelerado, es decir, entre los años cincuenta y sesenta, en los EUA predominó el mecanismo de fondos prestables de dinero crediticio, debido en parte a la separación reglamentaria entre los bancos

³⁹ Las tasas de interés reales elevadas de los años 1980 y de principios de los años 1990 fueron un fenómeno mundial. Osler (1994) demostró que las tasas elevadas redijeron la inversión privada de los principales países industrializados. De acuerdo con sus estimaciones, las tasas de interés reales elevadas redujeron la oferta en los países del G7 (excluyendo a los Estados Unidos) según un intervalo situado entre el 2.5% y el 4.5% en promedio anual entre 1990 y 1993.

comerciales y los mercados de títulos. En el período inflacionario de los años 1970, los préstamos bancarios presentaron un crecimiento rápido, pues de ellos dependía el mantenimiento de los niveles de gasto, en un contexto de estancamiento de los ingresos que permitió alimentar el proceso de acumulación del capital industrial, mientras que los mercados de acciones y de obligaciones declinaban a causa del efecto negativo del alza de las tasas de interés nominales sobre el precio de los títulos⁴⁰. Así, la expansión de los mercados financieros después de 1990, fue estimulada por el crecimiento de las reestructuraciones industriales a través de las fusiones y adquisiciones, que se llevaron a cabo en el mercado bursátil.

Las innovaciones financieras, tales como las obligaciones de alto rendimiento y alto riesgo, las colocaciones de obligaciones privadas y las transacciones financieras mayoristas acrecentaron considerablemente el acceso de las sociedades a los mercados financieros como fuente de capitales. Los títulos también se vieron estimulados por la revolución informática y las tecnologías de las comunicaciones. Revolución que rompió con el monopolio de información de los bancos, haciendo mucho más accesibles los datos de las sociedades y del mercado y mejorando la eficacia de los mercados financieros en términos de volumen y de velocidad. Este desplazamiento de las preferencias en beneficio de los títulos y en detrimento de los préstamos, debilitó la posición de los bancos comerciales en el sistema de crédito, beneficiando a las instituciones financieras fuertemente comprometidas en los mercados de títulos, en especial las sociedades de inversión colectiva y los fondos de pensión.

Ante esta situación, los bancos comerciales iniciaron un proceso de titularización del crédito hacia finales de la década de los ochenta. En primer lugar, los bancos invirtieron cada vez más recursos en títulos. En segundo, iniciaron una transformación de sus préstamos en títulos, lo que les da una doble ventaja: compartir el riesgo con otros y acelerar la rotación de sus fondos prestables.

⁴⁰ El estancamiento también hizo desconfiados a los proveedores de préstamos a largo plazo a causa del carácter poco líquido de esos últimos y de los riesgos relacionados a ellos.

Además, recurrieron a medios indirectos para aprovechar el *boom* en los mercados de títulos, al fondear a los inversores e intermediarios financieros que operaban en esos mercados. Así, los bancos comerciales han evadido las restricciones reglamentarias, de tal forma que administran y realizan actividades de bancos de inversión⁴¹.

Estas operaciones han permitido que: i) Una gran cantidad de dinero "fresco" se canalizara hacia el financiamiento de los mercados de títulos, a través de la apertura de créditos bancarios renovables y de líneas de crédito a los inversores institucionales, a los corredores de Bolsa, a los bancos de negocios que garantizan la firma de las nuevas emisiones de títulos, así como a los propios emisores; ii) Al procurar fondos a los diferentes operadores del mercado y al comprar ellos mismos una cantidad más grande de títulos, los bancos hicieron que muchos mercados financieros se volvieran más líquidos y, por tanto, más seguros; iii) Sus ofertas de fondos facilitaron también la compra de títulos financieros por endeudamiento; y iv) Los bancos comerciales han aceptado la utilización de títulos como garantía de los préstamos para el financiamiento de la compra de títulos suplementarios.⁴²

La expansión del proceso de titularización, permitió que los productos derivados se transformaran en una fuente muy importante de ingreso para los grandes bancos pertenecientes al grupo restringido de los *money-center banks*. La gran flexibilidad de los productos derivados transformó la especulación; al comienzo era un fenómeno ocasional, que se producía normalmente en los momentos de aceleración de la inflación durante los períodos de *boom*, susceptible de derrumbarse cuando el ciclo se invertía. Pero, paulatinamente se convirtió en una actividad independiente del proceso cíclico, al representar una fuente importante de ingreso para las empresas, las instituciones financieras y los ahorradores

⁴¹ Estas actividades generan comisiones que tienden a ser mucho más estables que el ingreso proveniente de los intereses, como las ganancias vinculadas a las transacciones financieras, que son altamente volátiles pero potencialmente muy lucrativas. Ambas fuentes de ingresos se volvieron en todos lados muy importantes para los bancos comerciales (Correa, 1992).

⁴² Esta práctica llamada *pyramiding*, permite que los inversores financieros efectuar transacciones considerables con un aporte muy escaso de capital propio.

individuales. La especulación financiera, que representa el tipo de inversión que está en la base del actual crecimiento económico explosivo del capital ficticio, supone la compra y la venta de títulos con el fin de obtener las plusvalías resultantes de la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra.

En este sentido, los tipos de cambio flexibles, estimularon la expansión de los mercados de derivados, pues las instituciones financieras transformaron el mercado volátil en un lugar para operaciones de cobertura y de especulación a gran escala, llevadas a cabo tanto por contratos de divisas a término como por el mercado interbancario mundial ligado al CHIPS. Dicha expansión es uno de los factores que ha disminuido la capacidad de los bancos centrales para defender sus monedas contra ataques especulativos.

Antes de la desregulación financiera, el capital de préstamo dependía directamente de las ganancias industriales y de los ingresos de los otros tomadores de préstamos, siendo el interés sólo una fracción de estos ingresos.⁴³ Actualmente, los especuladores pueden obtener ganancias incluso de los títulos o de los precios de las divisas en declinación, por poco que hayan anticipado tal declinación y hayan adoptado las estrategias apropiadas. El mayor peligro que ha creado el capital ficticio son las reacciones colectivas; esto es, una vez que los operadores reciben informaciones que interpretan negativamente, tienen tendencia a reaccionar en demasía y, a adoptar simultáneamente el mismo comportamiento.

La destrucción del capital ficticio se puede hacer a través de una deflación masiva de activos, pero la desvalorización de este tipo de capital se puede extender al capital de préstamo y al capital industrial. Al respecto, basta recordar los impactos mundiales del crack bursátil de 1987 o las repercusiones mundiales de la más reciente crisis mexicana.⁴⁴ Estas crisis fueron administradas por los bancos centrales, quienes inyectaron montos elevados de liquidez en los mercados

⁴³ Por el contrario, si el capital ficticio se alimentara de transferencias cuyo origen estuviera en la esfera real de producción, no se identifica con el capital productivo comprometido en la industria

⁴⁴ Salida masiva de capitales de los otros mercados emergentes, acentuación de la crisis del dólar.

financieros, antes de que la ruptura de los circuitos se volviera incontrolable. Este tipo de intervenciones para administrar la crisis, "socializa las pérdidas" repartiéndolas en un espacio social más amplio o extendiéndolas en el tiempo (tal es el caso del Fobaproa ahora IPAB para México) (Manrique, 2000).

2. El nuevo sistema monetario: flujos de capitales e inestabilidad financiera

Los críticos del sistema de flotación sostienen que éste se ha caracterizado por la inestabilidad e imprevisibilidad de los mismos, y por graves y frecuentes desalineaciones⁴⁵ de los tipos de cambio entre las principales monedas. Por el contrario, los defensores de ese sistema afirman que la inestabilidad y la falta de ordenamiento han sido consecuencia de una política económica internacional errónea y mal coordinada, fundamentalmente de las políticas fiscales y monetarias.

Los desajustes e inestabilidad bajo el régimen de tipos de cambio flexibles, también obedecieron a la evolución desfavorable de la economía mundial y a la ineficaz supervisión ejercida por el Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre los grandes países industriales, lo que agrava la asimetría del ajuste internacional. Esta situación ha dado lugar a una deficiente asignación del capital (se orienta a la especulación en vez de a las actividades productivas) y a la ampliación de los desequilibrios en las balanzas de pagos, en proporciones que ponen en peligro el crecimiento económico mundial y la estabilidad financiera.

Para alcanzar cierta estabilidad y una mayor disciplina cambiaria en una perspectiva de largo plazo, varios expertos han formulado diversas propuestas de reforma al Sistema Monetario Internacional (SMI).⁴⁶ Algunos teóricos consideran

⁴⁵ Existen dos clases de variabilidad de los tipos de cambio: a) la volatilidad, que consiste en la variabilidad de un día a otro, o de un mes a otro, lo cual es una característica de los precios de cualquier activo y, b) la desalineación, que es la desviación persistente respecto de su nivel competitivo a largo plazo.

⁴⁶ Entre estas propuestas pueden estar por ejemplo: las uniones monetarias y las zonas meta. Una unión monetaria es un acuerdo entre un grupo de países de fijar irrevocablemente sus tipos de cambio a otro y permitir la completa integración de sus mercados financiero y bancario (Mundell, 1961). Las zonas meta es un sistema intermedio entre el régimen de tipos de cambio fijos y de tipos de cambio flexibles (Chapoy, 2001).

que el SMI debe facilitar el financiamiento del desarrollo económico de los diferentes países y fomentar el crecimiento equilibrado del comercio mundial, la estabilidad financiera⁴⁷, el destino y aplicación eficiente de los recursos financieros mundiales, incluido el ahorro mundial, en condiciones de inflación moderada. Además, debe propiciar una equitativa distribución del ingreso y de la riqueza.

El actual sistema no ha contribuido de manera importante a la ejecución de programas económicos nacionales que favorezcan un crecimiento económico internacional estable; por el contrario, han sometido a las economías en desarrollo a políticas de ajuste que agravaron sus desequilibrios estructurales. El SMI debe ser objeto de reformas, las cuales no pueden reducirse a medidas relativas al tipo de cambio o de las reservas monetarias internacionales (o activos de reserva) con las cuales se realizan los pagos de las transacciones internacionales, sino que debe estimular mecanismos de comercio y pagos que favorezcan la expansión del comercio internacional.

Las crisis económicas mundiales de los años noventa, las más graves y complejas desde el fin de la segunda guerra mundial, cuyas manifestaciones más visibles se dan en los mercados monetarios y financieros, pero que repercuten en todos los ámbitos de la vida económica y social de los países, han hecho surgir el interés por analizar la importancia y responsabilidad que tiene el actual sistema monetario y financiero internacional, así como los ajustes que deben hacerse en el mismo.

Cuando los gobiernos llevan a cabo una política de moneda fuerte, basada en tasas de interés elevadas y en la austeridad presupuestaria, afectan desfavorablemente las condiciones de acumulación de capital industrial. Tal política impone enormes presiones deflacionarias en los mercados de productos finales y de insumos. Esto puede obligar a una reestructuración industrial acelerada, con un elevado nivel de desempleo estructural y de un estancamiento de los ingresos no financieros. Las políticas de "moneda fuerte" inhiben las

⁴⁷ Situación en la cual mediante el empleo de técnicas monetarias, fiscales y de otro tipo se evita la inflación exagerada, o su contrario, la deflación.

inversiones de largo plazo en formación de la mano de obra, la organización de las empresas, la investigación tecnológica y las nuevas estructuras industriales, todas ellas esenciales para un crecimiento sostenido. Debe reconocerse que la desregulación de la moneda y del sistema bancario aumentó la inestabilidad financiera, con efectos negativos sobre el crecimiento económico y el empleo.

Los diferenciales en los tipos de interés, no son tasas determinadas por el mercado, sino que por lo general son resultado de decisiones de política económica que influyen en su estructura. Empíricamente, se ha constatado que, las divergencias entre las tasas de interés internas y externas provocan movimientos en los flujos de capitales externos los cuales, con frecuencia han sido utilizados como estrategia para abatir la inflación interna o como políticas de "ajuste estructural" condición para que un país participe en el sistema de comercio internacional, es mediante la reducción de las tasas inflacionarias y el equilibrio de los déficit gubernamentales. En el caso de Estados Unidos, en la década de los ochenta, el alza de las tasas tuvo como propósito eliminar la inflación, en tanto que a principios de los noventa, su brusca caída tenía como objetivo restaurar la estabilidad del sistema bancario en condiciones de recesión (Kregel, 1999) .

Carece de suficiente fundamento la tesis de que los flujos de capital basados en el arbitraje, lograrán eliminar los diferenciales de las tasas de interés. Al contrario, el arbitraje fomenta los diferenciales, esto es, no habrá una autoeliminación, sino más bien una "auto refuerzo" que dificultará la búsqueda del ajuste estructural. Dado que se arbitran tasas no establecidas por el mercado, pues son los países desarrollados lo que determinan el nivel de las mismas, sólo si éstas coincidieran en todos los países, se autoeliminarán los flujos, pero esto es imposible debido a que los flujos de arbitraje tradicionales refuerzan estas divergencias, las cuales debilitan cualquier política en ese sentido (Kregel, 1999).

Las recientes crisis financieras han demostrado que los altos flujos de capitales externos son seguidos de un igualmente cuantioso y rápido retiro cuando las

condiciones que lo favorecieron desaparecen o las políticas de ajuste interno son poco sustentables. En el caso de América Latina, el retiro del capital obedeció a la puesta en marcha de una nueva política monetaria en Estados Unidos, que condujo a una notable apreciación del dólar. Por su parte la crisis del régimen monetario europeo se debió a los crecientes déficit fiscal y externo de Italia y el Reino Unido. En tanto que en Asia, obedeció a una combinación de las tasas extranjeras en aumento y a las condiciones de la balanza externa. La insustentabilidad de las políticas internas aplicadas en los países de estas regiones, quedó en evidencia con el retiro de los fondos. Un componente que por lo general acompaña al retiro de los flujos es el descubrimiento de la debilidad estructural en la regulación y vigilancia del sistema bancario (Arias, 2000).

Por otro lado, las grandes entradas de capital propician una saturación de préstamos bancarios, que una vez que se retiran los flujos dan lugar a inestabilidad o al colapso del sistema bancario. Con frecuencia se culpa de esa inestabilidad a la inadecuada regulación nacional del sistema financiero o a la supervisión laxa del cumplimiento de las disposiciones. En las crisis chilena y mexicana, los supervisores y reguladores fueron incapaces de responder con claridad y rapidez a los cambios en la estructura y actividad de los mercados financieros. No existe un solo caso, en países desarrollados o no, en que los grandes incrementos de flujos hacia el sector bancario no hayan conducido a una saturación de préstamos, una caída de la calidad de los activos y un excesivo relajamiento del análisis de riesgo.⁴⁸

El exceso de préstamos es el resultado de repentinos e importantes incrementos de flujos de fondos o de la liberalización de los controles a las áreas susceptibles de recibir créditos. En varias crisis el crecimiento de los créditos bancarios fue resultado del acceso, por vez primera, de los bancos a un área de actividad antes restringida. Los préstamos crecientes sirvieron principalmente para financiar el repentino incremento de los precios de los activos (burbuja de activos). Los

⁴⁸ Esto es tan cierto en la crisis de préstamos sobre bienes raíces de los bancos de Florida en 1927 como en todos los bancos y sociedades de ahorros de Estados Unidos a fines del decenio de los ochenta.

precios de los bienes raíces y de las acciones se elevaron rápidamente en el caso chileno, como ocurrió antes de la irrupción del efecto "tequila", y de la crisis en algunos países asiáticos. En casi todos esos casos, los bancos habían adquirido recientemente el derecho de realizar préstamos sobre propiedades comerciales y residenciales y de invertir en sociedades financieras y empresas con activos. Estas burbujas son una fuente adicional de inestabilidad, ya que los préstamos bancarios están garantizados con el valor de las propiedades. El reciente ingreso de muchos bancos a este mercado, revela la escasa experiencia de los funcionarios bancarios en el avalúo de propiedades; de tal forma que aceptan los precios del mercado, los cuales pueden estar muy por debajo de cualquier estimación confiable de valores de liquidación (Huerta, 1998).

En casi todas las crisis bancarias, el retiro de los flujos de capital dio lugar a un colapso de los sistemas bancarios debido al excesivo nivel de préstamos, a la ampliación del crédito a las sociedades financieras y empresas con activos y a la burbuja asociada a los precios de activos, pero también a la existencia de importantes desequilibrios monetarios en los estados financieros u hojas de balance (Kregel, 1999).

Un factor que difiere significativamente a lo largo de las distintas experiencias es la naturaleza y carácter de los flujos de capital. En la crisis de la deuda de América Latina los préstamos bancarios sindicados constituyeron la forma en que se reciclaron los excedentes petroleros. Después de la crisis de la deuda, los préstamos bancarios prácticamente desaparecieron y se remplazaron por la emisión de bonos con interés fijo. Esto se inició con los bonos *Brady*, y con el tiempo, las emisiones soberanas se utilizaron para pagar las deudas bancarias en circulación. En la crisis por el efecto "tequila", los flujos eran principalmente de cartera, o sea títulos de deuda pública y privada denominados en pesos. La crisis asiática representa el regreso de los préstamos bancarios al mercado mundial de capitales, en una gran proporción de corto plazo. En Chile, los préstamos provinieron de bancos extranjeros y se canalizaron a entidades nacionales. Como vemos, la forma de los préstamos completa el círculo; desde los bancos,

préstamos sindicados y bonos soberanos, a flujos de cartera y nuevamente a préstamos bancarios. Los países asiáticos originalmente tenían altas proporciones de flujos de inversión directa. Después, de la crisis del efecto "tequila", se incrementaron de manera notable los flujos de inversión directa a América Latina (Mendoza, 1998).

Por otro lado, los vencimientos han transitado del corto y mediano plazos (algunos créditos sindicados alcanzaron hasta diez años) a bonos de largo plazo e incluso hasta préstamos a plazo indefinido. Las tasas de interés también pasaron de fijas a flotantes y viceversa; sin embargo, a pesar de esas diferencias, hay un factor constante: la volatilidad de los flujos en periodos de crisis. Las distintas formas de los flujos de capital recibidos por un país no parecen representar una diferencia significativa en el efecto que éstos tienen en las condiciones locales y el subsecuente retiro de esos flujos (Correa, 1992).

A pesar de que las políticas actuales no sólo han contribuido, sino agravado la crisis: La posición oficial es que son resultado de los sistemas financieros débiles y mal regulados, que no permiten aprovechar de manera integral los beneficios de los flujos internacionales de capital. Se ha sugerido que las crisis financieras podrían haberse evitado con una apropiada liberalización secuencial del sistema financiero; sin embargo, 30 años después de la experiencia de Chile, las crisis financieras de los países en desarrollo que integran sus economías al sistema económico mundial, parecen ser más frecuentes y más costosas en términos de producción y empleo. Esto sugiere que existen factores estructurales que van más allá de la simple secuencia de reformas económicas. Cabe señalar que esa "secuencia" es resultado de las políticas oficiales, de las instituciones de préstamo multilaterales y las recomendadas, por los "expertos" de los países industrializados (Jonson; Salim; Darbar y Echeverría, 1997).

Las recientes crisis financieras en los países en desarrollo han ocurrido mientras se remplazaban las regulaciones gubernamentales al comercio exterior, el control y la propiedad de empresas privadas, así como la regulación del sistema

financiero por mecanismos de disciplina de mercado, mediante la privatización de bancos, así como el retiro de regulaciones gubernamentales para su operación.

La secuencia que los expertos consideran adecuada, se inicia con la creación de regulaciones prudentes para las instituciones de supervisión del sistema financiero, previa a la privatización del sector financiero nacional bajo la férula de un banco central autónomo. Al mismo tiempo se disminuye la intervención del gobierno en la economía por medio de la reducción de su tamaño y sus déficit presupuestarios, en tanto que la responsabilidad de la demanda de crecimiento se transfiere a las decisiones de inversión y consumo del sector privado. Para esto se requiere la privatización del sector productivo propiedad o bajo control del Estado y el establecimiento de competencia en el mercado interno. Con esto último, las decisiones de demanda en el mercado nacional se fortalecen mediante la competencia extranjera resultante de la liberalización del comercio de bienes y servicios. El paso final del proceso, la constituye la apertura de los mercados financieros internos a la competencia foránea y la liberación de los flujos de la cuenta de capital. En general, la visión convencional de la secuencia aludida es que la creación de una estructura regulatoria debe preceder a la liberación del sector financiero interno, y la correspondiente a la cuenta de capital debe seguir a la de la cuenta corriente.

3. Desregulación y modernización del sistema financiero mexicano.

En 1975 se inició la promoción del mercado de valores y se promulgó la Ley del Mercado de Valores, que otorgó al mercado bursátil su propio marco jurídico.

Para 1976, después de la devaluación, el mercado de valores empezó a tener un crecimiento significativo, así empezó a desarrollar una política de financiamiento de la inversión, por lo que se promovieron una serie de medidas al fomento bursátil, incluyendo estímulos y exenciones fiscales, destacándose los créditos bancarios, que consiguieron hasta 1978.

Sin embargo, la promoción del mercado bursátil no se apoyó en la emisión de nuevas acciones, sino que se basó en movimientos especulativos del mercado secundario, y la emisión de nuevas acciones coincidió con el desplome bursátil que provocó una fuerte incertidumbre sobre la efectividad de esta fuente generadora de recursos para la inversión (Levy, 2001).

Es decir, faltaron medidas que incrementaran el número de usuarios del mercado de valores, para evitar que un grupo pequeño especulara con los precios de las acciones; y tampoco hubo políticas de fomento al mercado primario mediante el impulso a emisiones de acciones nuevas, mediante reformas impositivas y políticas institucionales destinadas a respaldar dichos instrumentos, en particular si provenían de pequeñas empresas. Por lo tanto, la estructura del fondeo, se basó en el mercado de créditos (Levy, 2001).

Los principales apoyos se centraron en reducciones impositivas (por períodos de cinco y diez años); posteriormente se instrumentaron los Certificados de Promoción Fiscal; y en 1981, se introdujeron nuevas políticas que eximieron a los Grupos Privados Nacionales de pagar impuestos sobre sus dividendos, siempre y cuando fueran reinvertidos. Pese a esto, la inversión privada no creció sustancialmente. Las razones del fracaso de ésta política fueron diversas, entre las principales destacan las relaciones de las grandes empresas con la banca, que fueron desiguales, y no hubo un marco institucional que las rigiera.

Por otra parte, el proceso de liberalización de la tasa de interés culminó con la desregulación financiera, se eliminó el encaje legal y se permitió la participación de inversionistas no residentes en el mercado financiero.

En 1988 se eliminaron los topes de las tasas de interés de las instituciones bancarias, para que éstas fueran fijadas por la oferta y la demanda, esto es, el precio debía ser determinado por las condiciones del mercado. Para 1991, se

eliminó por completo el encaje legal, previo a la desincorporación de la banca comercial del sector público.⁴⁹

La supresión del encaje legal aumentó la disponibilidad de fondos prestables para el sector privado, y se complementó con el otorgamiento de una mayor autonomía de gestión a las instituciones bancarias. Es decir, los bancos comerciales, al no tener que destinar parte de su captación al financiamiento del gasto gubernamental, pudieron ampliar su disponibilidad de créditos y valores para financiar al sector privado. Asimismo, se restituyó a la banca comercial la función de banca de inversión, relegando la actividad bancaria tradicional de emitir activos financieros. Esto modificó el orden de prioridades de la banca comercial, pasando la intermediación bursátil a representar una importante actividad de ésta. (Levy, 2001).

Otras reformas importantes fueron las nuevas directrices para la conformación de conglomerados financieros. A finales de 1989 se reconoció legalmente la conformación de grupos financieros y se autorizó la constitución de agrupaciones con diversos tipos de intermediarios (casas de bolsa, casas de cambio, aseguradoras y agencias de factoraje). En 1992 se permitió la inclusión de bancos comerciales, impidiéndoles fusionarse con empresas no financieras, aunque podían realizar operaciones de factura en su representación.

La desregulación de la actividad bancaria permitió articular los intereses bursátiles y bancarios con lo que se restituye a la banca su característica de universal y se prepara el camino para la reprivatización de la banca comercial, que inició en 1991 y fue vendida a los principales grupos bursátiles (Levy, 2001).

La modificación más importante del mercado bursátil fue la internacionalización de sus operaciones, lo cual permitió a las empresas mexicanas emitir acciones que podrían ser compradas por no residentes mediante fideicomisos, y se autorizó

⁴⁹ La desaparición del encaje legal tuvo sus inicios en 1985, lográndose una reducción considerable en la canalización obligatoria de recursos de los bancos al gobierno; en 1990 se eliminaron los controles a la tasa de interés y a la canalización de los créditos y se estableció un coeficiente de liquidez de 10% en moneda nacional que, en 1991, se eliminó por completo.

la colocación de títulos de empresas mexicanas en el exterior, apareciendo los fondos de inversión mexicanos en otras monedas.

Las reformas en el mercado bursátil tuvieron como objetivo principal, atraer capitales, especialmente foráneos, pero ello se realizó en conjunción con el sector bancario, permitiéndole asegurar sus utilidades independientemente de realizar préstamos, porque podían comprar valores gubernamentales con tasas de rendimientos sustancialmente mayores que los depósitos bancarios, lo cual frenó el desarrollo del mercado de capitales de largo plazo y, especialmente, de fondeo para el sector privado.

La autonomía del Banco de México entró en vigor en 1994, de acuerdo con las autoridades, tuvo como objetivo limitar el financiamiento público para evitar que el Estado incurriera en déficit y mantener una tasa de cambio estable. Dado que el tipo de cambio influye de manera determinante sobre el nivel de precios, el control de éstos debe estar acompañado por políticas de reservas internacionales, para lo cual es necesario tener una estructura adecuada de tasas de interés. Entonces, en condiciones de escasez de divisas, el crédito interno debe adecuarse a las variaciones de las reservas internacionales, lo cual se logra en un mercado competitivo, mediante variaciones de la tasa de interés interbancaria (TIIB), que debe ser mayor que la tasa de interés sobre depósitos bancarios (TDB) y ésta, a su vez, mayor que la tasa de interés de los activos sin riesgo, para así elevar el ahorro financiero y su canalización institucional. En consecuencia, la relación entre las tasas de interés debería ser: $TIIB > TDB > TCETE$ (Mántey, 1996).

La autonomía del Banco de México no logró imponer la anterior estructura de tasas de interés, debido al carácter oligopólico del sector bancario y la autonomía "protegida" del Banco de México. Ello provocó que se ampliara el diferencial entre tasas de interés de los CETES y los depósitos bancarios y se redujera entre la tasa de interés bancaria y los CETES ($TCETES > TDB$) (Levy, 2001).

El gobierno, continuó con la privatización de la economía, al vender las empresas más grandes, esto trajo como consecuencia una extraordinaria reducción del flujo de ingresos del sector público, aunque obtuvo cuantiosos recursos por sus ventas.

Asimismo, se continuó con la apertura comercial que culminó con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), firmado en 1993. Uno de los objetivos de esta política fue reducir la inflación y dinamizar la inversión productiva. Se argumentó que la apertura comercial generaría una competencia entre los bienes transables internos y externos, imponiéndose la "ley de un sólo precio", lo cual posteriormente afectaría a los bienes no transables. Controlada la inflación, la entrada de recursos se dirigiría hacia el sector productivo, aumentando el volumen de inversión y asegurándose su realización debido a la apertura comercial.

CAPÍTULO III.

INVERSIÓN, AHORRO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN MÉXICO 1980-2002

CAPÍTULO III

INVERSIÓN, AHORRO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN MÉXICO 1980-2002.

1. Modernización financiera y formación bruta de capital fijo: 1970-1982.

En este período se dieron las primeras reformas institucionales tendientes a la desregulación económica, entre las principales se encuentran:

- a) En 1973 se emitieron leyes de promoción a la inversión mexicana y se reguló la inversión extranjera directa, y en 1975 se normó la transferencia tecnológica. En otras palabras, el Estado alentó a los grupos privados nacionales para que conformaran grandes consorcios productivos, ligando la estructura productiva con la bancaria.
- b) En 1975 se promulga la Ley del Mercado de Valores, que otorgó al mercado bursátil su propio marco jurídico. Para 1976 el mercado de valores empezó a tener un crecimiento significativo, a través del cual se buscó implantar y desarrollar una política de financiamiento directo a la inversión.
- c) En 1976, entró en vigor la reforma bancaria que respondió a las transformaciones del orden monetario mundial; sin embargo, hasta 1978, empezaron a predominar los bancos múltiples y a desaparecer la banca especializada; el objetivo de la banca múltiple fue ofrecer créditos con diversos plazos que estuvieran protegidos con la captación de recursos del público, para así restituir el fondo "revolvente" y reducir la inestabilidad inherente al crecimiento económico.

1.1. Desaceleración económica: Formación bruta de capital fijo y estructura de la inversión.

El crecimiento económico de México durante el período 1960-1971, fue uno de los más altos en América Latina, mismo que se reflejó en un mayor dinamismo de la formación bruta de capital fijo (FBKF). Ello fue posible al control de precios que

permitió mantener una inflación muy cercana a la de Estados Unidos (menor a un dígito) y tasas de interés con baja variabilidad; situación que se vio favorecida tanto por factores externos como internos. En el caso de los primeros, la ausencia de especulación en el mercado internacional de capitales, y respecto a los internos, la política económica que fomentó la generación de altas tasas de rentabilidad para la acumulación de capital privado, cumplió con un papel importante.

Para los primeros años de la década de los setenta, esta situación internacional había cambiado radicalmente. La expansión de la oferta de los recursos privados internacionales de corto plazo y la transformación del régimen cambiario de paridad fija a flotante, generó fuertes variaciones en las tasas de interés externas, lo que terminó por debilitar el modelo de acumulación dominante en México (sustitución de importaciones). En este contexto, las tasas de interés nominales internas de los CETES se elevaron, pasando de 4.2% en 1979 al 12.8% en 1982; en tanto que la inflación se disparó de 20.0% a 99.0% en los mismos años, dando como resultado tasas negativas de interés reales. Previo a la devaluación de 1982, se dio una masiva salida de capitales, que junto con el aumento de las tasas de interés externas y la restricción del crédito internacional provocaron la crisis de 1982 (ver cuadro 1.).

En el período de estudio se conservaron los mecanismos monetarios compensatorios que se aplicaron durante la década de los sesenta, tales como el encaje legal, el control sobre las tasas de interés activas, así como el financiamiento otorgado por la banca de desarrollo, el aumento del producto mostró un crecimiento errático e irregular; lo que obligó al Estado a ampliar su participación. La expansión de la inversión pública se refleja en el comportamiento de la formación bruta de capital fijo (FBKF), que en 1975 representó el 42% de la FBKF total y en 1981 bajo el dinamismo del *boom* petrolero, esta proporción representó el 45.6%. Por tipo de bien, fue la construcción la que presentó la mayor participación; tanto pública como privada.

CUADRO 1 TASAS DE INTERÉS NOMINAL 1970-1982						
AÑO	INFLACIÓN		TASAS DE INTERÉS			
			ESTADOS UNIDOS		MÉXICO	
	MÉXICO	EUA	LIBOR	PRIME	CETES	CPP
1970	6.2	6.0	8.9	7.2	-	-
1971	3.1	4.2	7.1	4.7	-	-
1972	6.3	3.1	6.0	4.4	-	-
1973	17.1	6.1	9.4	8.7	-	-
1974	33.2	11.0	10.8	10.6	-	-
1975	14.1	9.0	7.7	6.8	-	12.0
1976	27.2	5.8	6.1	6.8	-	12.1
1977	20.7	6.5	6.4	9.3	-	14.0
1978	16.2	7.5	9.2	12.7	-	15.9
1979	20.0	11.3	12.2	15.2	4.2	17.5
1980	29.8	13.5	14.0	18.7	3.5	24.3
1981	28.7	10.4	16.7	14.7	46.7	31.8
1982	98.9	6.2	13.6	10.8	12.8	46.1

Fuente: Reuter Money Report y Banco de México, *Indicadores económicos*, varios años

Cabe señalar que la participación del sector privado en la construcción fue elevándose a partir de 1973, en tanto que su participación en la FBKF en maquinaria y equipo fue baja durante todo el período. A pesar del dinamismo de la inversión pública en la FBKF, la inversión privada en este mostró una mayor participación, tanto en la FBKF total, como por tipo de bien (ver cuadro 2 y 3).

El crecimiento en la FBKF no fue homogéneo, ya que a nivel sectorial tanto la inversión pública como la privada se concentraron en el sector comercio y servicios. En el caso de la inversión pública fue notable el incremento en la explotación de petróleo; se suponía que estos sectores se convertirían en motores del crecimiento y, por ende, en las fuentes de financiamiento de las importaciones. Con excepción de un cambio moderado a favor de la agricultura, la inversión pública se canalizó principalmente a la industria petrolera, en tanto que la inversión privada aprovechando el dinamismo de la industria petrolera se concentró en las manufactureras, comercio y servicios (ver cuadro 4).

CUADRO 2 FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR TIPO DE BIENES Y COMPRADOR 1970-1981 (Estructura Porcentual)									
Años	FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO			CONSTRUCCIÓN			MAQUINARIA Y EQUIPO		
	Total	Pública	Privada	Total	Pública	Privada	Total	Pública	Privada
1970	100.00	32.99	67.01	57.25	34.71	22.53	42.75	32.29	10.46
1971	100.00	25.78	74.22	56.83	39.21	31.01	43.17	35.01	8.16
1972	100.00	32.07	67.93	57.80	34.57	40.18	42.20	33.35	8.85
1973	100.00	38.77	61.23	56.44	29.72	47.34	43.56	31.50	12.05
1974	100.00	37.95	62.05	57.06	31.22	45.28	42.94	30.83	12.12
1975	100.00	41.90	58.10	57.52	30.67	46.68	42.48	27.43	15.05
1976	100.00	38.86	61.14	59.01	33.94	42.49	40.99	27.20	13.79
1977	100.00	39.83	60.17	58.78	33.48	43.05	41.22	26.69	14.53
1978	100.00	44.57	55.43	57.74	27.65	52.11	42.26	27.78	14.48
1979	100.00	43.78	56.22	56.33	26.36	53.20	43.67	29.86	13.81
1980	100.00	44.96	55.04	56.90	25.23	55.66	43.10	29.82	13.28
1981	100	45.63	54.37	56.72	24.08	57.55	43.28	30.29	12.99

Fuente: Elaboración en base al cuadro 1A (Anexo Estadístico)

CUADRO 3. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR TIPO DE BIENES Y COMPRADOR (Tasas de Crecimiento)								
Años	FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO		CONSTRUCCIÓN			MAQUINARIA Y EQUIPO		
	Pública	Privada	Total	Pública	Privada	Total	Pública	Privada
1971	-28.81	9.11	-1.4	10.88	-28.72	0.3	7.13	-29.01
1972	33.91	10.17	19.16	6.76	37.62	15.91	13.72	24.19
1973	33.54	10.87	17.73	6.55	30.17	22.15	14.94	41.01
1974	23.85	26.44	26.26	29.03	22.9	24.39	23.82	25.86
1975	31.23	18.92	24.69	22.73	26.94	23.25	14.67	38.88
1976	11.92	22.37	20.38	26.17	12.54	15.33	17.64	10.79
1977	22.55	19.34	20.3	19.53	21.33	21.07	19.09	24.69
1978	34.84	20.87	25.78	11.73	38.7	28.89	29.96	26.83
1979	29.38	31.61	28.9	27.24	30.35	32.88	35.47	27.28
1980	32.27	28.96	31.14	27.32	34.19	29.53	30.34	27.69
1981	32.58	30.71	31.35	28.31	33.6	31.85	32.63	30.02

Fuente: Elaboración propia con base al cuadro 1A (Anexo Estadístico)

CUADRO 4 MÉXICO. ESTRUCTURA DE LA INVERSIÓN 1970-1980 (Estructura porcentual)				
Actividad Económica	1970-77 ⁽¹⁾	1978	1979	1980
Inversión total	100.0	100.0	100.0	100.0
Agricultura	7.3	8.4	7.5	7.2
Minería	2.2	1.6	2.9	3.1
Petróleo	11.2	20.7	18.5	19.0
Manufacturas	38.0	20.8	24.7	25.6
Electricidad	8.0	10.1	9.5	9.8
Comercio y Servicios	33.3	38.4	36.9	35.3
Inversión pública	100.0	100.0	100.0	100.0
Agricultura	1.8	1.7	2.2	2.5
Minería	0.7	0.7	1.0	1.1
Petróleo	32.0	44.6	41.9	44.2
Manufacturas	14.2	9.8	14.3	11.6
Electricidad	23.1	21.8	21.8	22.8
Comercio y Servicios	28.2	21.4	18.8	17.8
Inversión privada	100.0	100.0	100.0	100.0
Agricultura	10.2	14.4	11.7	10.7
Minería	3.0	2.3	4.4	4.6
Petróleo	0.0	0.0	0.0	0.0
Manufacturas	50.8	30.3	32.8	36.1
Electricidad	0.0	0.0	0.0	0.0
Comercio y Servicios	36.0	53.0	51.1	48.6

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, *Indicadores económicos*, varios años.

1) Promedio anual del período

Este comportamiento de la inversión, condujo a una severa desarticulación del sector manufacturero, ya que la aplicación de la política de subsidios al sector privado a través de la reducción de costos e incremento de utilidades no condujo a la reinversión de recursos en la producción, aumento de la productividad y de la eficiencia productiva (López, 2001).

1.2. Financiamiento y fondeo de la inversión .

Con base en la investigación realizada por Levy (2001), se observa que el financiamiento de la FBKF estuvo sostenido fundamentalmente en el excedente

neto de operación (ENO), esto es, por la reinversión de las utilidades⁵⁰, fuente de financiamiento interno de la empresa. Le siguen los créditos bancarios y el financiamiento externo otorgado por la banca internacional; esto último, a partir de 1973 muestra una clara tendencia a la alza, en tanto que el crédito bancario muestra un mayor dinamismo a partir de 1976 (ver cuadro 5).

Las fuentes de financiamiento de la empresa sufrieron una reducción significativa a lo largo del período 1970-1981. Por su parte las fuentes de financiamiento externo desplazaron a las fuentes internas, lo cual es explicable si consideramos que permitieron que los agentes privados invirtieran a un ritmo más acelerado, e incluso a una tasa superior a la inversión total. Sin embargo, ello no fue suficiente para desarrollar y modernizar el mercado de capitales, lo que se vio reflejado en un menor dinamismo del mercado de capitales. (Levy, 2001).

1.3. Deuda externa, ahorro e inversión.

A partir de 1970, la deuda externa crece a niveles elevados, dejando de cumplir un papel "complementario" al ahorro interno para el financiamiento del crecimiento económico; no sólo por su alto volumen, sino también por la dinámica propia que adquiere. En efecto, desde mediados de la década de los setentas la deuda externa viene cumpliendo dos funciones: i) Saldar el creciente déficit del sector público, resultado de la ampliación del gasto en relación al menor incremento de sus ingresos; y ii) De financiar la brecha deficitaria de la balanza comercial, derivada del *boom* petrolero y, posteriormente agudizado por la apertura comercial. A estos factores hay que sumarle los efectos que provoca, para el erario, la creciente contratación de deuda externa por parte de empresas privadas (Girón, 1991).

⁵⁰ Tesis que coincide con lo sustentada por Fitzgerald (1994). "*El comportamiento de la inversión privada en México*", Mimeo. El Colegio de México, 28 de marzo, 17 pp. México.

En 1970, la deuda externa pública ascendía a 4.3 mil millones de dólares, en 1976, alcanzaba los 19.6 mil millones de dólares, lo que representa un crecimiento del 360% (ver cuadro 5 y 6).

CUADRO 5 DEUDA EXTERNA 1970-1976 (Millones de dólares)		
Año	Saldo	Variación Porcentual Anual
1970	4,262.00	-
1971	4,545.80	6.66
1972	5,064.60	11.41
1973	7,070.40	39.6
1974	9,975.00	41.08
1975	14,449.00	44.85
1976	19,600.20	35.65

Fuente: Elaboración en base al cuadro 2A (Anexo Estadístico)

En el cuadro 6 se muestra cómo la deuda privada aumenta en más de dos veces entre 1979-1981, como consecuencia de la activación de los desequilibrios estructurales de la economía mexicana, que a su vez tienen su origen en el desorden monetario a nivel internacional. Efectivamente entre 1980-1981 como consecuencia de la baja en el precio del petróleo y, por ende, de la disminución de los ingresos en divisas esperadas por el gobierno, éste negoció casi 24 mil millones de dólares, con lo que se da inicio a la contratación de deuda externa de corto plazo.

Durante el largo período que va de 1960-1980, la inversión y el ahorro interno, mostraron un comportamiento muy cercano, de tal forma que el ahorro externo cumplía un papel complementario al ahorro interno, por lo menos hasta 1973. En

CUADRO 6 DEUDA EXTERNA POR SECTOR 1976-1982 (Estructura Porcentual)			
Año	Sector Público	Sector Privado	Deuda Total
1976	83.6	16.4	100.0
1977	80.4	19.6	100.0
1978	77.0	23.0	100.0
1979	77.2	22.8	100.0
1980	66.7	33.3	100.0
1981	70.7	29.3	100.0
1982	72.8	27.2	100.0
1983	77.1	22.9	100.0

Fuente: Elaboración con base en el cuadro 2A (Anexo Estadístico)

la evaluación del ahorro interno, la mayor participación del ahorro público fue notoria, a la cual contribuyó la elevada participación de la inversión pública (ver cuadro 7).

En el cuadro 7 se observa la mayor participación del ahorro privado, en tanto que el ahorro público ha ido descendiendo su participación como proporción del PIB. Por otro lado, se registra una amplia brecha entre inversión y ahorro público, provocada por el crecimiento de la primera y el fuerte descenso del ahorro público. Lo cual es el resultado del deterioro en la captación de recursos titularizados. Por su parte, el ahorro externo tuvo una tendencia estable hasta 1973, a partir de 1974 empezó a elevarse, llegando a su máximo de 6.7% en 1981. El dinamismo de la inversión pública, que estimuló a la inversión privada, permitió un aumento del ahorro privado, acompañado de un mayor desahorro del sector público y, por ende, en un mayor déficit (García-Alba, 1996).

CUADRO 7
INVERSIÓN Y AHORRO EN MEXICO
1950-1982
(Como porcentaje del PIB)

Años	Inversión ¹⁾	Ahorro Externo	Ahorro Interno	Ahorro Privado ⁽²⁾	Ahorro del Sector Público ⁽³⁾	Balance del Sector Público	Inversión Pública
1950	13.5	-3.2	16.7	10.8	5.9	-0.2	6.1
1955	18.1	0.0	18.1	13.4	4.7	-0.3	5.0
1960	20.1	3.5	16.6	11.8	4.8	-0.8	5.6
1965	20.6	2.3	18.3	13.7	4.6	-0.8	5.4
1970	21.1	3.3	17.8	14.6	3.2	-3.4	6.6
1971	20.2	2.4	17.8	15.5	2.3	-2.3	4.6
1972	20.3	2.2	18.1	16.7	1.4	-4.5	5.9
1973	21.4	2.8	18.6	17.7	0.9	-6.3	7.2
1974	23.2	4.5	18.7	18.2	0.5	-6.7	7.2
1975	23.7	5.0	18.7	19.3	-0.6	-9.3	8.7
1976	22.3	4.1	18.2	19.4	-1.2	-9.1	7.9
1977	22.8	1.9	20.9	19.6	1.3	-6.3	7.6
1978	23.5	2.6	20.9	18.4	2.5	-6.2	8.7
1979	26.0	3.6	22.4	19.7	2.7	-7.1	9.8
1980	27.1	5.8	21.3	19.2	2.1	-7.5	9.6
1981	27.3	6.7	20.6	21.8	-1.2	-14.1	12.9
1982	22.9	3.6	19.3	26.0	-6.7	-16.9	10.2

Fuente: Banco de México, *Indicadores Económicos*, varios años

1) Inversión fija bruta más cambios en inventarios

2) Definido como la diferencia entre ahorro interno (inversión menos ahorro externo) y ahorro público

3) Déficit gubernamental menos inversión del sector público

1.4. Reestructuración del sector bancario y la captación de recursos.

Con la transformación del sector bancario especializado en banca múltiple se inicia la consolidación del carácter oligopólico de la banca mexicana. Con esta reestructuración la banca adquirió poder para negociar los términos de la política de encaje legal lo que implicaba fijar las tasas de rendimiento que el Banco de México debía pagarles, y acordar la distribución de los recursos captados, en particular lo referente al fondo revolvente (Correa, 1992).

Por otro lado, se dinamizó el sector bursátil con el propósito de crear su propia alternativa de fondeo; no obstante, estas instituciones se ligaron a la banca

múltiple, influyendo en sus decisiones y estructura de sus activos, lo que finalmente generó una burbuja especulativa que dio origen al crack bursátil de 1978.

Durante el período 1970-1982, la estructura de captación de recursos sufre dos cambios importantes. Por un lado, la captación de las instituciones privadas disminuye a medida que aumenta la del Banco de México, como consecuencia de la mayor colocación de valores gubernamentales (CETES) por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). Por el otro, la captación en moneda nacional presenta una disminución relativa, ante el incremento de la captación en moneda extranjera (ver cuadro 8).

CUADRO 8 SISTEMA BANCARIO. CAPTACIÓN DE RECURSOS 1975-1982 (Estructura porcentual)						
Concepto	1975	1977	1979	1980	1981	1982
Captación Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Captación en moneda nacional	77.20	61.60	71.80	71.90	62.50	60.60
Instituciones privadas	55.30	32.40	28.50	29.70	32.70	28.30
Instituciones nacionales	9.50	9.30	24.10	23.50	9.60	8.90
Banco de México	12.40	19.90	19.20	18.70	20.20	23.40
Captación en moneda extranjera	22.80	38.40	28.50	38.10	37.50	39.40
Instituciones privadas	3.10	9.60	9.60	10.90	15.10	12.90
Instituciones nacionales	19.60	28.70	14.60	12.90	16.40	25.60
Banco de México	0.10	0.10	4.00	4.30	6.00	0.90

Fuente: Elaboración con base en los cuadros 3A y 4A (Anexo Estadístico)

Con respecto a la captación por instrumento, la participación de los depósitos a la vista disminuye, en tanto que las obligaciones y títulos muestran una mayor participación. Cabe señalar que las obligaciones muestran el repunte a partir de

CUADRO 9
CAPTACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO
1970-1979.
(Estructura Porcentual)

Concepto	1970	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
CAPTACIÓN TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Moneda en Circulación	9.7	10.5	10.8	10.3	10.8	9.3	9.8	10.0
Depósitos a la vista	15.8	16.4	15.4	14.3	12.0	13.1	13.9	14.7
Depósitos a plazo	6.9	7.4	7.8	6.1	5.2	12.2	15.9	19.8
Obligaciones	32.0	34.7	35.5	36.6	44.4	43.9	42.9	38.9
Títulos	27.5	24.7	24.0	24.8	17.9	12.8	9.1	8.2
Otros pasivos	8.2	6.4	6.6	7.9	9.6	8.8	8.4	8.4

Fuente: Elaboración con base en los cuadros 3A y 4A (Anexo Estadístico)

1976, justo cuando se revierte la tendencia de los títulos (ver cuadro 9). Situación que se explica por el auge que adquieren las obligaciones quirografarias⁵¹ entre 1976-1979, pues representaban una buena opción para los inversionistas debido a que las tasas de interés estaban bajando, y estos instrumentos ofrecían una tasa mayor a la del depósito bancario⁵². La mayor participación de la banca en la captación de pasivos de largo plazo dio mayor libertad para disponer de estos recursos, e incluso reinvertirlos en instrumentos bursátiles, como son los títulos públicos que incrementaron su emisión a partir de 1979. (Girón, 1991).

La mayor participación de banca comercial en la estructura de los pasivos totales, fortaleció su posición de poder ante el gobierno, para fijar las tasas de interés, mientras que la banca de desarrollo asuma los riesgos de las variaciones del tipo de cambio, debido a la alta proporción de sus obligaciones en moneda extranjera (ver cuadro 10).

En un contexto de alta incertidumbre, la dolarización de los pasivos bancarios se incrementó, y la liquidez aumentó como consecuencia del predominado de los instrumentos de corto plazo. Desaparecieron los bonos financieros de largo plazo,

⁵¹ Denominadas así porque no tienen garantía alguna, salvo la firma de los funcionarios autorizados de la empresa

⁵² Heyman Timothy. (1988). Inversión contra inflación. Análisis y administración de inversiones en México. Ed. Milenio S.A. de C.V. Tercera edición, México.

como los certificados financieros a dos años y los depósitos fijos de once y doce años. La combinación de alta liquidez con altos montos de créditos estaba destinada a generar una fuerte crisis financiera, tal como sucedió en 1982 cuando la mayor parte de los depósitos era de corto plazo. La banca múltiple disminuyó su captación de recursos de largo plazo, lo que dificultó el fondeo tanto al sector privado como público, generando presiones para la política monetaria. Por su parte, la banca de desarrollo que disminuyó sus pasivos de 28.0% en 1972-1978 a 26.0% para 1978-1982 (ver cuadro 10), asumió los riesgos inherentes a la actividad bancaria: otorgar créditos al sector productivo y tomar prestado en moneda extranjera a tasas de interés flotantes; en tanto que la banca privada se limitó a comprar las emisiones de bonos gubernamentales y captar recursos del público.

CUADRO 10 DISTRIBUCIÓN DE LOS PASIVOS TOTALES POR TIPO DE BANCA 1980=100			
Concepto	1961-1971	1972-1978	1978-1982
Obligaciones Totales	100.0	100.0	100.0
Banca Comercial	88.0	72.0	74.0
Banca de Desarrollo	12.0	28.0	26.0

Fuente: Levy Orlik, Noemi. (2001). Cambios Institucionales del Sector Financiero y su efecto sobre el fondeo de la Inversión. DGAPA-UAO. México 1960-1994 p. 195

1.5. Canalización de recursos, titularización de la deuda y crédito.

Si bien el otorgamiento de crédito fue uno de los rubros centrales de la banca comercial; presentó un notorio descenso durante el período 1970-1979, de una participación de 62% en 1970 pasó al 54% en 1979; mientras que las inversiones en valores, en particular en valores del gobierno, presentaron incrementos importantes (ver cuadro 11).

CUADRO 11
RECURSOS Y OBLIGACIONES DEL SISTEMA BANCARIO
1969-1981

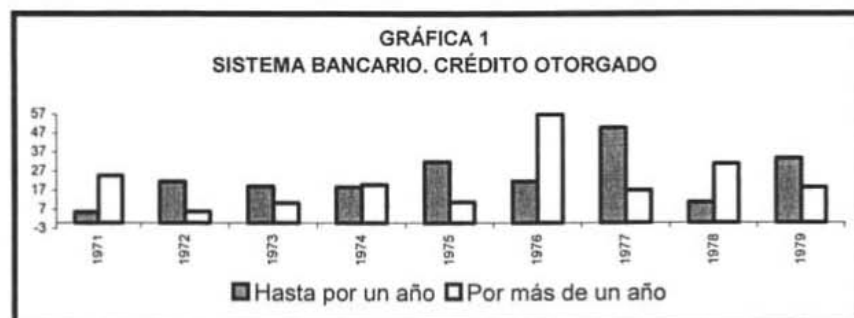
(Estructura porcentual)

Años	Recursos Totales	Disponibilidades	Inversiones en valores	Crédito	Recursos Externos	Obligaciones	Capital	Resultados	Reservas
1969	100.00	5.37	26.77	60.48	7.38	93.58	4.19	0.04	2.19
1970	100.00	5.34	26.04	61.96	6.66	94.15	3.76	-0.01	2.10
1971	100.00	5.69	24.88	61.41	8.03	93.50	3.98	0.40	2.12
1972	100.00	6.01	26.32	59.97	7.70	93.32	3.58	0.93	2.17
1973	100.00	6.41	28.55	58.47	6.57	93.47	3.93	0.55	2.05
1974	100.00	4.65	32.05	57.20	6.10	94.10	3.26	0.76	1.89
1975	100.00	4.15	33.62	56.16	6.07	95.67	2.19	0.05	2.09
1976	100.00	4.03	32.64	53.05	10.28	96.47	1.71	0.14	1.69
1977	100.00	4.70	29.73	55.58	9.99	96.75	1.70	0.07	1.48
1978	100.00	4.63	29.77	53.75	11.85	96.77	1.56	0.11	1.56
1979	100.00	6.46	28.77	54.33	10.44	97.39	2.61	-	-
1980	100.00	5.86	27.81	55.95	10.38	96.96	3.04	-	-
1981	100.00	5.53	28.56	56.96	8.96	96.82	3.18	-	-

Nota: No se incluyen operaciones interbancarias. La suma de componentes no coincide, debido al redondeo de cifras

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 4A (Anexo Estadístico)

En la gráfica 1, se observa que durante el período 1970-1974 el sistema bancario mantuvo una posición equilibrada entre crédito de corto y largo plazo, con un ligero predominio, del crédito de corto plazo (ver cuadro 12), de hecho el crédito de corto plazo, hasta por un año, presenta tasas de crecimiento por arriba del crédito total. A partir de 1976 se eleva el crédito a más de un año, pero sigue predominando el otorgamiento de crédito de corto plazo, a excepción de 1976.



Fuente: Cuadro 12

CUADRO 12 SISTEMA BANCARIO. CRÉDITO OTORGADO 1970-1979 (Estructura Porcentual)			
Años	Total	Hasta por un año	Por más de un año
1970	100.00	52.73	47.27
1971	100.00	48.62	51.38
1972	100.00	52.04	47.96
1973	100.00	53.93	46.07
1974	100.00	53.69	46.31
1975	100.00	58.00	42.00
1976	100.00	51.73	48.27
1977	100.00	57.85	42.15
1978	100.00	53.75	46.25
1979	100.00	56.75	43.25

Fuente: Elaboración con base en el cuadro 3A (Anexo Estadístico)

CUADRO 13 SISTEMA BANCARIO. CRÉDITO OTORGADO 1970-1979 (Tasas de crecimiento)			
Años	Total	Hasta por un año	Por más de un año
1971	14.64	5.69	24.62
1972	13.48	21.47	5.92
1973	14.94	19.10	10.42
1974	19.21	18.68	19.82
1975	22.16	31.97	10.79
1976	36.50	21.75	56.86
1977	34.04	49.90	17.05
1978	19.20	10.74	30.82
1979	26.61	33.68	18.39

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 3A (Anexo Estadístico)

Por otro lado, los depósitos a la vista, que presentaron un comportamiento irregular hasta 1975, como consecuencia del crecimiento de la inflación, se elevan a partir de 1976, aunque son los depósitos a plazo los que crecen más rápido. El mayor dinamismo en la evolución de las obligaciones y los títulos deja ver la burbuja bursátil que se registró en 1976 en la Bolsa de Valores, y su consecuente caída (ver cuadro 14 y 15).

Si consideramos el tipo de moneda entre 1980 y 1982, el financiamiento otorgado por el sistema bancario en moneda extranjera creció tanto a nivel total como por tipo de banca. Ello es un indicador de que ante las altas tasas de interés y la volatilidad cambiaria, generada por la alta inflación, hacían más atractivo el fondeo externo (ver cuadro 16).

CUADRO 14 SISTEMA BANCARIO. OBLIGACIONES TOTALES 1970-1979 (Estructura porcentual)					
Años	Total	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Obligaciones	Títulos
1970	82.11	15.76	6.89	31.96	27.50
1971	83.21	14.51	7.31	32.63	28.76
1972	83.17	15.29	7.20	32.70	27.98
1973	83.13	16.36	7.43	34.68	24.65
1974	82.66	15.43	7.78	35.47	23.98
1975	81.81	14.30	6.12	36.59	24.81
1976	79.56	12.00	5.19	44.44	17.94
1977	81.91	13.06	12.21	43.85	12.79
1978	81.80	13.94	15.87	42.86	9.13
1979	81.61	14.73	19.79	38.94	8.15

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 3A (Anexo Estadístico).
* No se incluye monedas en circulación ni otros pasivos, por lo que la suma no da 100.

CUADRO 15					
SISTEMA BANCARIO. OBLIGACIONES TOTALES					
1970-1979					
(Tasas de Crecimiento)					
Años	Total	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo	Obligaciones	Títulos
1971	14.60	5.48	21.56	17.00	19.87
1972	15.80	22.04	14.03	16.06	12.67
1973	17.56	25.81	21.36	24.70	3.55
1974	22.16	15.24	27.78	24.92	18.87
1975	27.83	18.41	0.55	31.86	32.26
1976	45.73	22.29	23.56	77.00	5.36
1977	28.59	39.94	202.87	26.89	-8.30
1978	22.92	31.26	59.74	20.14	-12.32
1979	27.68	34.87	59.17	15.98	14.09

Fuente: Elaboración propia con base en datos del cuadro 3A (Anexo Estadístico)

CUADRO 16					
SISTEMA BANCARIO. FINANCIAMIENTO OTORGADO					
POR TIPO DE MONEDA					
1977-1982					
(Estructura porcentual)					
	1977	1979	1980	1981	1982
Sistema bancario	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Moneda nacional	65.70	71.40	72.00	65.90	54.70
Moneda extranjera	34.30	28.60	28.00	34.10	45.30
Banco de México	33.10	32.20	32.20	30.70	34.20
Moneda nacional	26.30	27.50	26.60	23.00	25.40
Moneda extranjera	6.80	4.70	5.60	7.70	8.80
Banca de Desarrollo	36.00	30.70	29.30	30.70	35.70
Moneda nacional	14.50	15.20	16.70	15.50	12.40
Moneda extranjera	21.50	15.50	12.60	15.20	23.30
Banca comercial	30.90	37.10	38.50	38.60	30.10
Moneda nacional	24.90	28.70	28.70	27.30	16.90
Moneda extranjera	6.00	8.40	9.80	11.30	13.20

Fuente: Elaboración propia con base en datos de NAFINSA, *La Economía Mexicana en Cifras*, varios años

En la distribución del crédito a nivel sectorial, se observa que durante el período 1970-1979, los sectores que presentan los mayores porcentajes fueron; la industria de la transformación, servicios y otras actividades, crédito al gobierno y el

sector primario; sin embargo, para el periodo 1980-1983, el sector primario y la industria de la transformación sufren una drástica disminución, en particular el primero. En cambio, se eleva el crédito a la industria energética, vivienda y servicios financieros (ver cuadro 17).

CUADRO 17 CRÉDITO OTORGADO POR EL SISTEMA BANCARIO POR ACTIVIDAD PRINCIPAL DEL PRESTATARIO 1970-1982 (Estructura porcentual)									
AÑOS	TOTAL	ORGANISMOS, EMPRESAS Y PARTICULARES						GOB	SERV. FINANC.
		ACTIV. PRIM	ENERG.	INDUSTRIA DE LA TRANSF	CONSTRUCCIÓN	SERV. Y OTRAS ACTIV. 1)	VIVIENDA DE INTERÉS SOCIAL		
1970	100.0	14.5	7.6	25.6	9.0	30.5	2.8	10.1	n.d
1971	100.0	14.7	9.0	25.0	8.7	30.2	2.8	9.6	n.d
1972	100.0	14.4	10.3	23.0	9.7	28.5	2.8	11.2	n.d
1973	100.0	14.6	9.2	22.1	9.5	28.1	3.0	13.4	n.d
1974	100.0	15.8	7.1	23.9	9.1	28.7	2.7	12.7	n.d
1975	100.0	17.4	5.5	24.5	9.5	28.2	2.6	12.3	n.d
1976	100.0	11.6	4.8	24.8	8.8	29.5	2.1	18.5	n.d
1977	100.0	12.1	3.8	25.7	7.8	29.0	1.5	20.1	n.d
1978	100.0	13.0	5.6	25.6	7.7	30.1	3.6	14.4	n.d
1979	100.0	6.4	20.9	14.0	4.8	36.2	2.1	15.6	n.d
1980	100.0	10.4	27.9	23.5	7.0	21.9	3.1	3.1	2.9
1981	100.0	10.8	31.0	23.0	7.2	18.5	4.6	3.2	1.7
1982	100.0	7.7	25.2	22.0	6.1	16.3	4.1	18.0	0.6
1983	100.0	6.8	16.3	23.9	5.4	20.4	4.6	19.3	3.2

1) Hasta 1979, en servicios y otras actividades se incluye servicios financieros y se excluyen los créditos interbancarios

Fuente: Elaboración propia con base en datos de NAFINSA, La Economía en cifras, 1978 y 1990

En la gráfica 2, que muestra el crédito y las obligaciones totales del sector bancario, se observa un comportamiento muy similar en ambas variables hasta 1975, con variaciones pequeñas a partir de 1976; no obstante, podríamos afirmar que se mantenía una intermediación bancaria positiva.



Fuente: Banco de México

2. De la fragilidad a la desregulación financieras: 1983-1993.

La disponibilidad de recursos externos, así como los generados por el auge petrolero no impulsaron un mayor ahorro interno necesario para disminuir la vulnerabilidad y subordinación de la economía mexicana al ahorro externo. Tampoco se tradujeron en mayores ingresos para el sector público que contribuyeran a reducir el déficit público, por el contrario; éste se elevó, primero como consecuencia del mayor gasto público y, posteriormente por el peso del servicio de la deuda externa. Lo que generó condiciones productivas y financieras incapaces de propiciar un crecimiento endógeno y sostenido, pues se amplió la brecha ahorro-inversión y la brecha externa, haciendo a la economía mexicana más dependiente de la deuda externa (Correa, 1992).

Los recursos provenientes del crédito externo y de las exportaciones del petróleo alimentaron la expansión del gasto público, pero también se destinaron en mayor proporción a: i) la especulación financiera, cambiaria, inmobiliaria y comercial; ii) la importación de bienes intermedios, de capital y suntuarios; iii) el pago del servicio de la deuda externa pública y privada y el pago de intereses de la deuda interna; y iv) el financiamiento de la fuga de capitales y de la reinversión de utilidades y regalías por parte de las empresas transnacionales a sus matrices.

El comportamiento de la economía mundial durante el período 1983-1987 no le fue favorable a México. Si bien se dio una reducción significativa de las tasas de interés externas, su efecto positivo sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos se erosionó con la caída de los precios y volumen de las exportaciones del petróleo (Garrido, 1996). Las perspectivas de los mercados externos para las exportaciones no petroleras habían evolucionado desfavorablemente, además se vislumbraba una desaceleración importante en el crecimiento económico mundial y un recrudescimiento de las tendencias proteccionistas en los países desarrollados. Estos factores en su conjunto actuaron desfavorablemente para el país (ver cuadro 18).

CUADRO 18 INDICADORES MACROECONÓMICOS 1981-1987 (Tasas de crecimiento)					
Años	PIB	Exportaciones Totales	Exportaciones Petroleras	Tipo de Cambio	Inflación México
1981	8.80	29.60	39.60	24.50	28.70
1982	-0.60	5.60	13.10	57.20	98.90
1983	-4.20	5.10	-2.80	150.30	80.80
1984	3.60	8.40	3.60	185.20	59.20
1985	2.60	-10.50	-11.00	310.30	63.70
1986	-3.70	-26.00	-57.30	637.90	105.70
1987	1.70	28.90	36.80	1405.80	159.20

Tipo de cambio: pesos por dólar
Fuente: Banco de México, *Indicadores Económicos*, varios años

2.1. Deuda externa y ahorro.

Después de la crisis de la deuda de 1982 se anunciaron recortes presupuestales con la idea de reducir el déficit público, lo que contribuyó a que los bancos perdieran la confianza en México, propiciando la fuga de capitales así como la devaluación de la moneda. El anuncio de que los depósitos denominados en dólares en el sistema bancario mexicano se pagarían en pesos al tipo de cambio libre, aceleró la fuga de capitales en lugar de detenerla (Girón, 1991). Se firmó una Carta de Intención con el Fondo Monetario Internacional (FMI), donde el gobierno se comprometía a reducir el déficit financiero del sector público de 17.9% del PIB

en 1982, a 8.5% en 1983, 5.5% en 1984 y 3.5% en 1985. El endeudamiento público externo estaría limitado a cinco, cuatro y tres mil millones de dólares, respectivamente en esos mismos años.

En 1983 se aplicaron ajustes financieros importantes como la reprivatización paulatina de la banca, la flotación del tipo de cambio y la reducción del déficit público; no obstante no se tomaron las medidas adecuadas para corregir los desequilibrios estructurales, que condujeran a la recuperación de la capacidad de crecimiento sostenido. Así, el programa de ajuste, basado en medidas de corto plazo, no influyó en la naturaleza estructural de los desequilibrios externo y productivo. En 1985 las tasas de interés externas LIBOR y PRIME experimentaron una reducción de casi 2 puntos porcentuales, en tanto que las tasas de internas de referencia (CETES, TIDB y CPP) aumentaron significativamente (Manrique, 2000). En 1987, en un contexto macroeconómico caracterizado por un estancamiento del producto, una inflación galopante y un incremento del tipo de cambio, las tasas de interés internas, alcanzan su máximo (ver cuadro 19).

CUADRO 19					
TASAS DE INTERÉS NOMINALES ⁽¹⁾					
Años	LIBOR	PRIME	CETES	TIDB (2)	CPP (3)
1983	9.84	10.79	59.45	58.19	56.65
1984	10.52	12.04	49.65	48.15	51.10
1985	8.35	9.93	63.69	56.9	56.07
1986	6.76	8.33	73.92	84.49	80.88
1987	7.18	8.20	102.83	93.54	94.64
1988	7.97	9.32	58.64	48.32	67.64
1989	8.67	10.87	44.77	29.64	44.60
1990	8.30	10.01	35.03	27.47	37.07
1991	5.92	8.46	19.82	16.88	22.55
1992	3.85	6.25	15.89	15.47	18.77
1993	3.32	6.00	15.50	15.18	18.56

1) Todas las tasas de interés corresponden a 3 meses.
 2) Tasa de interés de depósitos bancarios
 3) Costo Porcentual Promedio
 Fuente: Banco de México, INEGI y Federal National Mortgage Association (FNMA)
www.hsh.com/indices/libor00s.html

La estrategia económica instrumentada en 1988, se proponía estabilizar la economía y sentar las bases para un crecimiento estable y sostenido. Dicha estrategia se sustentaba en: i) La profundización y consolidación de la reforma estructural, basada en la apertura comercial, privatización y desregulación económica; ii) Alcanzar el equilibrio interno, esto es, finanzas públicas sanas que implicaba la reducción y reorientación del gasto público e incremento en los impuestos, renegociación de la deuda externa, control de la inflación mediante una política heterodoxa basada en el uso de los pactos; y iii) El equilibrio externo, a través de la modernización de empresas e industria para alcanzar niveles competitivos internacionales (De la Rosa, 1995).

El problema de deuda pública externa se atacó, en primer lugar, mediante un proceso de renegociación y reestructuración innovadora que buscaba reducir los montos y tasas, así como ampliar plazos. Todo ello con el propósito de liberalizar recursos tendientes a apoyar la recuperación económica. Posteriormente, se negoció una disminución en el monto de transferencias de recursos al exterior (ver cuadro 20). Estas medidas, conjuntamente con la estrategia económica elevaron la confianza de los inversionistas extranjeros y nacionales, misma que se manifestó en el regreso de México a los mercados financieros internacionales voluntarios. Se volvió a acceder a fondos externos netos en montos crecientes que permitieron complementar el financiamiento de la economía en esos años (Cuevas, 1994).

CUADRO 20
INDICADORES DE DEUDA PÚBLICA
1985-1993
(Como porcentaje del PIB)

Concepto	1988	1989	1990	1991	1992	1993
DPT/PIB	71.20	63.70	51.60	39.00	27.10	24.20
DPE/PIB	49.50	41.90	31.20	24.60	20.30	18.90
DPT Saldo de la deuda pública total						
DPE Saldo de la deuda pública externa						
PIB Producto Interno Bruto						
Fuente: Banco de México, www.banxico.gob.mx						

Bajo esta estrategia, el ahorro interno neto se redujo de 12.5 en 1983 a 8.9 por ciento en 1987, como proporción del PIB, y para lograr un crecimiento estable del producto se requería un nivel de entre 27 y 30% en términos brutos. Lo mismo sucedía con el ahorro externo, que no sólo dejó de fluir hacia el país, sino que ahora representan transferencias negativas (Rozo, 1998) (ver cuadro 21).

La caída del ahorro externo durante el período 1983-1987, como consecuencia de la desconfianza de los inversionistas extranjeros en el comportamiento de la economía, se revierte a partir de 1988 cuando se observa un incremento de éste, como respuesta de los inversionistas tanto nacionales como extranjeros a la confianza y credibilidad sobre la nueva estrategia económica y al incremento de las tasas de interés internas. A partir de este año, el ahorro externo jugó nuevamente un papel central en el financiamiento de la economía, en tanto que el ahorro interno disminuye. En el cuadro 21 se observa el descenso paulatino del

CUADRO 21 AHORRO INTERNO, EXTERNO E INVERSIÓN 1983-1993 (Como proporción del PIB)				
Años	Inversión	Ahorro Interno Bruto		Ahorro Externo
		Ahorro Interno Neto	Depreciación	
1983	20.8	12.5	12.2	-3.9
1984	19.9	11.1	11.4	-2.6
1985	21.2	11.2	11.3	-1.3
1986	18.5	4.4	13.7	0.4
1987	19.3	8.9	13.1	-2.7
1988	20.4	7.4	12.0	1.1
1989	21.4	8.2	10.6	2.6
1990	21.9	9.6	9.7	2.7
1991	22.4	8.3	9.6	4.6
1992	23.3	6.4	9.6	7.2
1993	22.0	5.8	9.5	6.2

Fuente: Banco de México, *indicadores económicos*, varios años.

ahorro interno bruto a partir de 1988, al mismo tiempo que el ahorro externo inicia una tendencia creciente, que en 1992 representó el 7.2% del PIB. Por otro lado, el crecimiento de la brecha inversión-ahorro se elevó a partir de ese mismo año. Si

desglosamos el ahorro interno bruto en sus dos componentes, ahorro neto y depreciación, es clara la pérdida de dinámica de aquél. Estos datos muestran que el ahorro interno fue sustituido por el ahorro externo, en particular por la inversión externa en cartera.

2.2. Formación bruta de capital e inversión.

El desplazamiento del ahorro interno por el externo se reflejó en una caída de la formación bruta de capital fijo, que se agudizó en la década de los noventa con el descenso de la inversión pública, a pesar de que el sector privado aumentó su gasto en inversión. Ello no fue suficiente para contener la reducción del gasto público en inversión (ver cuadro 22).

CUADRO 22 INVERSIÓN PÚBLICA Y PRIVADA 1983-1993 (Estructura Porcentual)			
Años	Total	Pública	Privada
1983	100.00	39.47	60.53
1984	100.00	38.61	61.39
1985	100.00	36.11	63.89
1986	100.00	35.11	64.89
1987	100.00	30.85	69.15
1988	100.00	27.93	72.07
1989	100.00	27.19	72.81
1990	100.00	27.10	72.90
1991	100.00	23.92	76.08
1992	100.00	20.51	79.49
1993	100.00	19.99	80.01

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 5A (Anexo Estadístico)

La caída de la inversión pública y el incremento de la inversión privada fue resultado de la estrategia de privatización y desregulación de la economía, que dieron paso al funcionamiento de las fuerzas del mercado como asignadoras de los factores productivos.

Bajo el efecto de las reformas estructurales que se emprendieron desde 1983, y que se reforzaron en 1988, la inversión mostró un comportamiento inestable durante todo el período 1983-1988. La participación de la inversión fija bruta respecto al PIB, alcanzó su punto máximo de 20.29% en 1982, para descender hasta 15.18% en 1983, cuando la recesión se agudizó. En años posteriores, su comportamiento fue irregular, teniendo en 1987 la menor participación, 14.92%, en un marco de recesión y crisis. Posteriormente, se recuperó, sin alcanzar el nivel de 1982, aun cuando fue un año de crisis fiscal (ver cuadro 22 y 23).

La profundización de los desequilibrios estructurales durante la década de los ochenta, condujo a la economía a nuevas formas de financiamiento, mismas que se desplazaron hacia un esquema más competitivo. Hasta 1982, los recursos que financiaban la formación de capital provenían de fuentes internas de la empresa,

CUADRO 23		
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO Y VARIACIÓN DE EXISTENCIAS		
1982-1993		
(Como porcentaje del PIB)		
Años	FBKF/PIB	VE/PIB
1982	20.29	0.28
1983	15.18	0.20
1984	15.65	0.46
1985	16.57	0.58
1986	15.11	-0.44
1987	14.92	0.55
1988	15.58	2.57
1989	15.83	1.79
1990	17.03	1.77
1991	18.14	1.68
1992	19.42	2.18
1993	18.56	2.44

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 6A (Anexo Estadístico)

esto es, reinversión de utilidades (excedente neto de operación); sin embargo, de manera paulatina fueron adquiriendo mayor presencia el crédito interno y el financiamiento externo (Rodríguez, 1997). Desde principio de la década de los noventa la presencia de estas fuentes adquiere importancia. (ver cuadro 24).

CUADRO 24
FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
1983-1993
(Tasas de crecimiento)

Años	FBKF	Créditos			Valores	Financiamiento Externo
		Totales	Privados	Públicos		
1983	-28.92	-47.73	2.00	-56.00	-68.66	-34.75
1984	6.14	-11.37	66.00	-42.00	16.19	-69.68
1985	12.85	76.25	-20.00	185.00	-87.26	-40.87
1986	-4.93	38.34	8.00	48.00	400.70	174.02
1987	-5.79	-8.95	49.00	-22.00	76.82	27.19
1988	8.47	-69.99	-34.00	-86.00	117.94	-86.64
1989	8.98	-5.98	57.00	-139.00	-67.32	653.68
1990	13.62	8.52	8.00	6.00	-59.17	252.65
1991	12.46	9.26	25.00	142.00	-41.99	12.40
1992	11.22	57.51	19.00	-112.00	137.17	-12.09
1993	-0.76	-27.45	-25.00	-122.00	251.08	61.04

Fuente: Elaboración propia con en el cuadro 7A (Anexo Estadístico)

2.3. Flujos de capitales externos y desequilibrios externos.

Si bien los flujos de capitales externos de corto plazo elevaron la disponibilidad de divisas que permitieron elevar la oferta crediticia interna, también ampliaron la brecha interna entre ahorro e inversión y el déficit externo. Respecto a este último, la liberalización del comercio exterior en circunstancias de bajos niveles de productividad y alto endeudamiento interno y externo, colocó a las empresas nacionales en una posición de desventaja frente a los competidores externos, que condujo a modificaciones en la estructura de la inversión y de rentabilidad en la economía. En efecto, se vieron favorecidos los sectores con mejor posición productiva y financiera, ya que los flujos de capitales se orientaron hacia los sectores más dinámicos. (Girón, Correa, 1998).

En un contexto de alta fragilidad macroeconómica, el gobierno insistía en que el comportamiento de las exportaciones indicaba la presencia de un tipo de cambio real consistente con los propósitos de la política comercial. Así que no se le dio importancia a la creciente apreciación del peso, ya que las exportaciones de manufacturas crecían a tasas altas, mismas que se concentraron en las grandes empresas transnacionales productoras de bienes intensivos en mano de obra y en

las maquiladoras. Sin embargo, este auge exportador no fue aprovechado por todas las empresas mexicanas dada la carencia de tecnología, y los deficientes sistemas de organización, mercadeo, cultura empresarial. La apertura comercial combinada con la apreciación del peso, fomentó la entrada masiva de importaciones que rebasó con mucho la capacidad y velocidad de ajuste de las empresas mexicanas, cuyos niveles de competencia son bajos. (Manrique, 2000).

La caída del superávit en balanza comercial durante el ajuste recesivo de 1983-1987, en 1988 dejó ver las deficiencias estructurales del sector industrial para generar divisas que financiaron la acumulación. Situación que se agravó con la acelerada apertura comercial. En este contexto, el alto déficit en la cuenta corriente que se presentó en 1992, fue considerado como una restricción meramente temporal, que sería superada con los ingresos de capital y la consolidación del perfil exportador de la economía mexicana. Esto último, tendría lugar con la renovación del aparato tecnológico, los incrementos en la productividad y el creciente vuelco en favor de las exportaciones no petroleras (ver cuadro 25).

CUADRO 25		
CUENTA CORRIENTE Y CUENTA DE CAPITAL		
1983-1993		
(Millones de dólares)		
Años	Cuenta Corriente	Cuenta de Capital
1983	-5,866.00	-346.59
1984	4,183.00	-253.00
1985	800.00	-316.40
1986	4,337.00	133.40
1987	4,247.00	-150.50
1990	-7,541.00	8,163.00
1991	-14,647.00	24,951.00
1992	-24,239.00	26,573.00
1993	-23,399.00	32,582.00

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 8A (Anexo Estadístico)

2.4. Transformaciones en el sistema financiero.

La modernización y re-estructuración del sistema financiero mexicano se viene gestando desde mediados de la década de los setenta, cuando se da la transformación de la banca especializada a la banca múltiple, y se emite la Ley del Mercado de Valores; sin embargo, la consolidación de este proceso se logra con las reformas que se aplicaron entre 1988-1991. Dichas reformas influyeron en las formas de captación de recursos financieros y financiamiento y, por ende, en el comportamiento del ahorro interno y la inversión. (Manrique, 2000).

2.4.1. Comportamiento y estructura del sector bancario.

2.4.1.1. Captación de recursos.

Una transformación estructural del sistema financiero, generada por el auge del mercado bursátil, tiene que ver con los agregados monetarios. Por un lado, los instrumentos no bancarios de corto plazo, M3-M2, aumentaron aceleradamente durante el período 1987-1990, para disminuir durante 1991-1993, en tanto los instrumentos financieros de largo plazo no bancarios, incluyendo los recursos del FICORCA, M4-M3, mostraron un incremento entre 1986-1987 y 1991-1993, esto es previo a la crisis de 1987 y durante el período de mayor crecimiento y estabilidad (Gómez, Patlán, 2000). Este comportamiento se refleja en el aumento de la profundidad financiera (M4/PIB). Si bien todos los indicadores de penetración se elevan, el M4 es el que muestra mayor crecimiento, en tanto que la base monetaria registra una considerable disminución si la comparamos con 1983 y 1984 (ver cuadro 26).

La diversidad en los instrumentos bursátiles, que se caracterizaron por tener mayor liquidez y alto riesgo, inyectó dinamismo al sector bursátil, pero también generó la desintermediación en el sector bancario al reducir de manera significativa su participación en la captación de recursos (Levy, 2001). La tasa de crecimiento de los pasivos monetarios entre 1983-1987, aumenta de 32.66% a 49.92%, respectivamente; teniendo su máxima tasa de crecimiento en 1991 con

69.35%, en particular, aumentó la captación de moneda extranjera (ver cuadro 27 y 28).

CUADRO 26 AGREGADOS MONETARIOS 1983-1993 (Como porcentaje del PIB)							
AÑOS	BASE MONETARIA ¹¹	M1/PIB	M2/PIB	M3/PIB	M4/PIB	M3-M2	M4-M3
1983	16.72	7.62	28.13	30.34	32.50	2.22	2.15
1984	15.71	7.51	29.01	31.36	33.60	2.34	2.25
1985	5.47	7.12	26.18	28.36	31.48	2.18	3.13
1986	6.59	7.46	31.01	34.59	39.65	3.58	5.06
1987	5.42	6.94	30.25	36.33	41.57	6.08	5.24
1988	4.24	5.40	21.18	29.61	32.54	8.43	2.92
1989	4.08	5.76	22.94	33.53	37.16	10.59	3.64
1990	4.10	6.85	24.87	35.11	40.34	10.24	5.22
1991	4.08	11.63	28.45	33.65	41.03	5.19	7.38
1992	3.91	11.25	28.79	33.37	41.33	4.58	7.96
1993	3.76	11.85	29.20	36.60	46.79	7.40	10.19

¹¹ La Base Monetaria es igual a los billetes y monedas en circulación más el saldo neto acreedor de la cuenta corriente de los bancos comerciales y de desarrollo en el Banco de México

M1 = Suma de billetes y monedas en circulación en poder del público, y los depósitos en cuentas de cheques en moneda nacional y extranjera

M2 = M1 más los instrumentos bancarios a plazo de hasta un año.

M3 = M2 más los instrumentos no bancarios de plazo menor a un año (principalmente valores gubernamentales)

M4 = M3 más instrumentos de plazo mayor a un año y los fondos del SAR

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 9A (Anexo Estadístico)

CUADRO 27 BANCA COMERCIAL. CAPTACIÓN POR INSTRUMENTO 1982-1993 (Tasas de crecimiento)					
Años	Obligaciones Totales	Pasivos Monetarios	Pasivos no Monetarios	Capital, reservas y resultados	Otros Pasivos
1983	39.71	32.66	40.45	28.69	47.80
1984	37.31	37.05	37.48	43.42	30.59
1985	35.64	32.71	35.00	39.93	53.29
1986	51.45	35.17	52.96	55.57	47.50
1987	57.19	49.92	57.33	69.96	57.27
1988	25.50	31.47	22.28	48.46	49.24
1989	8.97	29.66	32.40	32.40	34.40
1990	51.37	53.27	32.46	32.36	35.21
1991	35.20	69.35	26.27	28.28	31.11
1992	19.12	11.82	19.29	34.85	27.82
1993	17.64	16.37	16.94	24.26	23.75

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 10A (Anexo Estadístico)

Por otra parte, se redujo el monto de los instrumentos líquidos con respecto a los pasivos bancarios totales y, en contraposición, aumentaron los instrumentos no líquidos, concentrándose en pasivos con una duración entre 30 y 365 días, es decir, se mantuvo una alta liquidez de los pasivos bancarios.

Como vemos, las reformas estructurales y la imposición de los mecanismos del mercado alimentaron y reprodujeron la incertidumbre sobre el desarrollo económico del país, lo que se manifestó en la dolarización de los activos financieros y la alta liquidez de los pasivos no monetarios. En cuanto a la captación de recursos, la inestabilidad económica favoreció las inversiones en detrimento de la captación bancaria que provocó una reducción en el financiamiento de la inversión productiva. (Mántey, 1997)

CUADRO 28 BANCA COMERCIAL. CAPTACIÓN DE RECURSOS POR INSTRUMENTO 1982-1993 (Estructura Porcentual)					
Años	Obligaciones Totales	Pasivos Monetarios	Pasivos no Monetarios	Capital, Reservas y resultados	Otros pasivos
1982	100.0	11.8	83.5	1.7	3.0
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	9.1	78.2	5.2	7.5
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: Elaboración propia con base en el cuadro 10A (Anexo Estadístico)

2.4.1.2. Crédito y financiamiento bancario.

La cartera bancaria durante el período 1983-1993, se caracterizaron por que superaron en su monto a la FBKF, la cual además, registró una tasa de crecimiento menor que la del período anterior, 1979-1982. La FBKF se concentró

fundamentalmente en el sector público, en una proporción del 73%, a diferencia del sector privado con una proporción del 27% (ver cuadro 30). Ello es un indicador de que la captación del ahorro interno por parte de la banca no se canalizó hacia el financiamiento y fondeo de la inversión productiva (ver cuadro 29).

Los datos de los cuadros 30 y 31, confirman dicha tendencia, pues tanto el sector agropecuario como el industrial registran una menor participación del crédito y descensos en sus montos; en tanto que el sector servicios y comercio muestran una mayor participación.

CUADRO 29 FINANCIAMIENTO DE LA BANCA COMERCIAL POR SECTOR INSTITUCIONAL 1982-1987 (Estructura porcentual)											
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ⁽¹⁾	1989	1990	1991	1992
Financiamiento Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Al Sector Público	76.20	75.20	69.00	71.70	76.40	72.70	70.60	60.30	50.30	38.60	30.00
Banco de México	31.60	30.10	25.50	20.40	14.70	4.30	-	-	-	-	-
Banca de Desarrollo	33.70	32.10	30.30	32.70	37.50	43.30	-	-	-	-	-
Banca Comercial	10.90	13.00	13.20	18.60	24.20	25.10	-	-	-	-	-
Al Sector Privado	23.80	24.80	31.00	28.60	23.60	27.30	29.40	39.70	49.70	61.40	70.00

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, www.banxico.gob.mx

1) A partir de 1988, el financiamiento otorgado por la banca comercial, no se desglosa por tipo de banca

CUADRO 30
BANCA COMERCIAL. CANALIZACIÓN DE RECURSOS
POR SECTOR ECONÓMICO
1982-1993
(Estructura porcental)

Años	Total	Sector Agropecuario, Silvícola y Pesquero	Sector Industrial	Sector Servicios y Otras Actividades	Crédito a la Vivienda	Comercio	Gobierno
1982	100.00	8.07	35.75	19.72	2.20	15.65	18.60
1983	100.00	6.83	35.21	19.68	4.71	13.54	20.03
1984	100.00	8.42	34.66	19.28	5.32	16.95	15.37
1985	100.00	7.21	28.66	18.27	6.42	13.20	26.24
1986	100.00	4.83	26.29	17.79	5.36	10.29	35.43
1987	100.00	4.74	25.77	21.15	5.31	9.50	33.53
1988	100.00	8.39	29.69	21.55	9.40	12.61	18.36
1989	100.00	9.41	31.86	23.47	8.33	19.15	7.79
1990	100.00	9.96	30.92	30.03	8.07	20.30	0.72
1991	100.00	9.35	29.11	31.62	6.25	19.34	4.34
1992	100.00	8.43	25.71	31.75	14.70	16.87	2.54
1993	100.00	7.58	24.50	28.81	17.50	18.95	2.66

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 11A (Anexo Estadístico)

CUADRO 31
BANCA COMERCIAL. CANALIZACIÓN DE RECURSOS
POR SECTOR ECONÓMICO
1982-1993
(Tasas de crecimiento)

Años	Total	Sector Agropecuario, Silvícola y Pesquero	Sector Industrial	Sector Servicios y Otras Actividades	Crédito a la Vivienda	Comercio	Gobierno
1983	90.07	-15.40	-0.02	-0.00	1.14	-0.13	0.08
1984	70.65	23.20	-0.02	-0.02	0.13	0.25	-0.23
1985	76.28	-14.29	-0.17	-0.05	0.21	-0.22	0.71
1986	111.78	-33.10	-0.08	-0.03	-0.16	-0.22	0.35
1987	149.66	-1.87	-0.02	0.19	-0.01	-0.08	-0.05
1988	21.98	77.11	0.15	0.02	0.77	0.33	-0.45
1989	58.78	12.16	0.07	0.09	-0.11	0.52	-0.58
1990	50.94	5.88	-0.03	0.28	-0.03	0.06	-0.91
1991	59.91	-6.15	-0.06	0.05	-0.23	-0.05	5.00
1992	43.06	-9.82	-0.12	0.00	1.35	-0.13	-0.41
1993	24.50	-10.11	-0.05	-0.09	0.19	0.12	0.05

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 11A (Anexo Estadístico)

Por otro lado, el cuadro 32 nos muestra que la banca comercial de 1989 a 1990 canalizó recursos por más del 50% hacia el sector público, revirtiendo el proceso para el año de 1991, para llegar a su nivel mínimo en 1992 con 30% del total, aunque cabe mencionar que iba en camino la reforma financiera pública. El crédito otorgado al sector privado presenta una tendencia creciente para llegar a su máximo en 1992 con un total de canalización de recursos del 70 por ciento.

CUADRO 32
DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO POR SECTORES
1982-1992
(Estructura porcentual)

Concepto	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Sector público	76.8	75.4	76.1	74.5	73.2	72.5	70.6	60.3	50.3	38.6	30.0
Sector privado	23.2	24.6	23.9	25.5	26.8	27.5	29.4	39.7	49.7	61.4	70.0

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, *Indicadores Económicos*, varios años.

2.4.2. Comportamiento y estructura del sector bursátil.

El cambio en la rentabilidad de los activos financieros a favor de las inversiones bursátiles, junto con la creciente necesidad de recursos financieros internos por parte del sector público, se tradujo en cambios cuantitativos y cualitativos en las modalidades de financiamiento. En efecto, ante la reducción de la emisión primaria de dinero como mecanismo de financiamiento del déficit público, se incrementó el volumen de otros instrumentos financieros no bancarios del gobierno, en particular nos referimos a la emisión de CETES. (Sánchez Daza, 1999)

El mercado bursátil fue dinamizado por el gobierno a través del aumento en la colocación de la colocación de dinero obligado en parte por las altas transferencias de recursos al exterior por el pago del servicio de deuda externa, y como mecanismo anti-inflacionario mediante la esterilización de divisas (López, 2000). En consecuencia, el gobierno alimentó al mercado bursátil mediante la colocación de títulos públicos de corto plazo. Además, los títulos fueron adquiridos

mayoritariamente por los bancos, quienes obtuvieron altos rendimientos con títulos de bajo riesgo. En otras palabras, el gobierno fomentó y estimuló, por un lado, el auge bursátil, por el otro, la desintermediación bancaria.

Así la desregulación financiera ha conducido a una estructura financiera segmentada asimétrica, donde la modernización y desarrollo del mercado bursátil ha generado una menor participación de los intermediarios bancarios en el financiamiento de la inversión, en tanto que la participación del mercado bursátil en dicho financiamiento sigue siendo menor (Rozo, 1997).

El auge del mercado bursátil permitió la obtención de utilidades extraordinarias por parte de los inversionistas y casas de bolsa. El índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores, es un indicador de dicho dinamismo, en 1986 y 1991; no obstante su comportamiento es altamente irregular tanto en términos nominales como reales, lo cual es un reflejo de la volatilidad inherente a este mercado (ver cuadro 33).

CUADRO 33 INDICE DE PRECIOS Y COTIZACIONES MERCADO ACCIONARIO 1981-1993 (Tasas de crecimiento)		
Año	IPyC Rendimiento Nominal (%)	IPyC Rendimiento Real (%)
1981	-33.20	-48.70
1982	-21.00	-64.11
1983	224.40	100.40
1984	71.90	3.50
1985	171.60	69.38
1986	311.60	104.40
1987	124.30	-13.80
1988	100.18	-30.23
1989	98.05	-12.30
1990	50.09	-0.45
1991	127.65	91.64
1992	22.91	9.81
1993	47.92	36.96

Fuente: Felipe Cruz Díaz. (2003). Liberalización Financiera y Comportamiento del Mercado de Valores en México 1988-2000. Pp. 95

El asombroso crecimiento de los rendimientos en inversiones accionarias parecía confirmar el argumento de quien sostenía el atractivo de este mercado como oportunidad de inversión y la pertinencia de la reforma que le dio prioridad. Sin embargo, la obtención de esta rentabilidad dependió del momento en que se hubiera ingresado en el mercado, ya que el riesgo de invertir a mediano y largo plazos ha sido siempre muy alto (Rozo, 1998).

La actividad financiera nacional se reconstituye en la dicotomía que ocurre en el ámbito internacional, en que la intermediación bancaria tradicional ha ido cediendo espacio a la intermediación bursátil. Los bancos dejan de cumplir la función tradicional de otorgar créditos y captar depósitos, orientándose a otras actividades financiero-comerciales y de emisión y negociación de valores. Por su parte, el auge accionario actuaba en detrimento del comportamiento del sector real de la economía. (Cruz, 2003).

3. Desintermediación bancaria y recesión económica: 1994-2002.

Las reformas estructurales que se instrumentaron en México a partir de 1988 tenían como objetivo reformular la inserción de México en el mercado mundial y cambiar el eje del crecimiento del sector público hacia el sector privado, dejando al mercado la asignación de los factores productivos.

El primer efecto de estas reformas fue la elevación de las tasas de interés internas, que dado el bajo nivel de las tasas internacionales, condujo al establecimiento de un alto diferencial, lo que estimuló la entrada de grandes volúmenes de capital externo.

3.1. Flujos de capitales externos y ahorro interno.

En 1977 bajo una economía de recesión y de pago de deuda, el ahorro interno registró su participación más alta 24%, como proporción del PIB, a partir de ese

año inicia una tendencia descendente. Por su parte el ahorro externo elevó su participación hasta 1994, pero a partir de este año y como consecuencia de la crisis, disminuye. La inversión extranjera también presentó un crecimiento muy dinámico, en particular la de cartera, aunque después de la crisis de 1994 mostró una disminución drástica, para volver a crecer a tasas muy altas a partir de 1999. Paralelamente al crecimiento de flujos de capitales de corto plazo, se observa un incremento de la deuda pública tanto interna como externa (ver cuadro 34).

CUADRO 34 DEUDA PÚBLICA Y FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS 1994-2002						
AÑO	DEUDA PÚBLICA (Como porcentaje del PIB)			FLUJOS DE CAPITALES EXTERNOS (Estructura porcentual)		
	TOTAL	INTERNA	EXTERNA	INVERSIÓN EXTRANJERA TOTAL	INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	INVERSIÓN EXTRANJERA EN CARTERA
1994	29.34	12.59	16.75	100.00	75.64	24.36
1995	40.92	8.46	32.46	100.00	94.81	5.19
1996	31.55	7.69	23.85	100.00	70.62	29.38
1997	25.55	8.64	16.91	100.00	80.45	19.55
1998	27.21	9.59	17.62	100.00	106.63	-6.63
1999	28.77	9.94	18.83	100.00	51.85	48.15
2000	30.99	10.58	20.41	100.00	52.77	47.23
2001	32.68	11.19	21.48	100.00	51.42	48.58
2002	35.34	12.70	22.64	100.00	50.45	49.55

Fuente: Síntesis de Estadísticas Económicas, Dirección General de Planeación Hacendaria, SHCP, 2003

Si bien la liberalización del sector financiero estimuló la entrada de capitales externos, no se generó un incremento en el nivel de ahorro interno; debido a que el Banco de México aplicó operaciones de esterilización de divisas. En efecto, para evitar la monetización de estos flujos, el Banco de México se vio obligado a recurrir a la colocación de valores públicos para mantener la estabilidad en el nivel de precios, con lo cual se elevó el valor de la deuda pública interna (Stuart, 2001).

3.2. Ahorro y profundización financiera.

En 1997 se implementó el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo (PRONAFIDE) cuyo objetivo era crear mecanismos de financiamiento interno que permitieran un crecimiento económico a tasas mayores del 5%. Esto suponía elevar el ahorro interno y recurrir al ahorro externo sólo como complemento del primero. El logro de tal meta suponía: a) promover e incrementar el ahorro privado; b) mantener las finanzas públicas sanas; c) disminuir el financiamiento externo; y d) consolidar la desregulación del sistema financiero.

Estas líneas de acción implicaban la instrumentación de un nuevo sistema de pensiones, el fomento del ahorro interno y una política fiscal que estimulara el ahorro y la inversión. El programa partía de la tesis de que la generación de ahorro *ex-ante* conduciría a un incremento de la inversión, por tanto, el crecimiento económico quedaba supeditado al incremento previo del ahorro interno.

En el cuadro 36 se observa que el ahorro total se mantuvo en un promedio de 22% como proporción del PIB, durante el período 1993-2002; sin embargo, el ahorro interno mostró fuertes fluctuaciones, en particular en el período 1993-1995 y nuevamente entre 2001-2002; en tanto que el ahorro externo mostraba una mayor participación en esos mismos períodos. Es decir, las altas tasas de crecimiento del ahorro externo permitieron mantener en un nivel constante el ahorro total. Por otro lado, en la composición del ahorro interno, se observan dos efectos: entre 1995-1997, cuando el ahorro público crece a tasas altas, muestra una tendencia descendente; para el período 1998-2002, cuando el ahorro público registró una fuerte caída, el ahorro privado presentó un crecimiento muy irregular. Esto parece indicar la presencia de un efecto sustitución entre el ahorro público y privado.

Este comportamiento en el ahorro interno, aunado a los efectos de la competencia externa, de las altas tasas de interés y el racionamiento del crédito, afectaron de

manera negativa a la FBKF. Ello explica que su participación en el PIB disminuya; de representar el 12.2% del PIB en 1994, pasa a 9.8% en 2002 (ver cuadro 35).

El lento crecimiento del ahorro interno resulta altamente contrastante con el incremento acelerado del ahorro financiero. En efecto, la penetración financiera, medida por el cociente M4/PIB muestra grandes incrementos a partir de 1990, para 1994, representó el 51% del PIB. La expansión del ahorro financiero y de la profundidad financiera son un efecto de los altos flujos de capitales externos de corto plazo, que tienen como destino las inversiones bursátiles (que impactan tanto M2 como M3 y M4) y el lento crecimiento del producto (ver cuadro 36).

CUADRO 35 AHORRO E INVERSIÓN 1993-2002 (Como porcentaje del PIB)								
AÑO	AHORRO TOTAL	AHORRO INTERNO			AHORRO EXTERNO	INVERSIÓN		
		TOTAL	PÚBLICO	PRIVADO		TOTAL	FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	VARIACIÓN DE EXISTENCIAS
1993	21.10	15.20	4.00	11.20	5.90	13.35	11.80	1.55
1994	21.60	14.70	4.70	10.00	6.90	13.80	12.18	1.63
1995	19.80	19.30	8.30	11.00	0.50	12.09	9.76	2.33
1996	23.40	22.70	8.40	14.30	0.70	14.16	10.86	3.29
1997	25.90	24.00	7.90	16.10	1.90	15.98	11.99	3.99
1998	24.30	20.50	4.00	16.50	3.80	14.88	12.76	2.12
1999	23.40	20.50	3.60	16.90	2.90	14.44	12.98	1.46
2000	23.50	20.40	2.20	18.20	3.10	14.77	13.26	1.51
2001	20.70	17.90	2.30	15.60	2.80	13.22	12.63	0.60
2002	22.16	18.96	2.07	16.89	3.20	10.26	9.75	0.69

Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI, *Cuentas Nacionales*, varios años, CEPAL, www.cepal.org.mx y Síntesis Estadísticas Económicas, *Dirección de Planeación Hacendaria*, SHCP, 2003.

CUADRO 36 PROFUNDIDAD FINANCIERA 1989-2002 (Como porcentaje del PIB)					
AÑOS	AHORRO FINANCIERO (M4-M1)	M1/PIB	M2/PIB	M3/PIB	M4/PIB
1989	9.23	5.76	22.94	33.53	37.16
1990	9.92	6.85	24.87	35.11	40.34
1991	7.66	11.63	28.45	33.65	41.03
1992	2.83	11.25	28.79	33.37	41.33
1993	7.73	11.85	29.20	36.60	46.79
1994	7.63	10.86	31.24	40.79	51.22
1995	8.54	8.99	33.52	37.64	47.82
1996	7.33	9.20	31.71	36.39	46.10
1997	8.45	9.43	30.05	36.92	46.95
1998	6.54	9.23	30.19	36.58	47.46
1999	7.06	9.80	29.34	37.89	48.43
2000	7.56	8.74	40.03	40.38	41.58
2001	8.23	9.48	43.74	44.17	45.17
2002	8.45	10.64	47.19	47.60	48.25

Fuente: Banco de México, *Informe anual 2003*, www.banxico.org.mx

3.3. Desintermediación bancaria y bursatilización.

El crecimiento en los indicadores de ahorro y profundidad financiera sugieren que la liberalización del sistema financiero fue exitosa; sin embargo, si analizamos la relación entre captación y canalización de los recursos bancarios se observa un comportamiento irregular entre ambas variables. En particular, en los últimos diez años, el crédito otorgado a las actividades económicas ha venido disminuyendo de manera acelerada. Así que, el crecimiento en el ahorro y la penetración financiera no estimularon el desarrollo económico que se esperaba con la desregulación del sistema financiero (Thirlwall, 2001).

3.3.1. Captación de recursos.

La estructura de las obligaciones totales de la banca comercial ha registrado cambios importantes. Por un lado, la captación de recursos ha disminuido, de representar el 47% en 1994 pasó a 24.6% en 2002; por el otro, los recursos

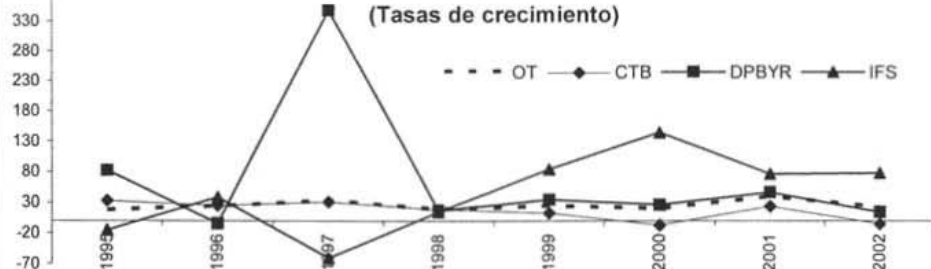
provenientes de depósitos y préstamos de bancos y reportos, así como de los instrumentos financieros sintéticos, registraron una mayor participación (ver cuadro 37). En la gráfica 3 se muestra cómo las obligaciones totales y la captación registraron un débil crecimiento, en tanto que los instrumentos financieros mostraron fuertes fluctuaciones.

En el cuadro 38 se observa que después de la crisis de 1994, la captación a través de las cuentas de cheques y las aceptaciones bancarias cayeron drásticamente, mientras que la captación a través de futuros, reportos y coberturas, creció aceleradamente, por su parte, la captación vía banca de inversión fue perdiendo peso. Esto es un indicador del proceso de bursatilización de los pasivos del sistema bancario.

CUADRO 37 CAPTACIÓN POR INSTRUMENTO 1994-2002 (Estructura porcentual)										
Años	Obligaciones Totales	Captación Total Bruta	Depósitos y préstamos de bancos y reportos	Obligaciones por rescuento	Instrumentos Financieros Sintéticos	Reservas, provisión, riesgo, crédito y otras	Ingresos por diferir	Otros pasivos	Capital contable	
1994	100.00	47.07	6.85	5.99	29.44	4.37	0.26	1.18	4.84	
1995	100.00	52.92	10.57	3.44	21.15	6.51	0.37	1.42	3.62	
1996	100.00	53.15	8.12	1.91	23.58	8.12	0.32	1.79	3.00	
1997	100.00	52.23	27.31	1.50	6.91	9.62	1.52	1.08	-0.17	
1998	100.00	51.97	26.74	1.28	6.66	10.21	1.50	1.11	0.52	
1999	100.00	46.93	28.87	1.06	9.84	12.09	0.59	0.84	-0.23	
2000	100.00	36.20	30.30	0.81	20.05	9.83	0.56	2.55	-0.23	
2001	100.00	31.99	31.72	0.94	25.33	n.s	7.97	0.33	2.24	
2002	100.00	24.62	29.38	0.79	36.64	0.09	6.23	0.15	2.40	

n.s. = No Significativo
Fuente: Banco de México, www.banxico.org.mx

GRÁFICA 3
BANCA COMERCIAL. CAPTACIÓN POR INSTRUMENTO
(Tasas de crecimiento)



OT = Obligaciones Totales CBT = Captación Total Bruta
 DPBYR = Depósitos y Préstamos de Bancos y Reportos
 IFS = Instrumentos Financieros Sintéticos

Fuente: Cuadro 37

CUADRO 38
BANCA COMERCIAL. DISTRIBUCIÓN DE LA CAPTACIÓN
POR INSTRUMENTO
1989-2002
(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
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	11.7	0.2	6.0	0.4	64.1	17.6	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

1) Incluye futuros, reportos, coberturas, gastos y cargos diferidos

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, *Indicadores Económicos*, varios años.

Si bien la liberalización financiera estimuló, mediante el incremento de las tasas de interés reales, la captación del ahorro por parte del sector bancario, ello no fue suficiente para fortalecer el proceso de intermediación del sector bancario con el aparato productivo. Por el contrario la estructura del crédito ha sufrido fuertes modificaciones como consecuencia de los cambios y modificaciones que se han venido verificando en la estructura de la captación de recursos (ver cuadro 38).

3.3.2. Contracción del crédito y titularización de los pasivos.

Según el destino del crédito por sector institucional, el sector privado concentró una mayor proporción, en promedio 75% durante el período 1994-2002. Este fue un cambio estructural muy importante, ya que el sector público deja de ser uno de los principales destinos del crédito bancario. Este indicador sugiere que la liberalización financiera fue exitosa, pues era de suponerse que los recursos disponibles para el sector privado se incrementarían, con lo que también se elevaría la inversión productiva, sin embargo, ello no fue así. En efecto, el crédito otorgado al sector privado por parte de la banca comercial registró una tasa de crecimiento promedio anual de 40% en el período 1990-1993, pero para los años 1994-1998, disminuyó de manera drástica, y a partir de este año ha venido registrando tasas negativas (ver cuadro 39).

Dicho comportamiento es un claro indicador del racionamiento del crédito ante expectativas negativas sobre el comportamiento de la economía, que en parte explica el proceso de desintermediación bancaria.

Si analizamos la distribución del crédito por sector económico, tenemos que vivienda, comercio y servicios, así como el crédito al consumo, crédito, para la adquisición de bienes durables, y el crédito hipotecario mostraron un crecimiento muy dinámico, en tanto que el sector industrial no mostró aumentos considerables;

CUADRO 39
BANCA COMERCIAL. CRÉDITO TOTAL OTORGADO
POR SECTOR INSTITUCIONAL
1985-2001

Años	Millones de Pesos			Estructura porcentual			Tasas de Crecimiento		
	Total	Crédito Privado	Crédito Público	Total	Crédito Privado	Crédito Público	Total	Crédito Privado	Crédito Público
1985	20,161.0	12,562.0	7,599.0	100.0	62.3	37.7	-	-	-
1990 ⁽¹⁾	241,942.0	183,067.0	58,876.0	100.0	75.7	24.3	64.4	70.9	50.6
1991	337,354.0	274,140.0	63,214.0	100.0	81.3	18.7	39.4	49.7	7.4
1992	435,058.0	368,022.0	67,036.0	100.0	84.6	15.4	29.0	34.2	6.0
1993	583,495.0	511,008.0	72,486.0	100.0	87.6	12.4	34.1	38.9	8.1
1994	872,251.0	606,728.0	135,865.0	85.1	69.6	15.6	49.5	18.7	87.4
1995	1,129,197.0	769,205.0	221,232.0	87.7	68.1	19.6	29.5	26.8	62.8
1996	1,231,756.0	875,794.0	234,893.0	90.2	71.1	19.1	9.1	13.9	6.2
1997	1,296,534.0	951,011.0	257,027.0	93.2	73.4	19.8	5.3	8.6	9.4
1998	1,351,334.0	925,971.0	320,042.0	92.2	68.5	23.7	4.2	-2.6	24.5
1999	1,427,454.0	891,737.0	333,626.0	85.8	62.5	23.4	5.6	-3.7	4.2
2000	1,343,091.0	828,047.0	317,654.0	85.3	61.7	23.7	-5.9	-7.1	-4.8
2001	1,275,057.0	759,168.0	288,507.0	82.2	59.5	22.6	-5.1	-8.3	-9.2

1) Tasa de crecimiento promedio anual durante 1985-1990

Nota: El total del crédito en la estructura porcentual no es igual a 100, debido a que no se están contemplando el sector financiero del país y entidades del exterior

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos, edición 2002, INEGI

por el contrario, presentó un comportamiento altamente irregular que mostró una tendencia a la baja desde 1993. Esta estructura de la canalización del crédito no permitió hacer frente al crecimiento acelerado de la demanda agregada, que el mismo sector bancario impulsaba al otorgar créditos al consumo de bienes duraderos de manera abundante y fácil. Durante el período 1982-1993, el sector comercio y vivienda elevan su participación en el total del crédito otorgado por la banca comercial; mientras que el sector agropecuario e industrial dejan ver una tendencia declinante. Para el período 1994-2002, este comportamiento sectorial del crédito se confirma; la participación del sector agrícola e industrial disminuye drásticamente, en tanto que los sectores vivienda, comercio y servicios elevan su participación. Este comportamiento altamente concentrado se comprueba con las tasas de crecimiento negativas del sector agropecuario e industrial (ver cuadro 40a, 40b, y 41a, 41b).

CUADRO 40a
BANCA COMERCIAL. CANALIZACIÓN DE RECURSOS POR SECTOR
(1982-1993)
(Estructura porcental)

Años	Total	Sector Agropecuario, Silvícola y Pesquero	Sector Industrial	Sector Servicios y Otras Actividades	Crédito a la Vivienda	Comercio	Gobierno
1982	100.0	8.1	35.7	19.7	2.2	15.7	18.6
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	10.0	30.9	30.0	8.1	20.3	0.7
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: Elaboración propia con base en datos del INEGI, *Cuentas Nacionales*, varios años.

CUADRO 40b
BANCA COMERCIAL. CANALIZACIÓN DE RECURSOS POR SECTOR
1994-2002
(Tasas reales de crecimiento)

Años	Total	Sector Agrop., Silvíc y Pesq	Sector Industrial	Sector Serv. y Otras Activ.	Crédito Vivienda	Crédito Consumo	Renglón Ajuste Estadís.	Sector Finan. del País	Gob.	Otros Sect.	Ent. del Exterior
1994	100.0	6.4	25.6	34.6	16.4	7.6	0.3	4.3	3.3	n.d	1.5
1995	100.0	5.2	24.5	31.2	21.4	5.3	3.0	3.7	4.0	n.d	1.5
1996	100.0	5.6	24.8	28.5	25.0	4.0	3.4	2.2	4.9	n.d	1.6
1997	100.0	5.6	26.2	28.4	26.6	3.6	2.3	1.7	4.8	n.d	0.9
1998	100.0	5.3	27.0	26.5	26.8	3.5	1.8	2.1	5.7	n.d	1.3
1999	100.0	4.5	23.1	22.4	24.6	3.4	2.1	2.8	5.0	11.7	0.3
2000	100.0	4.2	22.1	24.3	22.2	4.7	1.9	2.9	5.2	12.2	0.5
2001	100.0	3.8	21.1	22.4	20.4	6.7	1.7	4.0	6.4	12.9	0.6
2002	100.0	2.6	19.2	21.9	17.9	8.6	1.9	4.3	6.3	16.5	0.8

La fuerte disminución del financiamiento a los sectores agropecuario e industrial es un reflejo del proceso de desintermediación bancaria y del insuficiente fondeo de las empresas, pero también es un indicador de la "selección adversa" y el "riesgo moral" que, conjuntamente con la especulación financiera, provocaron un

CUADRO 41a
BANCA COMERCIAL. CANALIZACIÓN DE RECURSOS POR SECTOR
(1982-1993)
(Tasas de crecimiento)

Años	Total	Sector Agropecuario, Silvícola y Pesquero	Sector Industrial	Sector Servicios y Otras Actividades	Crédito a la Vivienda	Comercio	Gobierno
1983	90.1	-15.4	0.0	0.0	1.1	-0.1	0.1
1984	70.6	23.2	0.0	0.0	0.1	0.3	-0.2
1985	76.3	-14.3	-0.2	-0.1	0.2	-0.2	0.7
1986	111.8	-33.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.4
1987	149.7	-1.9	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.1
1988	22.0	77.1	0.2	0.0	0.8	0.3	-0.5
1989	58.8	12.2	0.1	0.1	-0.1	0.5	-0.6
1990	50.9	5.9	0.0	0.3	0.0	0.1	-0.9
1991	59.9	-6.1	-0.1	0.1	-0.2	0.0	5.0
1992	43.1	-9.8	-0.1	0.0	1.4	-0.1	-0.4
1993	24.5	-10.1	0.0	-0.1	0.2	0.1	0.0

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México. *Cuadernos de Información Económica*, varios años.

CUADRO 41b
BANCA COMERCIAL. CANALIZACIÓN POR SECTOR
1994-2002
(Tasas de crecimiento)

Años	Total	Sector Agrop., Silvíc y Pesq.	Sector Industrial	Sector Serv. y Otras Activ.	Crédito Vivienda	Crédito Consumo	Renglón Ajuste Estadis.	Sector Finan. del País	Gob.	Otros Sect.	Ent. del Exterior
1995	-17.8	-33.5	-21.2	-25.7	7.6	-42.3	621.5	-28.9	-0.2	n.d.	-15.0
1996	-13.9	-7.3	-13.1	-21.5	0.5	-34.8	-3.3	-49.7	5.4	n.d.	-9.6
1997	-8.8	-8.1	-3.7	-9.2	-3.1	-17.7	-38.8	-30.0	-11.6	n.d.	-51.0
1998	-10.6	-16.8	-7.9	-16.4	-10.0	-14.3	-28.1	12.3	6.8	n.d.	36.4
1999	-3.7	-17.9	-17.5	-18.7	-11.3	-5.2	11.3	27.2	-15.5	n.d.	-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	-11.0	-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	-8.3	-1.8	-11.5	30.4	12.8	9.3	-1.4	29.2	30.9

1) Incluye el crédito a Servicios de Administración Pública, Defensa y Seguridad Social

Fuente: Banco de México, [http:// www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx), *Cuadernos de Información Económica*, varios años.

racionamiento de créditos hacia la inversión productiva y una deficiente distribución de éstos. Esta hipótesis se refuerza con el hecho de que los sectores agropecuario e industrial siguen presentando los índices de cartera vencida más altos (ver cuadro 42).

CUADRO 42
CARTERA VENCIDA. BANCA COMERCIAL Y DE DESARROLLO
SEGÚN ACTIVIDAD PRINCIPAL DEL PRESTATARIO
1994-2001
(Estructura porcentual)

AÑO	TOTAL	SUB TOTAL	SECTOR PRIVADO DEL PAIS					FINANCIERO	GOB.	ENTIDADES DEL EXTERIOR
			AGROP. SILV. Y PESQ.	IND.	SERV. Y OTRAS ACTIV.	CRÉDITO A LA VIVIENDA	CRÉDITO AL CONSUMO			
1994	100.0	95.9	14.4	21.9	38.9	10.1	14.6	3.7	0.3	0.1
1995	100.0	90.6	13.0	27.5	41.5	8.9	9.0	9.0	0.2	0.2
1996	100.0	94.0	14.7	28.0	39.3	8.6	9.4	5.5	0.2	0.3
1997	100.0	93.2	15.5	23.5	37.5	18.6	4.9	6.0	0.5	0.3
1998	100.0	96.5	13.4	25.6	34.1	24.6	2.4	3.4	0.1	0.0
1999	100.0	97.1	12.8	27.2	35.5	22.4	2.1	2.6	0.2	0.1
2000	100.0	97.1	12.6	31.7	33.1	20.4	2.1	2.7	0.2	0.1
2001	100.0	96.8	13.9	33.7	31.9	17.7	2.8	3.0	0.2	0.0

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 12A (Anexo Estadístico)

La desregulación del sector bancario, lejos de elevar la canalización de recursos y mejorar la eficiencia en la intermediación bancaria, provocó la desintermediación y, con ello, una mayor inestabilidad financiera que impidió la constitución del fondo revolvente que permitiera a las empresas hacer frente a sus compromisos financieros. El incremento de la cartera vencida deja ver los efectos negativos de la liberalización financiera. Por un lado, el crecimiento del crédito al consumo, que por una parte se sustenta en la obtención de ingreso futuro; y por otro, el mayor crecimiento de la inversión especulativa que no producen ahorro real, influyeron en la disminución del crédito a las actividades productivas (Manrique, 1996).

Ello, sumado a un deficiente mercado obstaculizó el fondeo de la inversión, al impedir que las deudas se empataran y, con ello, que los inversionistas saldaran los créditos de corto plazo. El crecimiento en el ingreso menor al esperado, imposibilitó a los prestatarios pagar sus deudas bancarias. Como vemos, las reformas financieras generaron un efecto contrario al esperado, en lugar de crear mecanismos de fondeo de la inversión productiva, debilitaron el proceso de intermediación bancaria, que ha impedido la reactivación del crecimiento económico.

3.3.3. Saldos de la desregulación bancaria: desintermediación y altos márgenes de ganancia.

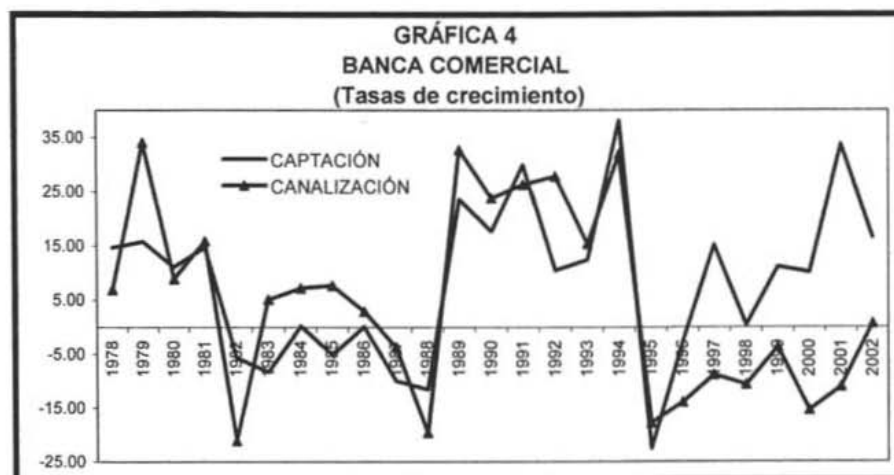
En el cuadro 43 podemos observar tres periodos en el comportamiento de la relación captación-crédito. De 1978 a 1987 la canalización crece más que la captación de recursos; para 1988-1994 esta tendencia se mantiene, aunque con variaciones. A partir de 1995 la captación crece a tasas menores a las registradas en los dos periodos anteriores, en tanto que el crédito inicia una tendencia acelerada a la baja. Este comportamiento se hace evidente a partir de 1994, cuando la brecha entre captación y crédito se abre (ver gráfica 4).

CUADRO 43 BANCA COMERCIAL. CAPTACIÓN Y CANALIZACIÓN (Tasas de crecimiento real)		
ANOS	CAPTACION	CANALIZACION
1978	14.70	6.90
1979	15.80	34.00
1980	11.10	8.90
1981	14.60	15.90
1982	-5.60	-21.10
1983	-8.30	5.10
1984	0.20	7.20
1985	-5.10	7.70
1986	0.10	2.90
1987	-9.90	-3.70
1988	-11.50	-19.60
1989	23.50	32.70
1990	17.70	23.80
1991	29.90	26.30
1992	10.50	27.80
1993	12.40	15.30
1994	38.10	31.90
1995	-22.50	-17.80
1996	-2.80	-13.90
1997	15.20	-8.80
1998	0.40	-10.60
1999	11.10	-3.70
2000	10.10	-15.40
2001	33.70	-11.00
2002	16.50	0.70

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

comportamiento entre la captación y el crédito nos permite afirmar que el ahorro financiero tuvo como destino la inversión bursátil, en particular la de corto plazo que se caracteriza por ser altamente especulativa.

Paralelo a este proceso de desintermediación y titularización de los pasivos bancarios, se observa un incremento en el margen de intermediación financiera, de 11.51% en 1988 pasa a 17.13% en 1995. Cabe señalar que éste, aún después de la crisis se mantuvo en niveles altos, a pesar de que el crédito a las actividades productivas disminuyó. Ello demuestra que el sector bancario, ante las expectativas inciertas, desvió el ahorro financiero hacia actividades y operaciones bursátiles especulativas, pero que les generaban altas ganancias (ver cuadro 44).



CUADRO 44 TASAS DE INTERÉS Y MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA (Valores reales)						
AÑOS	ESTADOS UNIDOS			MÉXICO		
	TASAS DE INTERÉS		MARGEN DE INTERMEDIACIÓN	TASAS DE INTERÉS		MARGEN DE INTERMEDIACIÓN
	PASIVA	ACTIVA		PASIVA	ACTIVA	
1988	3.45	4.98	1.53	-21.72	-10.21	11.51
1989	3.34	5.08	1.73	20.50	33.64	13.14
1990	2.64	4.40	1.76	8.72	19.40	10.68
1991	3.76	6.33	2.57	-0.54	11.23	11.77
1992	2.77	5.32	2.55	2.83	14.16	11.33
1993	2.11	4.91	2.80	8.03	21.81	13.78
1994	4.38	6.88	2.50	7.33	22.71	15.38
1995	4.01	6.87	2.87	2.76	19.90	17.13
1996	3.90	6.85	2.95	2.15	23.85	21.70
1997	3.70	6.78	3.08	2.13	24.65	22.52
1998	3.64	6.42	2.78	2.06	25.46	23.40
1999	3.42	6.41	2.99	2.01	26.53	24.52
2000	3.12	6.22	3.10	2.30	24.56	22.26
2001	2.14	5.42	3.28	2.60	24.06	21.46
2002	2.16	5.63	3.47	2.90	24.01	21.11

Fuente: Teresa S. López González (2001). Fragilidad Financiera y Crecimiento Económico en México.

3.3. Fuentes de financiamiento de la inversión bruta de capital fijo.

El crecimiento significativo de la inversión privada, se reflejó en la FBKF de este sector, que durante el período 1994-2002, mantuvo una participación anual del 82%; en particular, el rubro de maquinaria y equipo que mostró altas tasas de crecimiento. Es muy probable que dicho incremento se concentre en las grandes empresas nacionales e internacionales, que ante la apertura comercial y su efecto, incremento de la competencia externa, se vieron obligadas a renovar su tecnología (ver cuadro 45).

CUADRO 45
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
POR TIPO DE BIEN Y COMPRADOR
1995-2001

(Tasas de crecimiento)									
Años	Total			Construcción			Maq. Y Eq.		
	Total	Privada	Pública	Total	Privada	Pública	Total	Privada	Pública
1995	-29.0	-28.2	-31.3	-22.5	-15.2	-32.7	-36.4	-37.5	-22.1
1996	16.4	26.7	-14.8	11.6	28.6	-18.2	23.0	24.9	4.3
1997	21.0	23.5	10.1	10.6	10.0	12.5	34.1	36.9	-0.3
1998	10.3	13.8	-7.5	4.0	8.8	-9.0	16.8	17.8	0.3
1999	7.7	7.2	10.7	4.9	2.4	12.8	10.3	10.8	1.3
2000	11.4	8.7	27.2	6.1	-0.4	25.3	15.9	15.0	36.7
2001	-5.8	-4.4	-13.0	-4.6	-2.3	-10.1	-6.8	-5.7	-25.9
(Estructura porcentual)									
Años	Total			Construcción			Maq. Y Eq.		
	Total	Privada	Pública	Total	Privada	Pública	Total	Privada	Pública
1995	100.0	74.3	25.7	53.2	30.9	22.2	46.8	43.4	3.4
1996	100.0	75.2	24.8	58.0	36.9	21.1	42.0	38.2	3.8
1997	100.0	81.8	18.2	55.6	40.8	14.8	44.4	41.0	3.4
1998	100.0	83.5	16.5	50.8	37.1	13.8	49.2	46.4	2.8
1999	100.0	86.1	13.9	47.9	36.6	11.4	52.1	49.5	2.5
2000	100.0	85.7	14.3	46.7	34.8	11.9	53.3	50.9	2.4
2001	100.0	83.7	16.3	44.5	31.1	13.4	55.5	52.6	2.9

Fuente: Elaboración propia con base en el cuadro 13A (Anexo Estadístico)

Después de la crisis de 1994, la formación bruta de capital ha presentado un crecimiento muy irregular; para 1995 se registra una disminución del 29%, en 1997 se registra un incremento del 21%, pero en 2001 presenta nuevamente una caída del 5.8%. Este comportamiento altamente irregular se registra también a nivel de sector y por tipo de bien. Si bien el sector privado incrementó su participación en la FBKF, ello no ha sido suficiente para reactivar el crecimiento económico debido al efecto de desplazamiento que ha provocado la privatización del sector estatal. Esta situación es evidente en el caso del sector de la construcción, al pasar la participación del sector público del 22% en 1995 a 13% en 2001, en tanto, que la privada no registró un crecimiento significativo en estos años (ver cuadro 45).

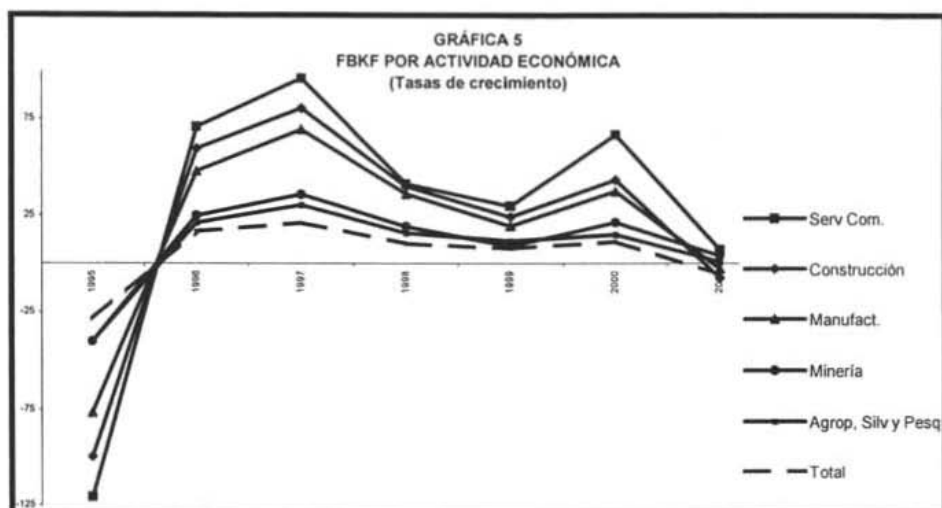
En el cuadro 46 se observa que los sectores agropecuario y minero han presentado el mayor descenso en la formación bruta de capital fijo, ya que presentan las tasas de crecimiento muy por debajo de la tasa general. En el caso

del sector manufacturero, si bien registró tasas por arriba de la nacional; no obstante, ha venido presentando fuertes disminuciones, de registrar una tasa de 34% en 1997, disminuye a 16% en 2000 y para 2001 muestra una tasa negativa de 7% (ver gráfica 5).

CUADRO 46 FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR ACTIVIDAD ECONÓMICA 1995-2001 (Tasas de crecimiento)						
Periodo	TOTAL	Agropecuaria, Silvicultura y Pesca	Minería	Industria Manufacturera	Construcción	Serv. Comunales, Sociales y Personales
1995	-29.00	-11.58	0.20	-36.20	-22.90	-21.44
1996	16.39	4.60	3.72	23.00	11.76	11.27
1997	21.04	9.15	5.61	33.84	10.85	15.46
1998	10.28	5.52	3.32	16.89	3.90	1.19
1999	7.71	3.83	-2.55	10.32	4.90	5.48
2000	11.36	3.61	6.29	15.89	6.20	23.64
2001	-5.82	6.50	3.32	-6.85	-4.80	14.66

Fuente: Elaboración propia con base en *Cuentas Nacionales, INEGI*, varios años

Las principales fuentes de financiamiento en el período 1994-2001, de las empresas exportadoras fueron, en orden de importancia: i) deuda directa (Deuda), ii) reinversión de utilidades; y iii) aumentos de capital. La deuda directa se mantuvo como la principal fuente de financiamiento con el 60% en promedio durante el período, esta forma de financiamiento llegó a representar el 93% en 1996. Sin embargo, a partir de 1997 esta tendencia se revierte llegando a un mínimo de 14% en el año de 2001. A partir de 1997 la principal fuente de financiamiento de las empresas exportadoras fue la reinversión de utilidades, que en 2001 representó el 67% del financiamiento total de estas empresas (ver cuadro 47). Estos datos fortalecen la hipótesis de racionamiento del crédito bancario y desintermediación del sistema bancario mexicano. Asimismo, otra fuente de financiamiento fue el mercado de valores, aunque no en la misma proporción que el financiamiento bancario.



En el caso de las empresas no exportadoras, su principal fuente de financiamiento, para el período de 1995-2001 fue la reinversión de utilidades, en promedio para el período representó el 75%. Cabe señalar que en 1994, la deuda directa de este tipo de empresas representaba el 101% como proporción de los recursos totales; sin embargo, a partir de este año este tipo de financiamiento se redujo drásticamente y, no es sino hasta 2000 cuando empieza a mostrar una recuperación (ver cuadro 47). Como vemos, al igual, que en el caso de las empresas exportadoras se enfrentaron a una fuerte contracción del crédito después de la crisis de 1994.

Si analizamos el financiamiento según el plazo, tenemos que, en el caso de las empresas no exportadoras, los pasivos de corto plazo representaron el 57% y los de largo plazo el 35%, como proporción de los pasivos totales. Respecto a las

CUADRO 47			
FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN MÉXICO			
EMPRESAS EXPORTADORAS Y NO EXPORTADORAS			
1994-2001 (Porcentajes)			
EMPRESAS EXPORTADORAS			
Años	Deuda/ RT	Aumentos de Capital Social/ RT	Reinversión de utilidades/ RT
1994	73.0	5.0	23.0
1995	77.0	8.0	15.0
1996	93.0	9.0	-2.0
1997	58.0	1.0	41.0
1998	59.0	2.0	39.0
1999	66.0	2.0	32.0
2000	41.0	11.0	48.0
2001	14.0	19.0	67.0
Promedio	60.0	7.0	33.0
EMPRESAS NO EXPORTADORAS			
Años	Deuda/ RT	Aumentos de Capital Social/ RT	Reinversión de utilidades/ RT
1994	101.0	-4.0	3.0
1995	5.0	-5.0	100.0
1996	-51.0	-5.0	156.0
1997	0.0	-1.0	101.0
1998	-7.0	0.0	107.0
1999	-27.0	12.0	114.0
2000	33.0	-1.0	68.0
2001	71.0	1.0	27.0
Promedio	14.0	0.0	75.0
RT = Recursos Totales			
Fuente: Elaboración propia con base en Económica			

empresas exportadoras ésta estructura fue más equilibrada 44% fueron pasivos de corto plazo y 47% pasivos de largo plazo (ver cuadro 47).

En el cuadro 48 se presenta la estructura de la deuda de corto plazo, tanto para las empresas exportadoras como para las no exportadoras, para el período 1993-2001. En el caso de la empresas exportadoras los pasivos de corto plazo, representaron el 44% (contra 47% de largo plazo), le sigue el crédito bancario con el 16% y en tercer lugar las deudas con los proveedores con el 12% como proporción de los pasivos totales, en promedio durante el período. Por su parte,

para las empresas no exportadoras, los pasivos de corto plazo (contra 35% de largo plazo) representaron el 57%, la segunda fuente de financiamiento fueron los proveedores con el 26%, y por último el crédito bancario con el 15% como proporción del PIB, durante el mismo período.

De lo anterior se desprende que una fuente de financiamiento importante para las empresas no exportadoras es el crédito otorgado por los proveedores. Cabe señalar que el crédito bancario y el crédito bursátil (colocación de acciones), registraron un comportamiento muy similar para los dos tipos de empresas (ver cuadro 48).

CUADRO 48 DEUDA DE CORTO PLAZO EMPRESAS EXPORTADORAS Y NO EXPORTADORAS 1993-2001 (Porcentajes)										
Años	Pasivo/Pasivo Total		Proveedores/Pasivo Total		Crédito Bancario/Pasivo Total		Crédito Bursátil/Pasivo Total		Otros pasivos/Pasivo Total	
	EXP	NO EXP	EXP	NO EXP	EXP	NO EXP	EXP	NO EXP	EXP	NO EXP
1993	49.0	54.0	10.0	27.0	16.0	13.0	6.0	2.0	12.0	8.0
1994	47.0	60.0	12.0	27.0	20.0	20.0	3.0	7.0	10.0	4.0
1995	52.0	55.0	10.0	30.0	25.0	16.0	6.0	2.0	9.0	4.0
1996	44.0	56.0	13.0	27.0	16.0	15.0	3.0	6.0	11.0	6.0
1997	39.0	56.0	13.0	29.0	13.0	15.0	1.0	2.0	10.0	8.0
1998	46.0	56.0	13.0	29.0	16.0	16.0	2.0	1.0	12.0	6.0
1999	43.0	61.0	13.0	25.0	14.0	18.0	1.0	1.0	13.0	11.0
2000	41.0	53.0	11.0	21.0	15.0	14.0	1.0	1.0	13.0	10.0
2001	36.0	59.0	10.0	21.0	10.0	11.0	1.0	3.0	11.0	15.0
Promedio	44.0	57.0	12.0	26.0	16.0	15.0	3.0	3.0	11.0	8.0
Empresas Exportadoras: Deuda/Recursos Totales 14%										
Empresas no Exportadoras: Deuda/Recursos Totales 60%										
Fuente: Elaboración propia con base en datos de Economía										

Por último, en el cuadro 49 se muestra la estructura de la deuda de largo plazo. En el caso de las empresas exportadoras el crédito bancario es una de las principales fuentes de financiamiento, con el 35% como proporción de los pasivos totales, para el período 1993-2001; en tanto que para las empresas no exportadoras este

porcentaje fue de 23%. Si bien el crédito bancario es una de las principales fuentes de financiamiento para las empresas, este ha ido disminuyendo de manera paulatina, en particular para las empresas no exportadoras.

CUADRO 49 DEUDA DE LARGO PLAZO EMPRESAS EXPORTADORAS Y NO EXPORTADORAS 1993-2001 (Como porcentaje)								
Años	Pasivo/Pasivo Total		Crédito Bancario/Pasivo Total		Crédito Bursátil/Pasivo Total		Acreedores/Pasivo Total	
	EXP	NO EXP	EXP	NO EXP	EXP	NO EXP	EXP	NO EXP
1993	48.0	41.0	32.0	17.0	6.0	17.0	10.0	7.0
1994	50.0	34.0	30.0	22.0	8.0	11.0	12.0	1.0
1995	44.0	40.0	29.0	28.0	5.0	7.0	10.0	6.0
1996	49.0	39.0	33.0	24.0	7.0	2.0	9.0	14.0
1997	54.0	41.0	39.0	33.0	6.0	4.0	9.0	4.0
1998	48.0	42.0	39.0	36.0	3.0	4.0	5.0	3.0
1999	51.0	38.0	44.0	25.0	2.0	3.0	5.0	8.0
2000	36.0	23.0	29.0	11.0	2.0	2.0	4.0	11.0
2001	42.0	15.0	35.0	7.0	2.0	0.0	5.0	8.0
Promedio	47.0	35.0	35.0	23.0	4.0	5.0	8.0	7.0
Empresas Exportadoras: Deuda/Recursos Totales 14%								
Empresas no Exportadoras: Deuda/Recursos Totales 60%								
Fuente: Elaboración propia con base en datos de Economática								

Con todo esto, concluimos que la inversión en FBKF, no es proporcional entre las empresas exportadoras y no exportadoras debido a que no tienen acceso a las mismas fuentes de financiamiento y no son igual de rentables, esto es, la desregulación financiera favoreció a las empresas exportadoras. El hecho de que el financiamiento bancario fuera la segunda fuente proveedora de recursos, significa que cumple un papel complementario de financiamiento de las empresas. De ahí que el autofinanciamiento basado en las reservas de reposición de capital y la reinversión de utilidades, desempeñara un papel relevante como fuente de financiamiento pero al mismo tiempo como un factor limitante de la innovación tecnológica y la elevación de la escala de producción (Studart, 2001).

Conclusiones.

La *escuela neoclásica* sostiene que, el ahorro es previo a la inversión, es decir, ex- ante y que la tasa de interés determina su volumen, dejando al sector financiero la función de canalizar los recursos hacia el aparato productivo. Para este enfoque, la función de las instituciones financieras se reduce a la intermediación entre los agentes superavitarios y los deficitarios, para lo cual suponen la creación de instrumentos y plazos adecuados a las preferencias de los inversionistas y ahorradores ("política de profundización financiera"). Este planteamiento descansa en los siguientes supuestos: i) los ahorradores determinan el volumen de la inversión; ii) el crédito es un instrumento que ayuda al financiamiento de la inversión; iii) la libre movilidad de capitales garantiza una tasa de interés de equilibrio, que capta el ahorro y lo distribuye de una forma eficiente en el aparato productivo.

Por su parte *Keynes* sostiene que, la igualdad entre el volumen de ahorro y el volumen de inversión surge ex -post, en la Teoría General, la inversión determina el producto, y éste el ahorro; de tal forma que la variable dinámica es la inversión, y el ahorro es una variable pasiva que aumenta o disminuye en función de la actividad económica. La propensión marginal a ahorrar, por lo tanto, no determina el crecimiento del producto. Siguiendo estas tesis, los *poskeynesianos* retoman la teoría del ahorro para enriquecerla con más elementos analíticos, que permiten explicar la relación entre inversión, ahorro y crecimiento. El enfoque poskeynesiano centra su análisis en la existencia de incertidumbre. De aquí se deriva la no neutralidad del dinero, lo que significa que el dinero modifica el ingreso real y el empleo, a través de su impacto sobre la tasa de interés real.

De acuerdo con *Kalecki* y *Steindl*, el monto de los fondos internos y su efecto sobre el financiamiento externo pueden explicar las fuertes oscilaciones de la inversión y el ingreso y, consecuentemente, la inestabilidad financiera. La relevancia de la capacidad ociosa y los avances tecnológicos es que, dado una tasa de rendimiento y de recursos financieros tanto externos como internos,

pueden modificar el volumen de la inversión. Estos determinantes de la inversión son típicos en un mercado oligopólico capitalista e introducen otra fuente de explicación de las oscilaciones de la inversión.

Una tasa de crecimiento sostenido del producto se logra mediante el financiamiento y fondeo de la inversión. El financiamiento permite realizar la inversión y el fondeo, tiene la función de emitir instrumentos financieros de largo plazo que se crean en base a la recolección del ahorro generado por la inversión, es decir, que el ahorro es *ex-post*. La condición para ambos tipos de financiamiento son que los créditos sean canalizados al sector productivo, así podrá incrementarse la inversión que a su vez genera un incremento en el volumen de ahorro, el cual debería ser captado por el sistema financiero, para la creación de instrumentos financieros de largo plazo, que anula la necesidad de financiamiento de corto plazo. Así pues las instituciones financieras son elementos importantes para entender el crecimiento y la estabilidad económica en la lógica del capitalismo imperante.

La crisis financiera de 1982 no fue resultado de la represión financiera o de la intervención estatal, como lo han planteado los teóricos neoliberales, sino más bien fue consecuencia de la falta de mecanismos compensatorios al nuevo orden internacional (desregulación del sistema monetario internacional) y a la presión que tuvo el sistema financiero nacional a realizar estrategias poco funcionales al crecimiento económico sostenido.

En el período de 1983-1993, la privatización junto con la apertura comercial redujeron la actividad de la inversión, y la liberalización financiera redujo el financiamiento de corto plazo hacia la inversión productiva, lo que estimuló la inversión especulativa, que fue acompañada de un mercado bursátil dominado por instrumentos de corto plazo que impidió la generación de instrumentos financieros de largo plazo. En este período el sector privado tuvo todas las condiciones para

que fuera el encargado de dinamizar a la inversión, que sería financiada por los bancos y fondeada por el mercado de valores.

El Estado redujo drásticamente su gasto en inversión incrementándose con ello los créditos al sector privado. El crédito canalizado al sector privado y la reducción de los plazos de los instrumentos financieros, generaron inestabilidad financiera que culminó en una fuerte recesión económica. Así como lo sostuvimos en este período, una economía que necesita de altos niveles de inversión para poder alcanzar el desarrollo y que sufre de atrasos estructurales, no puede descansar en los mecanismos de mercado, que se han ido deteriorando a raíz del incremento de la especulación mundial. En condiciones de inestabilidad internacional, los mercados financieros deben ser regulados e imponerse condiciones macroeconómicas sustentables para el crecimiento.

La frágil estructura financiera mexicana trajo como consecuencia problemas de liquidez y presión sobre las finanzas públicas. En 1987 se da el crack en el mercado bursátil, así pues, se inicia el proceso de reestructuración de la economía mexicana que se sustentó en la desregulación económica.

La política implementada por las autoridades para elevar el ahorro interno mediante rendimientos financieros altos, con desregulación financiera ha provocado que la liquidez captada por esta vía no se convirtiera en financiamiento a la inversión productiva, sino que se colocara en inversiones en cartera que redituaban altos rendimientos en el corto plazo. El cambio en la rentabilidad de los activos financieros a favor de las inversiones bursátiles, junto con la creciente necesidad de recursos financieros internos por parte del sector público, se tradujo en cambios cuantitativos y cualitativos en las modalidades de financiamiento.

El manejo de la crisis de 1994 se basó en experiencias pasadas; la inflación se contuvo apreciando nuevamente al peso; lo que también contribuyó a reanimar la inversión productiva, al desalentarse la inversión especulativa con divisas. La sobrevaluación cambiaria se ha compensado con elevadas tasas de interés real, sobre los valores gubernamentales; y los diferenciales entre las tasas de los

depósitos bancarios y las tasas de interés de equilibrio del mercado se han ampliado a niveles sin precedente.

No obstante los elevados márgenes de intermediación bancaria, el crédito ha decrecido, en términos reales, a los niveles registrados a principios de la década de los ochenta, y el sistema bancario no logra superar la grave situación financiera en que cayó tras la crisis.

El sistema bancario no remunera adecuadamente los depósitos, y obtiene elevados márgenes financieros. Esto ha ocasionado que se desarrollen mercados informales de crédito entre proveedores, así como sociedades de ahorro y préstamo para fines específicos, que transfieren recursos a costos financieros inferiores a los bancarios. Por otra parte la declinante captación bancaria desde mediados de la década pasada pone de manifiesto que el ahorro *financiero* es elástico a la tasa de interés, aún cuando el ahorro interno agregado no lo sea.

Una vez que el modelo neoliberal se aplica prescindiendo del efecto positivo de un alza en las tasas de interés sobre el ahorro financiero, y con un fuerte financiamiento al consumo, a través de los mercados formales e informales de crédito, la dependencia de los flujos internacionales de capital se magnifica; pues la brecha entre el ahorro y la inversión interna se amplía. El deterioro endógeno de la cuenta corriente, por efecto de la política antiinflacionaria basada en el anclaje del tipo de cambio nominal, y de la estructura oligopólica del mercado bancario, se traduce en un crecimiento fuertemente cíclico, dependiente de las condiciones del mercado financiero internacional.

La política financiera debe tener como objetivo estimular la movilización eficiente del ahorro y su respectiva canalización hacia la inversión en el aparato productivo. No obstante, los mercados financieros son imperfectos debido a la asimetría en la información, por tanto, la elaboración de políticas financieras que impidan crisis sistémicas toman importancia.

En México se sigue implementando el modelo neoliberal monetarista, aún cuando se ha demostrado empíricamente el fracaso de dicho modelo; en dónde las principales características son: i) Estabilidad cambiaria y abatimiento de la inflación en detrimento de una política monetaria y fiscal que dinamice la economía; ii) Vulnerabilidad financiera como consecuencia de la dependencia de la inversión extranjera para financiar el déficit en cuenta corriente; y iv) Estancamiento del aparato productivo.

BIBLIOGRAFÍA

ARIAS, Xosé. (2000). "Liberalización y seguridad financieras en los mercados emergentes". Revista Comercio Exterior, Vol. 50, Núm. 6, México.

ARRAU, Patricio y Oks, Daniel (1992). "El ahorro privado en México, 1980-1990". Revista Economía Mexicana, Nueva Época, Vol. 1, núm. 2, julio-diciembre, Pp. 311-378. México

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

ASPE, A., Pedro, (1993). "El Camino Mexicano de la Transformación Económica". Fondo de Cultura Económica, México.

ATANASIO, O. y Miguel Székely (1998). "Ahorro de los hogares y distribución del ingreso en México". Economía Mexicana, Nueva Época, Vol. VIII, núm. 2, segundo semestre, México, CIDE, Pp. 267-338.

BELLOND, Redondo, J.F. (1996). "Ahorro e inversión en el largo plazo: el caso de América Latina". El Trimestre Económico, Vol. 63, Núm. 251, México FCE, pp. 1113 – 1137.

CAMBIASO, J. E., (1993). "Sintomas del mal holandés por la vía de la cuenta de capitales". en Monetaria, vol. XVI, núm. 1, enero-marzo, México.

CHAPOY Bonifaz, Alma. (1998). "Hacia un Nuevo Sistema Monetario Internacional". UNAM-IIECs. Colección Jesús Silva Herzog, México

CHESNAIS F. (1996). "La mundialización financiera Génesis, costo y desafíos". Ed. Losada S.A. Buenos Aires, Argentina.

CHICK, Victoria. (1983). "La macroeconomía según Keynes. Una revisión de la Teoría General". Traducción de Ignacio Sáez Méndez. Ed. Alianza. Madrid, España.

CHO, Y.J.. (1990). "McKinnon-Shaw versus the Neostructuralists on financial liberalization: a conceptual note". World Development, Vol. 18, No. 3.

CORREA, Eugenia. (1992). "*Los mercados financieros y la crisis en América Latina*". IIECs-UNAM. México

_____. (1999). "*Liberalización y Crisis Financiera*". Revista Comercio Exterior. Enero. Vol. 49. No. 1. México.

CRUZ Díaz, Felipe. (2003). "*Liberalización Financiera y Comportamiento del Mercado de Valores en México*". Tesis de Licenciatura, ENEP-Acatlán UNAM. México.

CUEVAS R, Enrique. (1994). "*Los determinantes del déficit comercial en México 1983-1992*". Momento Económico. Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM. No 73. Pp. 6-9.

DÁVILA I, Hilda R. Rodríguez T, Lilia. (1995). "*Ahorro y consumo en la economía mexicana 1980-1994*". En Sánchez Daza Coordinador "*Lecturas de política monetaria y financiera*"

DE LA ROSA Mendoza, Juan Ramiro. (1995). "*La crisis económica y el problema del ahorro en México*". En Sánchez Daza Coordinador "*Lecturas de política monetaria y financiera*"

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

EICHNER, Alfred. (1994). "*Dinero y Crédito*". Revista Investigación Económica. Núm. 210, octubre-diciembre. Pp. 33-88. México

FITZ Gerald E.V.K. (1994). "*El comportamiento de la inversión privada en México*". Mimeo. El Colegio de México, 28 de marzo, 17 pp. México.

GALBIS, V.. (!977). "*Financial intermediation and economics growth in Less Developed Countries*". en *The Journal of Development Studies* , 13.

GIRÓN, Alicia. (1991). "*Cincuenta años de deuda externa*". IIECs-UNAM. México.

GIRÓN, Alicia y Levy O, Noemi. (2002). "*México: ¡Los bancos que perdimos!. De la desregulación a la extranjerización del sistema financiero*". En dictamen. IIECs y Facultad de Economía. México

GÓMEZ Ochoa, Gabriel y Patlán Ruíz, David. (2000). "*Profundización Financiera. Banca. Ahorro e Inversión en México*". Mimeo. México.

GONZALEZ O. Pedro. "*La Política exterior de México 1994-2000*". (1995). Momento Económico. Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM. No 77. Pp. 34-38.

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

GRIER, Robin. (1998). "*Inflación e incertidumbre inflacionaria en México 1960-1997*". El Trimestre Económico. Colegio de México. Núm. 250. Pp. 407- 426.

GUZMÁN, C. Javier,(1993). "*Política monetaria y cambiaria ante ingresos elevados de capitales externos : el caso de México*", en Monetaria. vol. XVI, núm. 1, enero-marzo. México.

HAUSMANN, Ricardo; Rojas-Suárez, Liliana. (1996). "*Las crisis bancarias en América Latina*". Ed. Banco Interamericano de Desarrollo y Fondo de Cultura Económica. Chile.

HEYMAN, Timothy. (1988). "*Inversión contra inflación*". Análisis y administración de inversiones en México. Ed. Milenio S.A. de C.V. Tercera edición, México.

HUERTA González, Arturo. (1998). "*Liberalización e inestabilidad económica en México*". Editorial Diana. México

KALECKI, M.. (1989). *Ensayos escogidos sobre la dinámica de la economía capitalista. "Sector externo y crecimiento"*. Capitulo III Ed. Fondo de Cultura Económica. México. 234pp.

KEYNES M. John (2000). "*Teoría General de la ocupación. el interés y el dinero*". Fondo de Cultura Económica. México.

KREGEL, J. (1999). "*Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods*". En Comercio Exterior. Enero, pp. 7-15

LEROY Miller, Roger; Pulsinelli, Robert W. (1992). "*Moneda y Banca*". Segunda Edición. Ed. Mc Graw Hill. Colombia.

LEVY O., Noemi, (1999). "*Cambios institucionales en el sector financiero y sus efectos sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994. Ideas generales*", en Investigación Económica, Vol. LIX, núm. 229, julio-septiembre; Facultad de Economía-UNAM; México.

_____. (1999). "*Desregulación financiera: efecto sobre el comportamiento de la inversión y su financiamiento en México*". Revista Problemas del Desarrollo. Vol. 30, Núm. 119, octubre-diciembre, Pp. 81-103. México.

_____. (2000). "*Tasas de interés, agregados monetarios y crecimiento económico*". Revista Momento Económico, IIECs., Núm. 107, enero-febrero. México

_____. (2001). "*Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994*". DGAPA-UABJO. UNAM. México.

LÓPEZ González, Teresa. (2001). "*Fragilidad Financiera y Crecimiento Económico en México*". UNAM-Acatlán- Plaza y Valdés. México.

_____. (2002). "*La paradoja neoliberal en México: márgenes financieros elevados y baja propensión al ahorro*", en Mántey y Levy (comps.). "*Globalización financiera e integración monetaria: una perspectiva desde los países en desarrollo*", Ed. Porrúa-UNAM. México.

MANRIQUE Campos, Irma. (1996). "*Carteras vencidas: grave desorden financiero. Revista Problemas del Desarrollo*". IIECs., Vol. 27, Núm. 107, octubre-diciembre. México.

_____. (2000). "*Arquitectura de la crisis financiera*". IIECs-UNAM-Porrúa. México

_____ y López G. Teresa S. (2002). "*Indicadores estadísticos y gráficos de la fragilidad de las finanzas públicas y subordinación de la política fiscal*". IIECs-DGAPA-Acatlán. México

MÁNTEY, Guadalupe.(1996). "*Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la inversión productiva*", en Problemas del Desarrollo. Vol. 27. No. 107. octubre-diciembre.

_____. (1997). "*Efectividad de la política monetaria en el sistema financiero mexicano liberalizado*", en Lecturas de Política Monetaria y Financiera, Sánchez, D., Alfredo (coordinador), UAM-A, México.

_____. (1997). "*Lecciones de Economía Monetaria*". UNAM-Acatlán. México

_____. (1998). "*La estrategia anti-inflacionaria del Banco de México ante la desregulación financiera internacional*" en Política Económica y Crisis Financiera en México, Villarreal, G. (coordinadora)., UAM-X. México.

MÁNTEY, Guadalupe; **Levy O. Noemi**. (1999). "*Indicadores gráficos de inestabilidad financiera en América Latina y el Sudeste de Asia*". UNAM. ENEP-Acatlán. Facultad de Economía. DGAPA. México.

_____. (1999). "*Desorden Monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*". ENEP-ACATLAN.

MCKINNON, R. I., (1974). "*Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*". CEMLA. Estudios, México.

MENDOZA Pichardo. (1998). "*Financiamiento y crecimiento: La experiencia de México en los años noventa*". En *Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*. Mántey y Levy (comps.). UNAM-DGAPA-Acatlán. México

MINSKY, Hyman. (1987). "*Las razones de Keynes*". Ed. Fondo de Cultura Económica. México

MOORE, Basil. (1994). "Diferencias entre el dinero mercancía, el de curso legal y el crédito". Revista Investigación Económica. Núm. 210, octubre-diciembre. Pp. 89-111. México.

ORTIZ W. Arturo. (1995). "Comercio Exterior". Momento Económico. Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM. No 81. Pp 5-7.

PALLEY, T. I.. (1994). "Competing views of the money supply process : theory and evidence", en Macroeconómica, vol. 45, núm. 1, febrero.

PLAN NACIONAL DE DESARROLLO 1995-2000; *Secretaría de Hacienda y Crédito Público*.

POLLIN, R. y Justice C.. (1995). "Saving, finance and interest rates. An empirical consideration of some basic keynesian proposition", en New Perspectives in Monetary Macroeconomics.

POLLIN, R.. (1996). "Marxian and post keynesian development in the sphere on money, credit and finance". en Competition , Technology and Money, editado por Mark Glick.

PROGRAMA NACIONAL DE FINANCIAMIENTO AL DESARROLLO (PRONAFIDE). 1997. México.

RODRÍGUEZ López, Patricia. (1997). "La quimera del ahorro externo como complemento del interno en la formación de capital: un pronóstico para México". Revista Momento Económico. IIECs-UNAM. Núm. 94.

ROZO, Carlos A. (1995). "Política monetaria, política cambiaria y flujos de capital". En Sánchez Daza Coordinador "Lecturas de política monetaria y financiera"

_____. (1998). "La política macroeconómica en México". Ed. Siglo Veintiuno. México

_____. (2001). "Apertura, crecimiento y estructura financiera. El desacoplamiento financiero a la mexicana". En "Financiamiento del Desarrollo con

mercados de dinero y capital globalizados" Mántey y Levy (Comp). UNAM-DGAPA-Acatlán, México

RUIZ Durán, Clemente. (1999). "Macroeconomía Global: Fundamentos Institucionales y de organización industrial". Ed JUS- UNAM. México.

SÁNCHEZ Daza, Alfredo (1994). "*Teorías de la tasa de interés*". Universidad Autónoma Metropolitana. México.

_____. (1995). Coordinador "*Lecturas de política monetaria y financiera*". Ed. UAM-Azcapotzalco

SINGER W.H. (1996). "Comercio e inversión en Países poco desarrollados". El Trimestre Económico. Fondo de Cultura Económica. Vol. LXIII (1) No. 249. Pp. 247-262.

STEINDL, J.. (1979). "*Madurez y Estancamiento en el Capitalismo Norteamericano*", Editorial Siglo XXI.

STUDART, Rogério. (2001). "*Liberalización financiera, mecanismos de financiamiento de la inversión y el crecimiento: elementos de preocupación*". Traducción de Alfonso Gurza y supervisada por Noemi Levy Orlik. Mimeo, Pp. 289-314. México

SZEKELY, Miguel. (1998) "Monto y distribución del ahorro de los hogares en México". El Trimestre Económico. Colegio de México. Núm. 249. Pp. 263 – 313.

TAYLOR, L., (1992). "*Estabilización y Crecimiento en los Países en Desarrollo :Un Enfoque Estructuralista*". Fondo de Cultura Económica. México.

TAYLOR, Lance y O'Connell, Sthepen. (1985). "A Minsky Crisis". Quarterly Journal of Economics. Vol. 100. Núm. 1 Supplement. Pp. 871-885.

THIRLWALL, A.P.(2001). "La movilización del ahorro para el crecimiento y el desarrollo en los países en vías de desarrollo". Revista Investigación Económica. UNAM. Vol. LXI. 236, abril-junio. pp. 13-44. México.

TOBIN, James. (1975). "Keynesian Models of Recession and Depression". American Economic Association, Vol. 65, Núm. 2. Yale University. Pp. 195-202.

_____. (1980). "Acumulación de activos y actividad económica". Alianza Editorial. Madrid. España.

VILLAGÓMEZ A. A. (1993), "Los determinantes del ahorro en México: una reseña de la investigación empírica". Economía Mexicana. Nueva Época, Vol. II. No. 2. julio-diciembre.

_____. (1994). "El ahorro privado y la tasa de interés en México: 1963-1991". CIDE. División de Economía. Núm. 23.

WOLFSON, M. H.. (1996). "A post keynesian theory of credit rationing". en JPKE. Vol. 18, núm. 3.

WRAY, R.L., (1990). "Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach". Edward Elgar, Aldershot.

_____. (1993). "Money, interest rates and monetarist police". en Journal of Post Keynesian Economics (JPKE). Vol. 15, núm. 4.

FUENTES ESTADÍSTICAS:

BANCO DE MÉXICO, Indicadores económicos. varios años.

BANCO DE MÉXICO: <http://www.banxico.org.mx>

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA, GEOGRAFÍA E INFORMÁTICA. "Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos". edición 2002 y 2003. México.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA, GEOGRAFÍA E INFORMÁTICA: <http://www.inegi.gob.mx>.

SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. *Dirección General de Planeación Hacendaria*. Síntesis de Estadísticas Económicas. Vol. 9. no. 66, 2002.

ANEXO ESTADÍSTICO

CUADRO 1A
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
POR TIPO DE BIENES Y COMPRADOR
(1970-1981)

(Millones de pesos corrientes)

Concepto	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
TOTAL	88,660.6	88,072.7	107,128.8	133,339.8	178,874.3	235,607.1	288,419.5	363,328.8	498,357.2	718,454.8	1,032,920.2	1,509,365.7
Privada	59,410.7	65,365.3	72,769.3	81,640.1	110,984.5	136,884.4	176,334.0	218,603.7	276,249.2	403,934.6	568,566.9	820,614.7
Pública	29,249.9	22,707.4	34,359.5	51,699.7	67,889.8	98,722.7	112,085.5	144,725.1	222,108.0	314,520.2	464,353.3	688,751.0
Construcción	50,755.4	50,054.7	61,915.9	75,259.9	102,057.1	135,522.1	170,206.6	213,567.9	287,764.2	404,709.8	587,726.9	856,158.5
Pública	30,778.3	34,535.1	37,037.4	39,631.6	55,843.8	72,267.0	97,880.4	121,636.8	137,803.8	189,401.3	260,583.1	363,479.9
Privada	19,977.1	15,519.6	24,878.5	35,628.3	46,213.3	63,255.1	72,326.2	91,931.1	149,960.4	215,308.5	327,143.8	492,678.6
Maquinaria y equipo	37,905.2	38,018.0	45,212.9	58,079.9	76,817.2	100,085.0	118,212.9	149,760.9	210,593.0	313,745.0	445,193.3	653,207.2
Pública	28,632.4	30,830.2	35,731.9	42,008.5	55,140.7	64,617.4	78,453.6	96,966.9	138,445.4	214,533.3	307,983.8	457,134.8
Privada	9,272.8	7,187.8	9,481.0	16,071.4	21,676.5	35,467.6	39,759.3	52,794.0	72,147.6	99,211.7	137,209.5	196,072.4

Fuente: Elaboración propia con base en datos de *Cuentas Nacionales, INEGI*, varios años.

CUADRO 2A
DEUDA EXTERNA
(1976-1983)
POR SECTOR
(Estructura Porcentual)

Año	Sector Público	Sector Privado	Deuda Total
1976	19,600.20	3,846.00	23,446.20
1977	22,912.10	5,588.00	28,500.10
1978	26,264.30	7,836.00	34,100.30
1979	29,757.20	8,800.00	38,557.20
1980	33,812.80	16,900.00	50,712.80
1981	52,960.60	21,900.00	74,860.60
1982	58,874.20	22,000.00	80,874.20
1983	63,874.20	19,004.00	82,878.20

Fuente: NAFINSA, SHCP, Informe hacendario mensual, varios años.

CUADRO 3A
CAPTACIÓN Y CANALIZACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO
(1970-1979)

(Saldos al 31 de diciembre en millones de pesos)

Concepto	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
CANALIZACIÓN TOTAL	221,330.00	225,476.00	296,398.00	347,902.00	421,959.00	530,808.00	767,125.00	983,542.00	1,208,851.00	1,543,779.00
Disponibilidades	11,768.00	14,572.00	17,812.00	19,917.00	19,496.00	22,065.00	30,986.00	46,203.00	56,088.00	75,360.00
Inversiones en Valores	57,369.00	62,936.00	77,995.00	99,284.00	134,265.00	178,809.00	250,806.00	292,312.00	360,832.00	475,944.00
Del Gobierno	46,336.00	50,867.00	64,533.00	83,555.00	116,826.00	158,112.00	224,551.00	263,176.00	323,932.00	422,766.00
De empresas particulares	11,033.00	12,069.00	13,462.00	15,729.00	17,439.00	20,697.00	26,255.00	29,136.00	36,900.00	53,178.00
Créditos	137,153.00	157,233.00	178,427.00	205,087.00	244,481.00	298,665.00	407,672.00	546,458.00	651,371.00	824,710.00
Hasta por un año	72,326.00	76,443.00	92,856.00	110,596.00	131,260.00	173,225.00	210,902.00	316,147.00	350,088.00	468,007.00
Por más de un año	64,827.00	80,790.00	85,571.00	94,491.00	113,221.00	125,440.00	196,770.00	230,311.00	301,283.00	356,703.00
Otros Activos	15,040.00	20,735.00	22,164.00	23,614.00	23,717.00	31,269.00	77,661.00	98,569.00	140,560.00	167,765.00
CAPTACIÓN TOTAL	208,434.00	238,869.00	276,602.00	325,187.00	397,243.00	507,802.00	740,014.00	951,591.00	1,169,662.00	1,493,384.00
Moneda en Circulación	20,144.00	21,824.00	26,777.00	34,176.00	42,686.00	52,264.00	79,873.00	88,632.00	114,810.00	149,582.00
Depósitos a la vista	32,853.00	34,653.00	42,289.00	53,205.00	61,312.00	72,602.00	88,783.00	124,247.00	163,088.00	219,963.00
Depósitos a plazo	14,370.00	17,468.00	19,919.00	24,173.00	30,889.00	31,059.00	38,375.00	116,226.00	185,655.00	295,506.00
Obligaciones	66,609.00	77,934.00	90,449.00	112,791.00	140,897.00	185,791.00	328,854.00	417,281.00	501,332.00	581,468.00
Títulos	57,310.00	68,696.00	77,400.00	80,148.00	95,271.00	126,003.00	132,759.00	121,735.00	106,739.00	121,775.00
Otros pasivos	17,148.00	18,294.00	19,768.00	20,694.00	26,188.00	40,083.00	71,370.00	83,470.00	98,038.00	125,090.00

Fuente: "La Economía en Cifras", NAFINSA, 1981, pp. 243-244

CUADRO 4A
RECURSOS, OBLIGACIONES Y CUENTAS DE CAPITAL DEL CONJUNTO DE INSTITUCIONES DE CREDITO (1970-1982)
(1970-1982)

(Saldos en millones de pesos)

Años	Recursos Totales	Disponibilidades	Inversiones en valores	Crédito	Recursos externos	Obligaciones	Capital	Resultados	Reservas
1969	191,130.00	10,255.00	51,165.00	115,596.00	14,114.00	178,855.00	8,007.00	76.00	4,192.00
1970	220,351.00	11,768.00	57,373.00	136,540.00	14,670.00	207,455.00	8,290.00	12.00	4,618.00
1971	256,005.00	14,573.00	63,683.00	157,203.00	20,546.00	239,366.00	10,178.00	1,026.00	5,435.00
1972	296,319.00	17,811.00	77,996.00	177,699.00	22,813.00	276,519.00	10,613.00	2,769.00	6,418.00
1973	347,779.00	22,286.00	99,294.00	203,341.00	22,858.00	325,066.00	13,668.00	1,922.00	7,123.00
1974	418,924.00	19,496.00	134,265.00	239,616.00	25,547.00	394,208.00	13,646.00	3,164.00	7,906.00
1975	531,847.00	22,065.00	178,809.00	298,668.00	32,305.00	508,841.00	11,633.00	255.00	11,118.00
1976	768,479.00	30,986.00	250,807.00	407,670.00	79,016.00	741,369.00	13,109.00	1,038.00	12,963.00
1977	983,149.00	46,202.00	292,315.00	546,458.00	98,174.00	951,198.00	16,695.00	689.00	14,567.00
1978	1,211,928.00	56,088.00	360,833.00	651,372.00	143,635.00	1,172,739.00	18,926.00	1,306.00	18,957.00
1979	1,735,480.00	112,123.00	499,370.00	942,824.00	181,163.00	1,690,242.00	45,238.00	n.d.	n.d.
1980	2,372,218.00	138,963.00	659,615.00	1,327,326.00	246,314.00	2,300,054.00	72,164.00	n.d.	n.d.
1981	3,502,317.00	193,673.00	1,000,215.00	1,994,789.00	313,640.00	3,391,041.00	111,276.00	n.d.	n.d.

Nota: No se incluyen operaciones interbancarias.

Fuente: Banco de México, indicadores económicos

**CUADRO 5A
INVERSIÓN PÚBLICA Y PRIVADA
(1980-1994)**

(Miles de nuevos pesos a precios de 1980)

Año	Total	Pública	Privada
1980	1,106,758.00	476,385.00	630,373.00
1981	1,286,376.00	583,375.00	703,001.00
1982	1,070,371.00	473,538.00	596,833.00
1983	767,667.00	302,969.00	464,698.00
1984	817,006.00	315,407.00	501,599.00
1985	881,160.00	318,209.00	562,951.00
1986	777,198.00	272,901.00	504,297.00
1987	776,246.00	239,454.00	536,792.00
1988	821,117.00	229,343.00	591,774.00
1989	873,599.00	237,542.00	636,057.00
1990	988,265.00	267,798.00	720,467.00
1991	1,070,379.00	256,025.00	814,354.00
1992	1,186,485.00	243,324.00	943,161.00
1993	1,171,780.00	234,183.00	937,597.00
1994	1,267,019.00	255,043.00	1,011,976.00

NOTA: La suma de los parciales puede no coincidir con los totales debido al redondeo

CUADRO 6A FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO Y VARIACIÓN DE EXISTENCIAS (1982-1993) (Millones de pesos constantes de 1993)				
Año	PIB	Formación Bruta de Capital	Variación de Existencias	Inversión
1982	1,024,120.30	207,806.50	2,856.20	210,662.70
1983	988,415.10	150,070.40	1,980.00	152,050.40
1984	1,022,128.10	159,938.50	4,687.50	164,626.00
1985	1,044,489.10	173,081.30	6,030.60	179,111.90
1986	1,012,329.80	153,008.60	-4,481.10	148,527.50
1987	1,029,766.50	153,608.30	5,628.30	159,236.60
1988	1,042,981.20	162,547.90	26,788.90	189,336.80
1989	1,085,800.80	171,896.30	19,479.00	191,375.30
1990	1,141,999.30	194,455.90	20,193.10	214,649.00
1991	1,190,131.80	215,833.10	20,009.50	235,842.60
1992	1,232,275.60	239,277.10	26,868.00	266,145.10
1993	1,256,196.00	233,179.40	30,597.40	263,776.80

Fuente: INEGI, Banco de México

CUADRO 7A FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO, Y SUS FUENTES DE FINANCIAMIENTO 1982-1993 (1960 = 100) (Tasas de crecimiento)				
Años	Formación Bruta de Capital Fijo	Créditos	Valores	Financiamiento Externo
1982	619.00	2,709.00	36,766.00	1,744.00
1983	440.00	1,416.00	11,523.00	1,138.00
1984	467.00	1,255.00	13,388.00	345.00
1985	527.00	2,212.00	1,706.00	204.00
1986	501.00	3,060.00	8,542.00	559.00
1987	472.00	2,786.00	15,104.00	711.00
1988	512.00	836.00	32,917.00	95.00
1989	558.00	786.00	10,758.00	716.00
1990	634.00	853.00	4,392.00	2,525.00
1991	713.00	932.00	2,548.00	2,838.00
1992	793.00	1,468.00	6,043.00	2,495.00
1993	787.00	1,065.00	21,216.00	4,018.00

Fuente: Elaboración propia con base en datos de Noemi Levy, anexo estadístico, Cuadro 1. (2001).

CUADRO 8A
BALANZA DE PAGOS
1980-1993
(Millones de dólares)

Años	1980	1985	1990	1991	1992	1993
Saldo en la cuenta corriente	- 10,434.10	799.00	- 7,451.00	- 14,646.70	- 24,438.00	- 23,399.20
Ingresos	24,860.70	35,858.90	56,070.90	58,087.30	61,668.90	67,752.10
Egresos	35,294.80	35,059.40	63,521.90	72,734.00	86,107.40	91,151.30
Saldo en la cuenta de capital	11,377.00	- 316.40	8,297.20	24,507.50	26,418.80	32,482.30
Pasivos	12,621.60	1,060.10	16,996.70	25,507.10	20,866.90	36,084.80
Activos	- 1,244.60	- 1,376.50	- 8,699.50	- 999.60	5,551.90	- 3,602.50

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos (2001). Edición 2002.
 INEGI

CUADRO 9A
Agregados Monetarios ¹⁾: México
(1980-1993)
Millones de pesos, a fin de periodo

Años	Base Monetaria	M1	M2	M3	M4
1980	718.0	492.1	1,246.3	1,285.2	1,399.1
1981	1,042.0	656.1	1,907.1	1,974.9	2,076.1
1982	1,983.0	1,010.9	3,264.6	3,526.5	3,649.0
1983	3,136.0	1,429.8	5,275.3	5,690.9	6,095.0
1984	4,858.0	2,321.2	8,971.0	9,695.1	10,389.6
1985 ²⁾	2,741.0	3,570.2	13,128.2	14,221.8	15,789.2
1986	5,423.9	6,144.8	25,525.2	28,472.1	32,639.3
1987	11,030.9	14,116.2	61,505.0	73,868.8	84,529.0
1988	17,514.3	22,312.0	87,453.9	122,246.7	134,317.5
1989	22,224.5	31,391.7	125,029.7	182,720.8	202,538.7
1990	30,121.2	50,333.7	182,759.5	258,010.5	296,400.0
1991	38,581.1	109,894.9	268,927.6	318,030.2	387,788.8
1992	43,972.4	126,471.3	323,546.6	375,051.3	464,471.9
1993	47,192.9	148,911.2	366,758.6	459,778.6	587,735.4

1) Metodología Tradicional

2) A partir de 1985 se modificó el cálculo de la base monetaria, ésta consistió en incluir, por el lado de los usos, los depósitos de la banca de desarrollo en el Banco de México

La Base Monetaria es igual a los billetes y monedas en circulación más el saldo neto acreedor de la cuanta corriente de los bancos comerciales y de desarrollo en el Banco de México

M1 = Suma de billetes y monedas en circulación en poder del público, y los depósitos en cuentas de cheques en moneda nacional y extranjera

M2 = M1 más los instrumentos bancarios a plazo de hasta un año.

M3 = M2 más los instrumentos no bancarios de plazo menor a un año (principalmente valores gubernamentales)

M4 = M3 más instrumentos de plazo mayor a un año y los fondos del SAR

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

Indicadores económicos y financieros

CUADRO 10A
BANCA COMERCIAL. CAPTACIÓN POR INSTRUMENTO
(1982-1993)
(Saldo en millones de pesos corrientes)

Años	Obligaciones Totales	Pasivos Monetarios	Pasivos no Monetarios	Capital, Reservas y Resultados	Otros pasivos
1982	3,972.7	468.7	3,318.3	68.1	117.6
1983	6,588.8	696.0	5,572.0	95.5	225.3
1984	10,510.8	1,105.6	8,911.8	168.8	324.6
1985	16,330.0	1,643.0	13,711.0	281.0	695.0
1986	33,636.5	2,534.2	29,146.0	632.4	1,323.8
1987	78,566.0	5,060.0	68,303.0	2,105.0	3,098.0
1988	105,460.0	7,384.0	87,889.0	4,084.0	6,103.0
1989	115,854.0	10,498.0	130,012.0	6,041.0	9,303.0
1990	238,251.0	22,465.0	192,497.0	8,931.0	14,358.0
1991	367,653.0	73,291.0	261,068.0	12,452.0	20,842.0
1992	454,571.0	83,115.0	323,465.0	19,113.0	28,877.0
1993	551,942.0	99,388.0	389,450.0	25,234.0	37,870.0

Fuente: Banco de México, indicadores económicos, varios años.

CUADRO 11A
BANCA COMERCIAL: CANALIZACIÓN POR SECTOR
(1982-1993)
(Saldo en millones de pesos)

Años	Total	Sector Agropecuario, Silvícola y Pesquero	Sector Industrial	Sector Servicios y otras Actividades	Crédito a la Vivienda	Comercio	Gobierno
1982	1,737.50	140.30	621.10	342.70	38.30	272.00	323.10
1983	3,302.40	225.60	1,162.70	649.80	155.70	447.20	661.40
1984	5,635.50	474.30	1,953.30	1,086.50	299.80	955.40	866.20
1985	9,934.40	716.60	2,847.20	1,815.30	637.30	1,311.40	2,606.60
1986	21,039.40	1,015.30	5,532.20	3,743.30	1,128.00	2,165.50	7,455.10
1987	52,527.40	2,487.30	13,538.70	11,110.50	2,791.40	4,988.80	17,610.70
1988	64,073.20	5,373.60	19,024.30	13,807.60	6,024.80	8,080.60	11,762.30
1989	101,736.20	9,569.70	32,413.70	23,874.60	8,476.40	19,481.50	7,920.30
1990	153,564.40	15,294.00	47,485.30	46,115.70	12,385.90	31,171.50	1,112.00
1991	245,559.90	22,952.60	71,477.20	77,638.90	15,341.40	47,481.50	10,668.30
1992	351,306.30	29,610.80	90,338.20	111,524.00	51,647.00	59,252.60	8,933.70
1993	437,382.60	33,139.60	107,152.70	126,002.40	76,563.60	82,880.50	11,643.80

A partir de 1989 las cifras están expresadas en millones de nuevos pesos

Fuente: Banco de México. *Cuadernos de Información Económica*, varios años.

CUADRO 12A
CARTERA VENCIDA. BANCA COMERCIAL Y DE DESARROLLO
SEGÚN ACTIVIDAD PRINCIPAL DEL PRESTATARIO
1994-2001
(Millones de pesos)

AÑO	TOTAL	SECTOR PRIVADO DEL PAÍS						SECTOR FINANCIERO	SECTOR GOBIERNO	ENTIDADES DEL EXTERIOR
		Sub Total	Agrop, silv, y pesq	Industrial	Serv. y Otras Activ.	Crédito Vivienda	Crédito Consumo			
1994	58,610.00	56,209.00	8,102.00	12,311.00	21,880.00	5,691.00	8,225.00	2,140.00	182.00	79.00
1995	113,817.00	103,162.00	13,408.00	28,416.00	42,826.00	9,206.00	9,306.00	10,218.00	247.00	190.00
1996	107,026.00	100,642.00	14,747.00	28,177.00	39,559.00	8,666.00	9,493.00	5,906.00	167.00	311.00
1997	160,527.00	149,691.00	23,276.00	35,162.00	56,088.00	27,802.00	7,363.00	9,679.00	753.00	404.00
1998	304,103.00	293,533.00	39,442.00	75,020.00	100,051.00	72,118.00	6,902.00	10,286.00	238.00	46.00
1999	315,822.00	306,720.00	39,217.00	83,313.00	109,036.00	68,788.00	6,366.00	8,136.00	533.00	433.00
2000	262,594.00	255,077.00	32,244.00	80,842.00	84,489.00	52,042.00	5,460.00	6,963.00	412.00	142.00
2001	213,803.00	206,856.00	28,730.00	69,806.00	65,923.00	36,547.00	5,850.00	6,401.00	443.00	103.00

Fuente: Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos, INEGI, 2002.

CUADRO 13A
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
POR TIPO DE BIEN Y COMPRADOR
1994-2001
(Millones de pesos)

Período	TOTAL			CONSTRUCCION			MAQUINARIA Y EQUIPO		
	Total	Privada	Pública	Total	Privada	Pública	Total	Privada	Pública
1994	252,745.00	187,863.00	64,882.00	134,350.00	78,156.00	56,191.00	118,396.00	109,705.00	8,691.00
1995	179,442.00	134,862.00	44,580.00	104,095.00	66,285.00	37,809.00	75,347.00	68,577.00	6,771.00
1996	208,860.00	170,869.00	37,992.00	116,146.00	85,215.00	30,932.00	92,714.00	85,654.00	7,060.00
1997	252,797.00	210,960.00	41,837.00	128,514.00	93,715.00	34,798.00	124,284.00	117,245.00	7,039.00
1998	278,788.00	240,075.00	38,713.00	133,632.00	101,982.00	31,650.00	145,156.00	138,092.00	7,063.00
1999	300,279.00	257,417.00	42,862.00	140,155.00	104,451.00	35,704.00	160,124.00	152,966.00	7,158.00
2000	334,383.00	279,858.00	54,525.00	148,743.00	104,005.00	44,737.00	185,641.00	175,853.00	9,788.00
2001	314,925.00	267,462.00	47,463.00	141,836.00	101,528.00	40,208.00	173,089.00	165,834.00	7,255.00

Fuente: Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos, 2002. INEGI

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

NOMBRE: Enrique Lueth

Arias Cruzmán

FECHA: 15 junio 2005

FIRMA: [Firma manuscrita]

**ESTA TESIS NO SALE
DE LA BIBLIOTECA**