



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN

“EL IMPACTO DE LA POLÍTICA FINANCIERA INTERNACIONAL EN
EL AHORRO Y LA INVERSIÓN EN MÉXICO: 1940-2007”.

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL GRADO DE:

DOCTORA EN ECONOMÍA

P R E S E N T A

ERICKA JUDITH ARIAS GUZMÁN

TUTORA: DRA. MARÍA IRMA MANRIQUE CAMPOS

JUNIO DE 2009



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

A Dios por permitirme llegar hasta aquí.

A la memoria de mi padre.

A mi madre Judith mujer incansable que desde siempre y para siempre estará conmigo. Fuiste mi providencia sobre la tierra en los primeros años de la vida; mi apoyo más firme en los años siguientes de la niñez; y la amiga más leal que puedo tener.

A mi hermana Ana Paola por representar la dualidad más maravillosa de mi vida, por estar siempre conmigo, pero sobre todo por ser mi mejor amiga.

María Emilia: Porque nunca imaginé que existiera algo tan puro y tierno en el mundo, gracias por confirmarme que existen los milagros.

A Felipe por tu cariño, consejo, paciencia, tolerancia, prudencia y crítica.

A mis amigos que sin ellos este camino hubiera sido mucho más largo, muchas gracias por su preocupación y sus palabras de aliento en la desesperanza: Roberto, Patricia, Mildred, César, Adrián, Gabriela, Blanca, Lorena, Guadalupe Guzmán, Guadalupe Durán.

A mis sinodales por todas sus observaciones que sirvieron para enriquecer esta investigación, sobre todo al Dr. Enrique García Moisés por la confianza depositada en mí para iniciar este proceso.

Mi reconocimiento y agradecimiento más sincero a los profesores que han sido el pilar fundamental en mi formación estudiantil y académica; Un millón de gracias por sus enseñanzas, dedicación, esfuerzo, profesionalismo, ética y por enseñarme el gusto por la Economía, pero sobre todo por ser mis amigos: Dra. Guadalupe Mántey de Anguiano, Dra. Teresa S. López González y Mtro. Gabriel Gómez Ochoa. Sin ustedes yo no estaría aquí.

Un agradecimiento y reconocimiento muy especial a mi tutora Dra. María Irma Manrique Campos por todo el tiempo que me dedicó, por su cansancio, disciplina, sabiduría y paciencia: Doctora querida, no tengo palabras sólo puedo decirle ¡GRACIAS!

*Gracias a la **UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO**, particularmente a la **FES-ACATLÁN**, por hacerme sentir el más fuerte orgullo de pertenecer a esta Institución y por enseñarme lo que significa **“POR MI RAZA HABLARÁ EL ESPÍRITU”**.*

A Dios por permitirme llegar hasta aquí.

A la memoria de mi padre.

A mi madre Judith mujer incansable que desde siempre y para siempre estará conmigo. Fuiste mi providencia sobre la tierra en los primeros años de la vida; mi apoyo más firme en los años siguientes de la niñez; y la amiga más leal que puedo tener.

A mi hermana Ana Paola por representar la dualidad más maravillosa de mi vida, por estar siempre conmigo, pero sobre todo por ser mi mejor amiga.

María Emilia: Porque nunca imaginé que existiera algo tan puro y tierno en el mundo, gracias por confirmarme que existen los milagros.

A Felipe por tu cariño, consejo, paciencia, tolerancia, prudencia y crítica.

A mis amigos que sin ellos este camino hubiera sido mucho más largo, muchas gracias por su preocupación y sus palabras de aliento en la desesperanza: Roberto, Patricia, Mildred, César, Adrián, Gabriela, Blanca, Lorena, Guadalupe Guzmán, Guadalupe Durán.

A mis sinodales por todas sus observaciones que sirvieron para enriquecer esta investigación, sobre todo al Dr. Enrique García Moisés por la confianza depositada en mí para iniciar este proceso.

Mi reconocimiento y agradecimiento más sincero a los profesores que han sido el pilar fundamental en mi formación estudiantil y académica; Un millón de gracias por sus enseñanzas, dedicación, esfuerzo, profesionalismo, ética y por enseñarme el gusto por la Economía, pero sobre todo por ser mis amigos: Dra. Guadalupe Mántey de Anguiano, Dra. Teresa S. López González y Mtro. Gabriel Gómez Ochoa. Sin ustedes yo no estaría aquí.

Un agradecimiento y reconocimiento muy especial a mi tutora Dra. María Irma Manrique Campos por todo el tiempo que me dedicó, por su cansancio, disciplina, sabiduría y paciencia: Doctora querida, no tengo palabras sólo puedo decirle ¡GRACIAS!

*Gracias a la **UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO**, particularmente a la **FES-ACATLÁN**, por hacerme sentir el más fuerte orgullo de pertenecer a esta Institución y por enseñarme lo que significa **“POR MI RAZA HABLARÁ EL ESPÍRITU”**.*

EL IMPACTO DE LA POLÍTICA FINANCIERA INTERNACIONAL EN EL AHORRO Y LA INVERSIÓN EN MÉXICO: 1940-2007

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	3
CAPÍTULO I. EL DEBATE TEÓRICO DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN	
1.1. La escuela clásica	12
1.1.1. Adam Smith y su percepción del ahorro, la inversión y el dinero.	12
1.1.2. Henry Thornton la emisión de billetes y el uso de las reservas bancarias	14
1.1.3. David Ricardo, el crédito y la creación de capital	17
1.1.4. John Stuart Mill: hacia una teoría marginalista	19
1.2. Teoría neoclásica	22
1.2.1. Consumo y ahorro	23
1.2.2. Ahorro, inversión y tasa de interés	25
1.2.3. Fondos prestables	26
1.2.4. El modelo de fondos prestables con bonos y dinero	27
1.2.5. Oferta monetaria exógena y demanda de dinero estable	28
1.3. El ahorro, la inversión y la oferta monetaria en Keynes	38
1.3.1. Ahorro, inversión y tasa de interés	40
1.3.2. Inversión y tasa de interés	41
1.3.3. Financiamiento de la inversión	43
1.3.4. Oferta y demanda de dinero	45
1.4. Teoría poskeynesiana	47
1.4.1. La hipótesis de la represión financiera	47
1.4.2. Oferta monetaria endógena y demanda de dinero inestable	53
1.4.3. Crédito e inversión	56
CAPÍTULO II. MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES. EL AHORRO Y LA INVERSIÓN EN MÉXICO: DE LA REPRESIÓN A LA DESREGULACIÓN FINANCIERAS 1940-1981	
2.1. La posguerra y la política financiera internacional: 1940-1970	60
2.2. Crédito y estanflación internacionales (1940-1978)	66
2.3. Política financiera mexicana y su impacto en el ahorro y la inversión: 1940-1970	70
2.4. Modernización financiera y formación bruta de capital fijo: 1970-1982	82
2.4.1. Desaceleración económica: formación bruta de capital fijo y estructura de la inversión	82
2.4.2. Financiamiento y fondeo de la inversión	86
2.4.3. Deuda extena, ahorro e inversión	87
2.4.4. Reestructuración del sector bancario y la captación de recursos	90
2.4.5. Canalización de recursos, titularización de la deuda y crédito	93
CAPÍTULO III. SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL. EL AHORRO Y LA INVERSIÓN: 1982-2007 ¿DETONANTES DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN MÉXICO?	
3.1. Flujos de capitales y expansión del sistema financiero internacional	100
3.2. El nuevo sistema financiero: inestabilidad cambiaria y desajustes estructurales.	103
3.3. La liberalización del crédito (1979-1990)	110
3.4. Impacto del nuevo sistema financiero: flujos de capitales e inestabilidad financiera (1991-2007).	114
3.5. La política financiera mexicana y su efecto sobre el ahorro y la inversión en México	118

3.5.1. Fragilidad y desregulación financiera en México: 1983-1993	120
3.5.2. Deuda externa y ahorro	121
3.5.3. Ahorro, inversión y formación bruta de capital	125
3.5.4. Flujos de capitales externos y desequilibrios externos	128
3.5.5. Transformaciones en el sistema financiero	130
3.5.5.1. Comportamiento y estructura del sector bancario: captación y canalización de recursos	130
3.5.5.2. Comportamiento y estructura del sector bursátil	135
3.6. Desintermediación bancaria y recesión económica: 1994-2007	137
3.7. Ahorro y profundización financiera	137
3.7.1. Desintermediación bancaria y bursatilización	141
3.7.1.1. Captación de recursos	142
3.7.1.2. Contracción del crédito y titularización de los pasivos	144
3.8. Saldos de la desregulación bancaria: desintermediación y altos márgenes de ganancia	149
3.9. Fuentes de financiamiento de la inversión bruta de capital fijo	151
CONCLUSIONES	155
FUENTES DE INFORMACIÓN	161

i) Introducción

El proceso ahorro-inversión ha sido objeto de un largo debate teórico en la ciencia económica, así como el papel que juega en la política económica, dando como resultado conclusiones contrapuestas. Por un lado, la escuela neoclásica, sostiene que el ahorro es previo a la inversión, y que la tasa de interés juega un papel determinante sobre esta variable, esto implica que el mercado financiero es la vía de transferencia de los ahorros al sector productivo. Sin embargo se destaca que los supuestos centrales de este planteamiento son: i) los ahorradores determinan el monto de la inversión; ii) el crédito contribuye a financiar la inversión productiva y; iii) la movilidad del capital garantiza una tasa de interés de equilibrio que capta el ahorro existente en una economía y, de esta forma lo distribuye eficientemente en el sector productivo. Así pues, el dinero es neutral.

Por otro lado, el enfoque keynesiano argumenta, que la inversión crea su propio ahorro, siendo necesario garantizar el financiamiento y que la estabilidad de la economía dependa de la captación financiera del ahorro proveniente del ingreso generado por la inversión. El fondeo de la inversión garantiza la estabilidad en el sistema financiero, ya que anula la necesidad de recurrir a créditos de corto plazo que otorga el sistema bancario, mediante la generación de instrumentos de largo plazo, que recaudan el ingreso proveniente de la inversión, lo cual permite empatar las deudas con las utilidades.

Este planteamiento rechaza la propuesta de que el dinero es neutral, como lo argumentan los neoclásicos, y su análisis teórico se basa en el supuesto de que las relaciones de producción capitalistas se caracterizan por ser monetarias. El objetivo de la inversión es valorizar el capital adelantado; en dicho proceso intervienen variables reales y monetarias que están rodeadas por incertidumbre, y el ahorro no necesariamente se transforma en inversión. Así pues, el financiamiento es previo a la inversión y la captación del ahorro tiene la función de estabilizar el proceso de crecimiento económico, es así como las instituciones financieras juegan un papel central en este proceso.

La teoría poskeynesiana parte del principio de que el sistema económico capitalista tiene un carácter monetario, esto significa que el dinero no es neutral ni en el corto ni en el largo plazo, debido a que afecta el ingreso real y el nivel de empleo, a través de los efectos que genera en la tasa de interés real. En una economía monetaria, el dinero mercancía ya no es tal, ahora surge el dinero crédito, que a su vez requiere de una demanda previa, que se inicia necesariamente por la vía del crédito. Conciben a la inversión como una función inversa del apalancamiento alcanzado, ya que éste genera un riesgo creciente para las empresas; así, 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 el comportamiento de la economía y de la confianza sobre la organización de las instituciones financieras.

De acuerdo con los poskeynesianos, son los bancos y no los ahorradores, los responsables de canalizar el crédito a los inversionistas, ya que son aquéllos los que permiten incrementar los fondos para invertir, mediante el incremento de la oferta de créditos, que a su vez, están determinados por el nivel de sus reservas. De esta forma, es posible que la inversión aumente aún cuando la tasa de ahorro permanezca constante; esto es, el crédito bancario puede elevar el nivel de la inversión y, por tanto, del ingreso. Consecuentemente, el aumento ex -post, permite igualar el incremento en la inversión financiado por el crédito bancario. De ahí, que el dinero en forma de crédito o "*cuasidineró*" tenga un papel fundamental en el proceso ahorro e inversión.

Los poskeynesianos consideran que el dinero es creado por los bancos comerciales, como respuesta a las demandas de crédito: según las perspectivas del divisor del crédito, éste genera los depósitos y éstos a su vez, reservas (Lavoie, 2003). Esta concepción plantea dos situaciones: i) el papel del banco central; y ii) la implicación de los bancos comerciales en el proceso de creación monetaria.

La moneda tiene un papel fundamental en el 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 lado, la moneda posee las características inherentes a una mercancía privada¹.

En el ámbito internacional, el Sistema de Bretton Woods surge a finales de la Segunda Guerra Mundial (1946), con el objetivo de establecer un nuevo orden financiero internacional que promoviera un crecimiento sostenido del comercio internacional y de la economía mundial. También estableció el propósito de limitar la movilidad internacional del capital, principalmente especulativo, justamente para desarrollar un comercio internacional bien sustentado, y aplicar una tasa de cambio fija de las monedas nacionales, pero más flexible que en el anterior orden monetario internacional.

Los precursores de este sistema financiero, estuvieron convencidos de que el dinero especulativo fue el principal elemento desestabilizador del período posterior a la Primera Guerra Mundial y una de las causas que originaron la crisis de 1929 en Estados Unidos, la depresión económica europea y la Segunda Guerra Mundial. De ahí el propósito de crear suficientes medios de pago internacionales, para promover un comercio fluido entre naciones, y así evitar distorsiones por falta de liquidez, provenientes de la industria del oro o políticas individuales de los países. Este sistema debía ser capaz de contrarrestar las tendencias deflacionarias de la economía mundial (Mántey, 1989).

El Sistema de Bretton Woods diseñó estrategias e instrumentos acorde a sus objetivos: i) creando una tasa de cambio estable; ii) impidiendo que los países obtuvieran ventajas comparativas como consecuencia de movimientos en la tasa de cambio; y iii) garantizando suficiente liquidez que pudieran financiar los déficit en la balanza comercial provenientes de la reconstrucción de Europa y Japón. Es decir, promover la estabilización de los flujos comerciales. Para limitar la

¹ 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.

especulación internacional se prohibió la utilización de créditos internacionales para financiar las fugas de capital y se permitió la imposición de controles al movimiento de capitales.

Al promover una estructura de cambio fija, se promovía también la expansión del crédito interno de cada país, hasta el punto en que pudiera satisfacer la convertibilidad de su moneda en oro. La emisión de crédito fue limitada por la cantidad de divisas de cada país; y la oferta de liquidez mundial debía ser regulada por el Fondo Monetario Internacional, que actuaría como un banco internacional. Sin embargo, el sistema financiero no se apegó a estos planteamientos. Estados Unidos creó los medios de pago internacionales y se convirtió en la principal fuente de liquidez mundial y, aunque garantizó la libre convertibilidad del dólar en oro, originó una excesiva oferta de dólares, que terminó por destruir el Sistema de Bretton Woods. La liquidez internacional aumentó como consecuencia del euromercado, constituido por bancos residentes de Europa y Estados Unidos. Su función fue captar recursos y emitir créditos en moneda extranjera.

En 1971 el Sistema de Bretton Woods se derribó, por un lado, por la reducción de las reservas de Estados Unidos y, además porque este país continuó aumentando su oferta monetaria, y por el otro, porque los países industrializados se negaron a seguir sosteniendo la paridad dólar-oro, dejando flotar sus divisas, dando paso a la desregulación financiera de los mercados internacionales.

La desregulación financiera fue producto del incremento de la liquidez mundial, la inconvertibilidad del dólar al oro, así como la desmonetización de éste, y estuvo acompañada por fragilidad bancaria y debilitamiento del mercado de capitales. Pese a que aumentó el financiamiento de corto plazo, los menores niveles de inversión productiva y la ausencia de financiamiento de largo plazo, impidieron la reposición del fondo “revolvente” de los bancos; y los mercados de capitales fueron dominados por instrumentos financieros de corto plazo.

El nuevo orden monetario mundial otorgó preferencia a los mecanismos de mercado, lo cual originó un movimiento institucional a favor de los mercados de

capital y la supresión de los mecanismos compensatorios, así como de la intervención estatal directa en la economía. Las políticas económicas del modelo de sustitución de importaciones, en los países sin restricción al movimiento de capital, se volvieron inviables, porque el ahorro generado por la inversión, no se destinó a la economía nacional, sino que se destinó a los mercados financieros desregulados.

En este contexto, se modificó el modelo de acumulación de América Latina, suprimiendo todas las políticas tendientes a garantizar que los créditos bancarios se utilizaran para financiar a la inversión y a generar instrumentos que capten el ahorro proveniente de la inversión; es decir, las fuerzas del mercado fueron las encargadas de generar inversión (y por lo tanto ahorro) y restituir la liquidez bancaria. Ello provocó crecientes desequilibrios macroeconómicos en los países en desarrollo que se profundizaron con la liberalización económica y financiera.

Las estrategias implementadas por el modelo neoliberal para estabilizar la economía y generar crecimiento fracasaron, debido a que descuidaron la promoción de niveles mínimos de crecimiento en la inversión y la creación de instrumentos financieros de largo plazo. El ajuste externo que tuvo como propósito equilibrar la cuenta externa que generó inflación y desequilibrio fiscal; y el ajuste fiscal que tuvo como finalidad equilibrar los ingresos y egresos fiscales, provocó desequilibrio externo; además de que con la liberalización del mercado financiero, el financiamiento de corto plazo generó especulación.

El capital nacional privado en México, cobró cada vez una mayor fuerza desde los años de la Segunda Guerra hasta volverse pieza fundamental en dicho modelo estructural, siempre con el apoyo del Estado, especialmente durante la etapa de "desarrollismo estatal" posterior a las transformaciones revolucionarias del gobierno de Cárdenas, iniciada en el sexenio del de Alemán (1946- 1952) en los primeros años de la "guerra fría".

Esto dio como resultado una acumulación de capital en la que fue patente la creciente participación del capital trasnacional mediante inversiones directas y

crédito externo al Estado y a empresas privadas nacionales y por ende, del crecimiento del empleo, del desarrollo productivo del país y de la inserción de la economía mexicana en la internacional protegida con aranceles y cuotas de importación

El crecimiento económico de México entre 1960-1971, fue uno de los más vigorosos y de mayor estabilidad del período de posguerra, lo cual es comprobado por el crecimiento del PIB y la inversión fija; una inflación moderada; tipo de cambio estable; y bajas tasas de interés.

La particularidad del modelo de sustitución de importaciones en México, fue la ausencia de fuertes lazos entre el capital productivo y el financiero; y el hecho de que el gasto público se fondeó mediante el encaje legal, con la singularidad de que el Estado cedió a la banca privada y mixta la captación del ahorro interno. Estas condiciones aunque representaron estabilidad durante la década de los setenta, también provocaron la debilidad del sistema financiero que dio lugar a la crisis de 1982.

Los cambios ocurridos en México a partir de los ajustes estructurales iniciados en diciembre de 1982, en un marco de crisis, estancamiento relativo, inflación galopante, devaluaciones, elevados tipos de interés, especulación, concentración del ingreso y crecientes desigualdades económicas, desempleo y baja de los salarios reales; dieron como resultado recurrentes crisis. (López, 2001)

A partir de la entrada del modelo neoliberal, el Estado disminuyó su participación en la inversión bruta fija del país, en particular, en actividades industriales y comerciales. Asimismo, se redujo la participación de los salarios en el Producto Interno Bruto (PIB). Es decir, el Estado mexicano además de perder ingresos anuales como consecuencia de un menor ritmo de crecimiento económico, reducción de impuestos directos sobre capital y la venta de empresas rentables a particulares, también tiene el peso de la deuda con cuantiosos pagos de interés y capital

Desde el inicio, el neoliberalismo planteó los objetivos perseguidos, sin embargo, no están lo suficientemente delineados, esto es, que no es suficiente la meta de incrementar el ahorro en México, más bien es plantear cómo poder canalizarlos hacia el sector real de la economía, para que esto genere un crecimiento económico sostenido y así impacte en las principales variables macroeconómicas.

En las últimas seis décadas México, ha experimentado importantes cambios estructurales como consecuencia de los diferentes modelos aplicados, y el comportamiento del crecimiento económico no ha sido de largo plazo, por todo esto, es importante resaltar las variables determinantes de dicho crecimiento de largo plazo: i) inversión; y ii) ahorro.

Los bancos generaron financiamiento de corto plazo en el mercado de valores, es decir, el crecimiento de la Bolsa de Valores y las ganancias especulativas acentuaron la transferencia de recursos financieros del sistema bancario hacia ese mercado

El interés por desarrollar esta investigación es estudiar el impacto de la tendencia de la política económica en la generación de ahorro como prioridad, sin plantear claramente las estrategias de canalización hacia el sector real de la economía (sector productivo), provocando el rompimiento de los escasos eslabonamientos productivos y cayendo en una crisis económica sistémica. Para México, es de suma importancia implementar estrategias que dinamicen la inversión, para que genere círculos virtuosos en la economía mexicana, como una solución a la tendencia recesiva en la cual está inmersa desde hace más de dos décadas. El objetivo principal tras las crisis financieras y la tendencia a la recesión productiva actual como consecuencia de la desregulación financiera, debería ser la eficiente canalización de la inversión productiva, entendida ésta última como el incremento de los activos reales. En todas las concepciones sobre el desarrollo económico el aumento de la inversión productiva, es un factor determinante para incrementar el producto. Esto demuestra que es insuficiente plantear como uno de los objetivos centrales de la política de financiamiento el simple aumento el ahorro de un país

(interno y externo) para que éste propicie el crecimiento económico de largo plazo. El fracaso del modelo neoliberal, ha consistido en que aunque se han creado artificialmente condiciones para aumentar el ahorro y atraer capitales externos, no se ha podido lograr que se canalicen hacia la inversión productiva y tampoco han podido evitar las salidas aceleradas cuando se inicia la inestabilidad que se ha tornado cíclica.

Por los motivos antes expuestos, los objetivos específicos de esta investigación serán:

- 1) Estudiar el papel que desempeña el dinero en el proceso ahorro e inversión, en el marco de la política financiera internacional.
- 2) Analizar el comportamiento de los bancos en su función de intermediario financiero para canalizar el crédito a los inversionistas.
- 3) Comparar las condiciones económicas y financieras de México entre el modelo sustitutivo y el neoliberalismo
- 4) Describir el proceso ahorro e inversión en la política financiera de ambos modelos.
- 5) Comprobar la endogeneidad del dinero en dicho proceso, en uno y otro.

Estos objetivos ayudarán a demostrar la hipótesis de que en la economía mexicana el proceso ahorro-inversión ha presentado un comportamiento inestable debido a los cambios estructurales que se han presentado, derivado de los modelos económicos aplicados, ya que el comportamiento del crecimiento económico ha sido sólo de corto plazo. La relación entre el ahorro y la inversión ha retrocedido puesto que en el modelo sustitutivo de importaciones presentó un comportamiento estable y creciente, producto de la intervención del Estado originado en el modelo keynesiano, que sentó las bases de un crecimiento económico sostenido. Sin embargo, con la entrada del modelo neoliberal en la década de los años ochenta, disminuye la intervención del Estado en la economía; y por lo tanto, se da una caída de la inversión y el ahorro. No obstante, con la banca privatizada, los desequilibrios internos y externos, así como la movilidad internacional de capital,

impedido una eficiente canalización de recursos del aparato productivo dando como resultado un ciclo de inestabilidad económica. De 1980 a 2007, la inversión ha registrado un mínimo crecimiento y el coeficiente de inversión ha incrementado la dependencia de los fondos externos. El debilitamiento de la formación de capital, en parte es atribuible a la menor inversión por parte del Estado. La participación de la inversión del Estado se redujo, dejando a la inversión en manos privadas. La generación de ahorro en la esfera financiera así como la ineficiente canalización del mismo hacia la esfera productiva, ha generado niveles de crecimiento económico muy bajos y con expectativas de largo plazo inciertas; lo que hace necesaria la revisión del sistema financiero internacional que regule la movilidad de capital y sobre todo que vigile la canalización de recursos financieros, para que éstos tengan un impacto positivo en el sector real de la economía, al mismo tiempo que beneficie el proceso de ahorro e inversión.

CAPÍTULO I

EL DEBATE TEÓRICO DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN.

1.1. Escuela Clásica.

Para la mayoría de los economistas clásicos, el ahorro era propio de la clase propietaria, ya que los salarios de los trabajadores tanto productivos como improductivos, permitían únicamente cubrir el nivel de subsistencia. Para estos teóricos, los propietarios consumían una parte de su renta adquiriendo bienes producidos por los trabajadores productivos y pagando a los trabajadores improductivos que empleaban; el resto era el ahorro, que incrementaba su stock real de capital, dando empleo a mayor número de trabajadores productivos. La renta ahorrada se acumulaba inmediatamente. El ahorro fue por lo tanto, una actividad y el sistema económico sólo obtenía beneficios de ello. En general, los clásicos no consideraban que hubiera límites al ahorro, aún cuando algunos autores indicaban limitantes de éste (López, 2005)

Aún cuando existieron diferentes ideas entre los miembros de la escuela clásica, en general sostuvieron principios que incluían la creencia en la libertad natural y la importancia del crecimiento económico, como medios para mejorar la condición de la población. El primer exponente de esta escuela a quien por ello se le considera como padre de la economía es Adam Smith, al que le siguen Thornton, David Ricardo, Malthus y Mill, principalmente.

1.1.1. Adam Smith y su percepción del ahorro, la inversión y el dinero.

La teoría de A. Smith establece que la base es el egoísmo personal. “Cada uno de ellos intenta mediante el empleo de su capital que el ingreso anual de la sociedad sea tan grande como pueda, aunque “por regla general cada individuo no intenta promover el bienestar público ni sabe en cuanto está contribuyendo a ello” (Smith, 1776), prefiriendo incrementar la actividad doméstica en vez de la foránea, sólo

busca su propia seguridad, y dirigiendo esa actividad de forma que consiga el mayor valor, sólo busca su propia ganancia, y en éste como en otros casos está conducido por una mano invisible que promueve un objetivo que no entraba en sus propósitos. Tampoco es negativo para la sociedad que no sea parte de su intención ya que promoviendo su propio interés promueve el de la sociedad en forma más efectiva que si realmente intentase promoverlo” (Smith, 1776). Esta es la forma como A. Smith establece la base del egoísmo personal.

Smith reúne los elementos esenciales del proceso de crecimiento, al establecer el crecimiento económico hasta la aparición del sistema comercial, fue una consecuencia de la interacción del egoísmo, las modificaciones en los derechos de propiedad y el cambio institucional en un sentido más amplio. Smith argumenta que, el crecimiento económico dependía fundamentalmente de la amplitud de la especialización y de la división del trabajo. La acumulación de capital hace posible emplear trabajo, en tanto que el capital acumulado constituye un fondo para mantenimiento de la población trabajadora; en el concepto de fondo de salarios,

Considera que la existencia de un fondo de salarios es también un elemento para racionalizar el ahorro, es decir, la acumulación. Sostiene que los trabajadores dependen de los capitalistas para que éstos los provean de los bienes salariales de subsistencia. La única manera de incrementar el stock de bienes salariales, consiste en inducir a los capitalistas a que ahorren y el único modo de hacer esto es aumentando los beneficios, que en opinión de Smith, constituyen la única fuente de ahorro, es decir, los ahorros tienen que encontrar una salida en el proceso de producción. Si se usan para contratar más trabajadores, el fondo de salarios crece, y lo mismo sucede con los pagos a los trabajadores. En consecuencia, si los trabajadores gastan más en bienes salariales, aumenta la demanda agregada y se produce más en el siguiente período de producción.

El sistema de atesoramiento lo considera como irracional y por lo tanto, todo el ahorro se invierte. Habla de un límite mínimo para los salarios, y de que a medida

que crece el fondo de salarios aumenta, la población y el incremento en la población no puede continuar indefinidamente, por lo que una población mayor aumentaría la carga que debe soportar el fondo de salarios, por ello es probable que las tasas de salarios caigan y con ello el ahorro.

Por otro lado, Smith argumenta que la función de la banca es el ahorro del acervo de los metales preciosos y considera que el papel moneda “no puede superar jamás el valor del oro y la plata”, pues el papel moneda excedente, tendrá como destino el exterior o será captado por los bancos en pago del oro. A esta afirmación se le conoce con el nombre de “ley del reflujo”, que posteriormente sería el centro de discusión de los monetaristas que surgieron después de la aprobación de la Ley de Autorizaciones Bancarias de 1844.

Según Smith, el papel moneda se emitió en exceso como consecuencia de la especulación del “comercio excesivo” de algunos, y afirma que eso no habría ocurrido si los banqueros hubieran descontado sólo las letras de cambio reales. En esta afirmación, subyace el origen de la doctrina de los valores reales de la banca comercial, la cual fue sujeto de fuertes críticas en el siglo XIX, y que fue erigida en la Ley de la Reserva Federal en 1913, convirtiéndose en la falacia económica más perdurable de todos los tiempos (López, 2005).

1.1.2. Henry Thornton la emisión de billetes y el uso de las reservas bancarias.

Thornton elaboró el mejor análisis del funcionamiento del sistema crediticio, pues durante el período clásico escribió sus recomendaciones en tiempos de paz o en momentos de guerra. Durante la guerra con Francia, pensó que en situaciones de no convertibilidad podía surgir una depreciación de tipo de cambio, aunque no estuviera acompañado de una emisión excesiva de moneda. Llega a la conclusión de que la no convertibilidad facilitaba la emisión excesiva. Asimismo, reconoció que la emisión excesiva era algo peligroso y “deplorable”, pues si la expansión de la

oferta monetaria permitía aumentar el nivel de empleo, también inevitablemente se incrementaría el nivel de precios.

Otro aspecto interesante en el análisis de Thornton es aquel en el que asegura que en una economía con efectivos no monetarios, el equilibrio monetario sólo existe cuando la tasa monetaria del mercado de préstamos es igual a la tasa de rendimiento del capital en los mercados de bienes. Así, una inyección de efectivo aumenta la oferta de fondos prestables y éste a su vez, hace que la tasa de interés del mercado sea menor que el rendimiento de capital; el volumen de los préstamos aumenta a medida que se incrementa el precio de los bienes de inversión, y estimula la demanda de préstamos. Con ello agrega, que el aumento de la demanda de préstamos alcanzará a su oferta. No obstante, si la tasa bancaria permanece por debajo de la tasa de beneficio de capital, la demanda de préstamos será insaciable; la demanda de préstamos superará a su oferta y la tasa bancaria empezará a aumentar nuevamente. Si la tasa de rendimiento del capital permanece constante, el equilibrio se reestablecerá sólo cuando la tasa bancaria haya retornado a su nivel anterior, es decir, los precios son más altos, sin embargo, la tasa de interés queda como antes. Por tanto, podemos afirmar que, en equilibrio, la tasa de interés es independiente de la cantidad de dinero en circulación.

Otros planteamientos también sobresalientes de Thornton son que:

- a) El equilibrio se apoya en la tesis de que no existe ninguna restricción que impida al crédito bancario exceder del límite más allá del cual provocará un aumento del nivel de los precios. Esta tendencia de discrepancias de tasas de interés, que produce nuevos aumentos en los precios, conduce al “proceso acumulativo” wickselliano, de ahí que el equilibrio del que habla Thornton sea un equilibrio inestable. Considera que la solución práctica a la inestabilidad del sistema es por un lado, la recuperación de la igualdad entre tasas; y por el otro, la convertibilidad de billetes y depósitos en oro.
- b) Cuando hay un proceso inflacionario derivado del aumento de préstamos, el autor supone una expansión no compensada de préstamos. Es aquí donde

el autor no logró formular explícitamente las condiciones del equilibrio estable del mercado de fondos prestables. Para Wicksell, esto supone la igualdad entre los préstamos y los ahorros voluntarios. Por su parte, Thomas Joplin (1823), lo resuelve proponiendo un sistema de reserva de 100% de la banca, con el objetivo de que el interés monetario reaccione como lo tendría que hacer frente a una moneda circulante puramente metálica. Esta proposición, significaba la creación de dinero bancario (creación de medios de pago mediante préstamos) sin fundamento.²

- c) Thornton acepta explícitamente que el exceso de crédito, en situación de desocupación, puede afectar positivamente a la producción y, por tanto, al empleo. Aceptó esto incluso para una situación después de haber alcanzado la plena ocupación, en la que la expansión crediticia puede producir algún efecto en la producción, pero menor que el efecto inflacionario. Afirmó que si el ingreso no aumenta paralelamente a los precios, sus receptores se verán obligados a reducir sus compras de mercancías y servicios, es decir, a realizar una especie de ahorro involuntario que puede aumentar el capital real como lo aumenta el ahorro ordinariamente.³

Malthus advierte la diferencia entre el ahorro que se destina a la acumulación y el atesoramiento del avaro, que retira la moneda de la circulación; y que la acumulación podría encontrar obstáculos por la insuficiencia de la demanda. Se argumentaba que sólo un “avaro” desearía incrementar sus tenencias monetarias por encima del mínimo requerido para sus transacciones. Tal afirmación implica

² Cabe mencionar que esta idea no incorpora la posible creación de cuasi-dinero a manos del comercio, tampoco la entrada de oro, perturbadores potenciales del equilibrio estable del mercado monetario. Este equilibrio argumenta Joplin, que sólo sería posible, si los bancos (como prestamistas) no tuvieran la facultad de crear nuevas cantidades netas, por encima del volumen de ahorros corrientes del público, que se agregaran al total de la reserva de medios de pago. Por su parte David Ricardo afirmó que esta idea “no es otra cosa que una forma particular de formular la teoría del ahorro y de la inversión de Turgot-Smith”. J.A. Schumpeter. (1984). *Historia del Análisis Económico I. Parte Tercera, capítulo 7. Moneda, crédito y ciclos*, p. 610. Ed. Fondo de Cultura Económica. México.

³ Con esta idea Thornton tiene el mérito de anticiparse a la doctrina de Wicksell sobre el “ahorro forzoso”. Bentham, con su “frugalidad forzosa”, y Malthus profundizaron más sobre este tema. Cabe mencionar que Ricardo contrario a Thornton, afirmó que el capital “ficticio” no podía estimular a la industria, ya que el capital puede crearse solamente por el ahorro y no por las operaciones bancarias. Esto es compatible con el carácter esencial de su teoría cuantitativa, cuya rigidez implica la inexistencia de relación entre la cantidad de “moneda” y la producción.

que los individuos nunca suman sus ahorros a los saldos monetarios, y que nunca financian la inversión con éstos.

1.1.3. David Ricardo, el crédito y la creación de capital.

David Ricardo, uno de los principales exponentes de la teoría del valor-trabajo, pero al mismo tiempo un clásico de la teoría cuantitativa del dinero. En su época el crédito se desarrolló rápidamente, sin embargo, el tratamiento que hizo del sistema monetario como un sistema metálico incluía un análisis bancario a través de la emisión, sin considerar el importante papel del crédito, esto es consistente con la teoría cuantitativa del dinero.

David Ricardo encontraba una limitación a la acumulación en la disminución de los beneficios al incrementarse el stock de capital, y argumentó que por ningún motivo el crédito puede crear capital. Argumenta que si el valor del dinero en circulación supera su costo de producción, se estimulará la extracción y se incrementará la cantidad de metales para su acuñación, no obstante, de lo contrario, se reducirá la extracción, y se fundirá el dinero para usos no monetarios.

Es por esto que David Ricardo afirma que el valor del dinero está controlado por su costo de producción, y el nivel de precios refleja el valor de cambio relativo del propio bien monetario.⁴

Por otra parte, David Ricardo escribe sus obras monetarias en dos momentos históricos importantes: i) durante el período de guerra con Francia (1789); y ii) en el período posterior a la guerra. Durante la guerra, el gobierno inglés se financió en forma significativa con créditos otorgados por el Banco de Inglaterra; consecuencia de la guerra la balanza comercial británica se encontró en dificultades, ante estos acontecimientos, fue decretada la inconvertibilidad (que estuvo vigente hasta 1819). Ricardo afirmó en aquel entonces, que la moneda británica se había depreciado, y que ésta se debía a los aumentos excesivos de emisión de billetes; a

⁴ Cabe aclarar que dado el gran acervo existente de oro y plata, la tasa de producción corriente de las minas de oro y plata tienen un efecto insignificante sobre el valor del dinero. Para una explicación más práctica, se consideraba que la cantidad de dinero en un país estaba dada, y sólo tendía a modificarse si la balanza de pagos presentaba un desequilibrio o porque se diera un cambio en la velocidad de circulación del dinero. Este razonamiento muestra la importancia que tuvo la teoría cuantitativa, que en lo fundamental es una teoría de la demanda de dinero.

su vez, esta emisión se había incrementado por el decreto de la inconvertibilidad, y por tanto, el Banco de Inglaterra tenía la capacidad ilimitada de emisión sin riesgos de retiros de oro; finalmente la depreciación de la moneda expresaba el aumento de precios, el cual estimuló la exportación de metales preciosos y la importación de mercancías. (Ricardo, 1973).

Las soluciones propuestas por Ricardo a estos problemas fueron: i) dejar la emisión en manos del Estado; ii) retirar las monedas de oro de la circulación; iii) reestablecer la convertibilidad abandonada en 1797 y; iv) retirar circulante en forma gradual.⁵

Ricardo recomendó contraer la oferta monetaria, pues no se remitió a considerar al dinero como neutral. En efecto, la recomendación fue la reducción gradual de la cantidad de billetes en circulación, ya que pensó que las disminuciones drásticas del circulante provocarían graves problemas a la industria y al comercio del país. Esto sugiere que en la concepción de Ricardo las variaciones en la cantidad de dinero, además de producir cambios proporcionales en los precios de las mercancías, pueden afectar a las variables reales y, transitoriamente, a la tasa de interés.

Al respecto Hicks, argumenta que Hume en sus *Ensayos*, tiene una posición similar, pues para este autor la industria puede resultar favorecida durante el período intermedio entre el aumento de la cantidad de dinero y el incremento de los precios. Esto último, quedó poco claro en Ricardo, ya que se limitó a considerar que los precios “no se ajustarían inmediatamente” pero afirmó que lo harían en poco tiempo.

Ante las ideas poco claras sobre la teoría de los préstamos bancarios la pregunta que surge es ¿cuál o cuáles son los motivos que llevaron a Ricardo a reflexionar de tal forma cuando Thornton ya había adelantado en el mismo punto? La respuesta

⁵ Ver J.M. Quijano. (1982). La moneda en Ricardo, Wicksell y Hicks. En documentos de trabajo, No. 1. Serie del Instituto de Estudios Económicos de América Latina. Julio, CIDE, México, pp. 3-5.

es sencilla, la teoría cuantitativa implica que no existe relación entre la cantidad de “moneda” y la producción. Admitir esto, representaría desarrollar una teoría adicional.

Por otro lado, David Ricardo afirmó que una moneda mixta de oro y papel debía variar en la misma forma que una moneda puramente metálica, para que respondiera automáticamente a cualquier entrada o salida de oro.⁶

1.1.4. John Stuart Mill: hacia una teoría marginalista.

Mill realizó sus obras en el contexto de las crisis más significativas del crédito que caracterizarían a la historia económica de Inglaterra en el siglo XIX (1825, 1839, 1847, 1857 y 1866).

En su obra, inicialmente presenta su posición frente a la tasa de interés. Su análisis parte de una diferenciación entre la ganancia y el interés. Define a los beneficios brutos como “un premio” por el riesgo conocida con el nombre de “remuneración al riesgo”, los salarios de los administradores como “molestias” y el interés como “capital mismo”. Con esto, Mill distingue entre capitalista que gana un interés por la “abstinencia” y el “empleador” (o empresario) que gana una compensación por el riesgo al que se somete, en sus palabras:

“... la remuneración del riesgo, las molestias y el capital mismo; pueden llamarse: seguro, salarios de dirección e interés. Después de compensar el riesgo, esto es, después de cubrir las pérdidas a que por término medio se halla expuesto el capital por las condiciones sociales en general o por los riesgos especiales inherentes al negocio de que se trate, queda un excedente, una parte del cual se destina a recompensar al dueño del capital por su abstinencia, y la otra remunera al patrón por el tiempo que dedica al negocio y las inquietudes que éste le ocasiona”.⁷

De esta forma Mill argumenta que la tasa de interés está determinada por la demanda y oferta de fondos prestables. La demanda de préstamos está integrada por la demanda de inversión (“préstamos para empleos productivos”), más la demanda del gobierno (“empréstitos”), la de los terratenientes y la demanda de

⁶ A tal afirmación se le conoce como el “principio monetario” de David Ricardo.

⁷ J. S. Mill. (1978). Principios de Economía Política. Ed. Fondo de Cultura Económica. México. Pp. 547

consumo improductivo. La oferta de fondos está compuesta por el ahorro más los billetes y los depósitos bancarios.

De lo anterior, Mill deduce que la tasa de interés está sujeta a modificaciones debidas a cambios en la demanda y la oferta de fondos, independientemente de la tasa de beneficios. Esto es significativo pues es falso que los economistas clásicos no distinguieron entre tasa de interés del mercado y el rendimiento de capital. Además argumenta que la tasa de interés es muy cambiante debido a que “la demanda como oferta de préstamos fluctúan más que cualquier otra clase de oferta y demanda”.⁸

Es evidente que trata de recuperar lo dicho por Smith y Ricardo, así como el teorema fundamental de equilibrio de Thornton (aunque no lo menciona), pero también es claro que pensó que en equilibrio la tasa de interés del mercado debe ser igual a la tasa de rendimiento del capital, en donde esta tasa de interés está determinada en última instancia por fuerzas reales. Así, podemos afirmar que en estuvo influenciado por Smith, Thornton y Ricardo, sin embargo, fue cercano a Wicksell. Por su parte, Mill afirmó que la cantidad de dinero como tal no influye sobre la tasa de interés, pero un cambio en la cantidad de dinero altera necesariamente la tasa de interés.

Con ello se puede afirmar que la teoría de los fondos prestables, desde sus inicios, es una teoría de flujos y no de acervos, pues se refiere al cambio de las variables monetarias durante un intervalo de tiempo. En efecto, Mill alude al intervalo en que se produce la variación de precios y dentro del cual se ve modificada la tasa de interés “temporalmente”, por efecto de los cambios en la cantidad de dinero.

La idea expresada por Mill de que el dinero afecta a la tasa de interés, mientras está en “proceso” la variación de precios, en Ricardo, tal y como se mencionó, aparece solamente como “probable”, y ello se debió a que Ricardo terminó por desentenderse de la propuesta de Thornton relativa al “ahorro forzoso” para

⁸ Véase, Mark Blaug. (1985). Teoría Económica en Retrospección. Ed. Fondo de Cultura Económica. México, pp. 210-211.

adoptar la idea de que el capital “ficticio” no puede estimular la industria y, por tanto, que el capital pueda crearse solamente por el ahorro y no por las operaciones bancarias. Para Mill no sucedió así, sostuvo la idea de “creación de depósitos adicionales” y la de “ahorro forzoso”.

Mill al igual que Thornton, tuvo plena conciencia que su análisis estaba referido a una economía crediticia. Ricardo trató al sistema monetario como un sistema metálico. Esta diferencia teórica fundamental se expresó en una diferencia práctica o de política monetaria. Ricardo, como expresión de una corriente de pensamiento entre los economistas clásicos, defendió la idea de que el crédito funcionaría como lo hacía el dinero metálico, sobre la base de regulaciones automáticas. Por el contrario, Thornton y Mill, defendieron la idea de que el dinero crediticio debía ser administrado o controlado.

Resumiendo, en términos generales, la teoría monetaria clásica argumenta que la tasa de interés se determina en el mercado de préstamos, lo que significa que la tasa de interés está determinada por la oferta y la demanda de fondos prestables (representado en ese entonces como ahorro e inversión, respectivamente). Asimismo, la inversión no podía ser financiada con atesoramiento o con crédito bancario inflacionario. Los economistas clásicos, niegan que la expansión del crédito pudiera estimular el crecimiento, esta discusión se encuentra en la teoría del “ahorro forzado”⁹, donde argumentan que la inversión nunca se financia con atesoramiento.¹⁰

En una economía monetaria no necesariamente el ahorro y la inversión deben ser iguales a la oferta y la demanda de fondos prestables. Esto se cumple sólo en

⁹ La teoría del “ahorro forzado” argumenta que, si suponemos que hay una oferta excedente de préstamos en una economía plenamente empleada, deriva de una inyección de dinero o de la reducción de los saldos ociosos, de tal forma que la inversión ya no está limitada por las decisiones de ahorro voluntario de los receptores de ingresos, ello conduciría a una baja en la tasa de interés del mercado y a un incremento en la demanda de fondos de inversión. Pero si por el contrario, el acervo de capital está utilizado a toda su capacidad, si los recursos no provienen del ahorro voluntario, deben provenir del ahorro involuntario. Esto es, la formación adicional de capital se financia con los recursos que se extraen de manera forzosa a los receptores de ingresos fijos, mediante el aumento en los precios.

¹⁰ Por atesoramiento se entiende, el retiro de ingreso monetario del gasto corriente sin desviarlo hacia fines distintos del consumo, es decir, destinado a la formación de saldos monetarios.

equilibrio, siempre y cuando se cumpla la condición de que los individuos están satisfechos con su tenencia de efectivo. Esto se podría interpretar como la negación de que el ahorro planeado sea igual a la inversión planeada, y si a esto le sumamos que los clásicos aceptaron la igualdad de Say donde se afirma que una oferta excedente de bienes o una demanda de dinero tiende a corregirse por sí sola, es muy probable que los clásicos concibieran la posibilidad de que el ahorro deseado no se convirtiera en realidad, como lo afirmaron keynesianos.

Así es como los clásicos, centraron su atención en la demanda del mercado de préstamos como una función de la tasa de interés. Para cada oferta de ahorro real y crédito bancario hay un nivel de precios que igualará la tasa de interés a una tasa dada de rendimiento del capital, asegurando el equilibrio en el mercado de préstamos. Esto lleva a la afirmación de que si el ahorro supera a la inversión deseada, la tasa de interés bajará y el nivel de precios aumentará, con lo que se restablecerá el equilibrio.

En efecto, los clásicos no afirmaron que el ahorro y la inversión sólo se determinarán por la tasa de interés. No obstante, no distinguieron explícitamente entre el ahorro y el préstamo activo, y la inversión y préstamo pasivo.

La teoría de los fondos prestables, con sus implicaciones en la tasa de interés, están reflejados en las obras de Thornton y Ricardo, sin embargo, John Stuart Mill, retoma ésta en su obra *Principles*, y define al ahorro como “ingreso no consumido por las personas que lo ahorran” y el atesoramiento como el “ingreso no consumido en absoluto”, es evidente que consideraba al “ahorro deseado” como el ahorro más el atesoramiento clásico.¹¹

1.2. 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

¹¹ Esto lo suponemos debido a que el exceso de ahorro deseado sobre la inversión deseada en el análisis moderno, produce los mismos efectos económicos que un incremento del atesoramiento en la economía clásica.

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 Modigliani¹²; y el del ingreso permanente de Friedman¹³.

1.2.1. 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 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.¹⁴ 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

¹² 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.

¹³ 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.

¹⁴ Aunque no hay un sistema directo de las transferencias de recursos de hijos a padres.

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.¹⁵

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.

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.

¹⁵ 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.

1. 2.2. 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 lo 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 aquél está determinado por el mercado de capitales; esto es, por la tasa que iguala la demanda de inversión con la oferta de ahorro.

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).¹⁶

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.

¹⁶ Con respecto a las afirmaciones 3 y 5, éstas se cumplen bajo el supuesto de "mercado de capitales perfectamente competitivo".

De esto se desprende que la tasa de interés es un fenómeno real; por lo 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.

No obstante, trabajos empíricos como el de Gordon (1992) concluyen 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.

1. 2.3. 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), si se incorpora un concepto de planeación, se tiene 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) supone 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 lo 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.¹⁷

1.2.4. El modelo de fondos prestables con bonos y dinero.

Si se incorpora el papel de los factores monetarios a corto plazo, se necesita un modelo monetario de los fondos prestables. Primero, suponen la existencia de la demanda y la oferta de flujo de fondos prestables, es decir, los bonos nuevos. Ahora en este caso, se tienen 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:

$S + \Delta M_s = I + \Delta M_d$; donde M_s es la oferta de dinero; y M_d 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

¹⁷ 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 lo 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.

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:

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

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 lo 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.

1.2.5. Oferta monetaria exógena y demanda de dinero estable.

De lo anteriormente expuesto queda demostrada la imprecisión de que la teoría cuantitativa clásica no incorporó en su análisis a la tasa de interés. Ésta fue considerada sólo como un mecanismo que llega a afectar la producción y el empleo, y que más bien fue adoptada fundamentalmente como “mecanismo indirecto” que conecta a la oferta monetaria (M), y los precios, (P).

La teoría cuantitativa del dinero, hasta los años 30 del siglo XX, prácticamente fue la teoría del dinero de todo el mundo, a pesar del reiterado ataque de algunos autores. Las tres versiones similares, pero con diferencias importantes, de la teoría cuantitativa fueron: i) El enfoque “transacciones” popularizado por la obra de Irving

Fisher; ii) El enfoque del saldo efectivo (o versión de Cambridge) desarrollado por A. Marshall, Pigou y Wicksell; y iii) El enfoque del ingreso de Keynes, que culminó con la introducción del concepto de la velocidad-ingreso del dinero por parte de A. Pigou.

La base de la teoría cuantitativa era la correlación observada entre los cambios en el nivel de precios y los cambios sustanciales en la cantidad de dinero. A su vez, el examen de la relación de los precios observados ante cambios en la cantidad de dinero se sostenía en la relativa estabilidad de la velocidad de circulación (V), o la velocidad ingreso del dinero (Y/M). Esto no significa que los autores exponentes de la teoría cuantitativa trataran a la velocidad como una constante natural, en donde la “ecuación de cambio” se reduce a una identidad en lugar de una relación de equilibrio.

La expresión $MV=PT$, se llegó a considerar como una igualdad obvia, ya que T estaba determinada por fuerzas reales mientras que V se tomaba como un dato institucional. Esta interpretación privó de sentido al mecanismo equilibrador en el cual un aumento en la cantidad de dinero, influye en los precios, de tal forma que implica la identidad de Say.

Fisher y Wicksell reconocieron la distinción fundamental existente entre los saldos monetarios activos y pasivos, entre el dinero como un medio de cambio y el dinero como un almacén de valor.

Es muy probable que la teoría cuantitativa clásica se haya concentrado más en las implicaciones del dinero en el largo plazo, ya que el cambio en el acervo de dinero afecta indirectamente a los precios, sin modificar la tasa de interés. No obstante, en la teoría neoclásica de principios del siglo XIX, se insistieron en los problemas de corto plazo como la estabilidad de V , antes que en la proporcionalidad del dinero sobre los precios a largo plazo.

Fisher se concentró en el análisis del problema de los “períodos de transición”, en los cuales tanto T como V , sufren cambios. Supuso que estos “períodos de

transición” duraban 10 años en promedio, es por ello que cuenta con una vasta literatura de propuestas monetarias para afrontar las fluctuaciones cíclicas de tales “períodos de transición”.

Wicksell, por su parte, concentró su atención en el problema del “proceso acumulativo”, que es esencialmente un fenómeno de desequilibrio a corto plazo. De forma similar, seguidores de la teoría monetaria marshalliana, como Pigou, Robertson, Lavington y Keynes, escribieron sobre la cuestión del ciclo económico y el papel del dinero en las fluctuaciones industriales.

En el enfoque de Irving Fisher, el dinero se consideraba únicamente como un medio de cambio, constituido sólo por billetes y monedas metálicas. Asimismo, se suponía que la velocidad de circulación de éste era estable, toda vez que ésta estaba determinada por las prácticas comerciales de los individuos, tales como en que los períodos de los individuos reciben sus ingresos, los acuerdos y plazos para realizar transacciones y saldar deudas, etc., los cuales no varían con frecuencia.¹⁸

En el enfoque de Cambridge, Alfred Marshall al igual que Fisher, parte de la igualdad que se da en el intercambio entre la cantidad de dinero multiplicada por su velocidad de circulación y la producción real multiplicada por su precio. Esta relación se define como:

$$M = k PY$$

La k de Marshall, equivale al inverso de la velocidad de circulación (1/V) de Fisher, no obstante, el enfoque de Marshall es diferente a la de Fisher. Marshall afirmó que la gente deseaba “poder adquisitivo” no sólo en función de sus ingresos (Y), sino

¹⁸ Como ya se mencionó, la relación cuantitativa de transacciones mediante la ecuación de intercambio, se representa de la siguiente forma: $MV = PT$; donde: M representa la existencia de dinero; V representa la velocidad con la que circula el dinero; P representa el nivel de precios agregados y T representa el número de transacciones realizadas en el curso de un período de tiempo y financiadas por las exigencias de dinero. Al volumen de transacciones (T) se le consideraba dependiente de la disponibilidad de recursos y, por tanto, independiente de M, de V y de P. Bajo estos supuestos, una V estable y una T predeterminada; un aumento en M debería provocar un aumento proporcional en P, para que se cumpla $MV=PT$. Para llegar a esto, Fisher debería suponer que M, V, y T eran independientes entre sí; de lo contrario, es necesario saber cómo se interrelacionan, para lo cual sería necesario definir otras ecuaciones, lo cual, ya no permitiría derivar conclusiones respecto al comportamiento de P, basándonos únicamente en la ecuación de intercambio.

también de sus activos.¹⁹ Consecuentemente, Marshall a diferencia de Fisher, consideraba que el dinero no sólo se demanda como medio de cambio sino también como un activo financiero (depósito temporal de valor). Esta es la diferencia fundamental entre el enfoque de intercambio (de Fisher) y el enfoque de los saldos monetarios (de Cambridge) que inició Marshall y, al cual pertenecen los modernos monetaristas.²⁰ (López, 2005).

Por otra parte, también supuso que la velocidad de circulación del dinero era estable e independiente de las otras variables (M, P, Y) de su ecuación. Esto significa que el determinante fundamental del nivel de precios es la oferta monetaria, ya que para que la ecuación $M = k PY$ se cumpla, es necesario que P se ajuste a cualquier cambio en M, dado que k es estable y Y real (PY) está fijo al nivel de pleno empleo²¹. Aún cuando a k la consideraba estable, no suponía que fuera constante, pues aseguraba que ésta podía variar ante cambios en los hábitos de los individuos. Esto implica que ante un incremento en el gasto de los individuos y en los precios hasta que el valor de los saldos monetarios reales se igualen al monto que el público deseara tener. Esta estabilidad en la demanda de dinero permite que la política monetaria influya sobre la demanda agregada, cuando la economía se aparta del pleno empleo.

Laidler (1971) por su parte afirma, que tanto la ecuación de cambios de Fisher y la expresión de Cambridge (Marshall-Pigou), tienen una trayectoria diferente, pero que tanto en su inicio como en su final son muy parecidos. Laidler confronta las dos expresiones de la siguiente forma:

¹⁹ Véase H. Hansen, (1985). Teoría monetaria y política fiscal. Ed. Fondo de Cultura Económica, México, Capítulo 4, pp. 70.

²⁰ Entre los que destacan, Milton Friedman, Johnson, Sargent, Lucas, etc.

²¹ Ya que significa que no hay límites al pleno empleo de los recursos productivos.

FISHER	CAMBRIDGE
$M_s V_T = PT$ $M_s V^-_T = PT^-$ $Md = K_T PT^-$ $Md = Ms$ $M_s (1/K_T) = Ms V^-_T = PT^-$ $V^-_T = (1/K_T)$	$Md = KPT$ $Ms = KPY$ $Md = Ms$ (condición de equilibrio) $M_s (1/K) = MsV = PY$ $V = 1/K$

De esta confrontación Laidler indica que en Fisher la cantidad de dinero es aquella que debe tenerse para realizar un volumen determinado de producto o de transacciones; su punto de partida de esta razón es macroeconómico y el concepto de velocidad-transacciones que se deriva V_T , se refiere al número de veces que una unidad de dinero pasa físicamente de una mano a otra. Por el contrario, en la formulación de Cambridge la cantidad de dinero es aquella que desea tener un individuo, dado que su deseo de realizar transacciones hace que la posesión de dinero sea realmente deseable; de esto se infiere que su punto de partida es de orden microeconómico y el concepto velocidad renta, que le es propio, está referido a la tasa de circulación del dinero con respecto a la tasa de producción de la renta real.

Laidler argumenta que ambas teorías parecen llegar a conclusiones semejantes sobre la función de la política monetaria y fiscal para el control del nivel de renta. Sin embargo, en Fisher las cosas no cambian prácticamente en el corto plazo y, en cambio, en la visión de Cambridge se presentan variables que es posible que fluctúen significativamente en períodos muy cortos.

En efecto, la demanda de dinero, además de depender de las transacciones que el individuo piensa realizar y del nivel de riqueza, también está en función del “coste de oportunidad de mantener dinero”, es decir, de la tasa de interés, así como de las expectativas de cambio en los precios a futuro.

En suma, en la visión de Cambridge se intentó profundizar en el análisis de sus variables, en lugar de establecer una teoría formal del mercado de dinero. En Fisher, es posible que la tasa de interés sea determinante de la demanda de dinero, lo cual es muy discutible, pues tiene un peso poco significativo en su análisis. En la escuela de Cambridge tampoco se incluyó formalmente a la tasa de interés, pero sugirió y llamó la atención sobre las variables que pudieran ser importantes en la determinación de la demanda de dinero.

Por su parte Marshall hizo énfasis en el “mecanismo directo” que conecta a M y P, en la tradición de Cantillon y Hume. No omite el “mecanismo indirecto”, pero no lo desarrolla ampliamente; Hicks por ello, califica a esta teoría como una teoría limitada, haciendo referencia no sólo a Marshall, sino también a la teoría clásica, pues cuando se aplica el análisis de las fluctuaciones industriales y la renta monetaria registra cambios importantes, sólo tiene la posibilidad de explicar estos cambios por variaciones en M o en k o finalmente, por cambios en la distribución.

En efecto, esto es más complejo, sin embargo, Wicksell realiza una explicación más cuidadosa de los préstamos bancarios, es decir, de la conexión entre la oferta de dinero bancario y la tasa de interés, aunque en su exposición sólo mostró el mecanismo indirecto que relaciona a la oferta de préstamos con los precios. No obstante, la presentación que hace Wicksell de este mecanismo representa su mayor aportación a la teoría monetaria. Es así como a Wicksell se le considera como el primero en desarrollar sistemáticamente, después de Mill, las implicaciones de las ideas de Thornton; y trata de explicar la “paradoja de Gibson”²² y de defender al mismo tiempo la teoría cuantitativa.

²² Thornton sostuvo que la expansión del crédito sólo puede expresarse o volverse efectiva a través de una reducción de la tasa de interés monetaria. Así pues, en cuanto se detiene el aumento del crédito, los precios se ajustan a la nueva magnitud del acervo monetario y la tasa de interés regresa a su nivel de equilibrio anterior, determinado por la tasa de rendimiento de capital real. Con esto, se esperaría que la tasa bancaria y el nivel general de precios se movieran en direcciones opuestas. Sin embargo, Tomás Tooke, el crítico más destacado de la teoría ricardiana, demostró lo contrario, es decir, que la tasa de interés del mercado y el nivel de precios están positivamente correlacionados. Este aporte nombrado por Keynes como la “paradoja de Gibson”; y se apoya en que la acumulación de capital y el cambio técnico tienden a modificar la tasa real independiente de las fuerzas monetarias. Es así, como la tasa bancaria queda rezagada frente a la tasa real.

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

Wicksell acepta básicamente tres funciones del dinero: i) como medida de valor; ii) como depósito de valor y; iii) como instrumento de cambio. Considera a esta última como la que satisface una verdadera característica del dinero. La función de medida de valor puede cumplirla cualquier otra mercancía²³, sin embargo, aquella que sirve como instrumento de cambio también es utilizada como medida de valor.²⁴

Así como la función de medida de valor tienen una propiedad de subordinación a la de instrumento de cambio, lo mismo sucede con la de depósito de valor, ya que ésta tampoco es una característica esencial del dinero “La sociedad desea únicamente conservar cosas útiles, ciertas utilidades para el futuro”. Wicksell sin embargo, argumentó que a pesar de que los metales preciosos poseen cierta utilidad suntuaria o técnica, la sociedad no los atesora (y menos si es dinero) por esa utilidad, sino por su cualidad de instrumento de cambio. Es por esto que, Wicksell distingue atesorar de ahorrar. Ahorrar es posponer el consumo, retirar dinero de la circulación y los encajes metálicos de los bancos son las únicas acumulaciones monetarias de importancia, ya que cumplen determinadas funciones, tanto al interior como al exterior de cada país.²⁵

Los países menos desarrollados son los que más atesoran, esto por el desarrollo del crédito en los países desarrollados, el ahorro entregado a los bancos, quienes no sólo captan sino además prestan a empresas que productivamente hacen uso

²³ Hicks aclara que como medida de valor, Wicksell se refiere a la función de unidad de cuenta o unidad de medida, considera adecuada la expresión porque el motivo especulativo de demanda de dinero pertenece a la función reserva de valor y a la de medida de valor. Agrega “El dinero solo es “medida de valor” si hay algún grado de confianza por mínimo que sea, en la estabilidad de los precios; estabilidad, por lo menos, a corto plazo y de aquellos precios que conciernen al inversor” Hicks. Ensayos críticos sobre Teoría Monetaria. Ed. Ariel. Barcelona, España. Pp. 15, 25, 44 y 45.

²⁴ Históricamente, argumenta Wicksell, se justifica, pues al paso del tiempo así sucede, “el dinero se fue transformando gradualmente en una medida general del valor, incluso para valoraciones separadas entre sí por un período de tiempo muy grande” Knut Wicksell, Lecciones de Economía Política. Libro segundo. Ed. Aguilar. Madrid, España, pp. 21.

²⁵ Este punto de vista encierra una crítica a la teoría cuantitativa, ya que considera que ésta era débil al suponer un sistema individualista de mantener caja líquida, cuando en la práctica esto ha sido reemplazado por una especie de liquidez colectiva basada en la aceptación de depósitos por los bancos. Patinkin. Money, Interest and Prices. (1965). Ed. Harper and Row. 2ª. Ed., New York, pp. 588

de estos recursos, de modo que en esta clase de países, el dinero también se retira de la circulación pero sólo durante un momento, lo que implica que no necesariamente provoque fluctuación de precios como en el caso del atesoramiento privado (reducción posible al momento de atesorar, y alzan cuando se desatesora).

En síntesis, Wicksell es consecuente con su planteamiento inicial: la función de reserva de valor se subordina a los instrumentos de cambio. Por esta razón, el atesoramiento de dinero, no obedece a su utilidad sino a su cualidad de instrumento de cambio. Esto a su vez, le permite definir el sentido del concepto ahorro en la época moderna, es decir, el carácter de los depósitos bancarios.

El dinero como instrumento de cambio, lo define como aquél objeto que es tomado a cambio de otra cosa en un período más o menos largo. Tiene la cualidad de que es general o convencional, lo cual significa que es aceptado por toda la sociedad para el cambio de todas las mercancías.²⁶

La relevancia de la función de instrumento de cambio de Wicksell es precisamente que hace que se esfumen las características del dinero como mercancía, es decir, sus cualidades concretas, lo cual explica por qué considera al dinero como un “símbolo abstracto, mera cuantificación del valor”.

Wicksell da un paso significativo hacia la delimitación teórica cuando estudia las fluctuaciones económicas a partir de los fenómenos crediticios. El dinero se asocia con la teoría cuantitativa del dinero metálico como medio legal de pago y reserva última del sistema bancario, es decir, dentro de este concepto no incluye depósitos a la vista. En lugar de ello, consideraba su expansión como un instrumento en la velocidad virtual de las reservas metálicas de los bancos que les permitían realizar un volumen mayor de pagos. (Patinkin, 1965).

²⁶ Esto contrario a lo que Walras llamó situación de “arbitraje”, que es una situación de equilibrio imperfecto en el intercambio, cuando las valoraciones de los bienes se hacen en relación a dos o más bienes, es decir, cuando no se basan en el “numerario”, en términos del cual sean expresados los precios de todos los demás bienes. Walras, León. (1987). Elementos de economía política pura. Ed. Alianza. Madrid, España. Pp. 285-289, 291,292 y 598-600.

Así la incorporación del dinero crediticio a su teoría monetaria se da a través del concepto de velocidad de circulación del dinero (V) misma que define como el inverso del valor del tiempo en que el dinero permanece ocioso, es decir, sin circular entre una venta y compra (el inverso de esta relación explica la idea de la escuela de Cambridge $k = (1/v)$). De acuerdo con ésta, cuanto menor sea el volumen de dinero que demanden los individuos, mayor será su contribución al aumento de la velocidad, por lo tanto, menor será su stock necesario para atender el giro de sus operaciones; generalizando para una economía, las necesidades monetarias del país disminuyen y viceversa.

Examina distintas formas del crédito, pero hace hincapié en aquellas que son propias de los países desarrollados ya que argumenta que en éstos son mucho más confiables los resultados. En efecto, en estos países las disponibilidades de caja indispensables no son normalmente grandes y el giro comercial no exige grandes cantidades de dinero. El crédito organizado y centralizado reduce el riesgo y hace que los préstamos resulten seguros y adecuados.

La adopción habitual de ciertas formas del crédito, forman parte integral de la vida económica, esto es lo que lleva a Wicksell a pensar que incluso las fluctuaciones periódicas se deben al uso excesivo del crédito.

De acuerdo con esto, la interrogante ahora para Wicksell son los posibles efectos del crédito y la velocidad de circulación y hasta qué grado los bancos y gobierno pueden regular el valor del dinero y modificar sus fluctuaciones.

Su respuesta se apoya en el supuesto de que existen dos tasas de interés, una tasa monetaria y la otra tasa “real”, “normal” o “natural” (que retoma las ideas de Smith y Ricardo). La tasa “real”, “normal” o “natural” es aquella que hace que coincidan perfectamente la demanda de capitales y la oferta de ahorro, que corresponde más o menos al rendimiento que espera obtener del capital de nueva creación.

Wicksell, supone un “sistema de efectivo puro”, donde 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 disminuye 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 la 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 es 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, depende de la política monetaria, bajo determinadas condiciones, y la segunda, 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.

De esta forma, el proceso de desequilibrio es por lo tanto, 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).

1.3. El ahorro, la inversión y la oferta monetaria en Keynes.

Keynes (1936) criticó la teoría clásica del interés por ser una teoría indeterminada; argumentó que la teoría clásica postuló a la tasa de interés como el factor que equilibra la demanda de inversión con la inclinación al ahorro; representando a la inversión la demanda de recursos invertibles y los ahorros a la oferta, mientras que la tasa de interés es el precio de los recursos invertibles al cual se igualan ambas. Los cambios en el ahorro y/o la inversión son compensados por cambios automáticos (sin la intervención de la autoridad monetaria) de tal forma que siempre se ve asegurada aquella igualdad. Keynes afirma que esta teoría es

errónea, pues supone al nivel de ingreso como dado, lo que lleva a la omisión de sus cambios siendo que de él derivan los ahorros. Esto significa que las variables independientes de la teoría clásica de la tasa de interés son la curva de demanda de capital y la influencia de la tasa sobre la cantidad de un determinado ingreso. Las dos curvas (ahorro e inversión) se desplazan independientemente una de la otra. Esto en palabras de Keynes, hace de la teoría clásica del interés una teoría absurda, pues esto es compatible con el supuesto de que el ingreso sea constante. En efecto, si alguna de las curvas registra una desviación, el ingreso tenderá a cambiar, lo que es contradictorio con la hipótesis de un ingreso dado.²⁷

En su *Teoría General*, Keynes asumió la existencia de tres variables independientes en su análisis, una de ellas es el tipo de interés²⁸. 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 *a priori* (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 of 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 lo 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

²⁷ Véase, John M. Keynes. (1981). *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*. Ed. Fondo de Cultura Económica. Capítulo 14, "La teoría clásica de la tasa de interés", México. Pp. 126.

²⁸ Las otras dos variables independientes fueron la propensión a consumir y la curva de la eficiencia marginal del capital (Keynes, 1936, capítulo 18).

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 juegue un papel muy importante en la determinación de la misma.

1.3.1. 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.

1.3.2. 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).²⁹ Con base en ello, las personas deciden cómo dividir su riqueza financiera entre estos dos activos.

La tasa de equilibrio de los bonos es la tasa a la que la demanda de bonos es exactamente igual a las existencias de éstos, lo que supone que la oferta monetaria es exógena y está fijada por el banco central. Es decir, 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 precaución³⁰ 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 superarían las ganancias de intereses sobre los bonos, provocando en cambio, que un inversionista tuviera dinero.³¹

Keynes argumentó que la tasa de interés es un fenómeno monetario, que depende de la preferencia por liquidez y de la oferta monetaria; es decir, depende de lo que

²⁹ 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).

³⁰ 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.

³¹ 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.

sucedan 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 interés³² (Mántey, 1997).

En lo que respecta a la tasa de interés y el grado de liquidez, 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 monetaria³³. Sólo si la tasa de interés se encontrara en el límite mínimo, correspondiente al estado de “liquidez absoluta”, este mecanismo de

³² Al respecto cabe mencionar que los bancos centrales en muchas ocasiones son impotentes en su habilidad de restringir la tasa de crecimiento del dinero.

³³ 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.

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)³⁴.

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.

1.3.3. Financiamiento de la inversión.

Las variaciones en la actividad económica y, en particular las decisiones de inversión por el 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 lo 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 lo 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.

³⁴ 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.

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 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 fluyan de la propia inversión (Keynes, 2000).³⁵

³⁵ Al respecto Keynes argumenta que 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.

1.3.4. 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.

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 de 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.³⁶

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 se puede llamar estrictamente un “juicio convencional”. Como se puede observar, 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

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.

³⁶ A mayores tasas de interés, menos proyectos de inversión que tienen un rendimiento potencial lo suficientemente alto como para justificar pedir préstamos para financiarlos.

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 y, G es el gasto autónomo; éstas últimas variables son estables³⁷, en tanto que I presenta mayor variabilidad como consecuencia del efecto de las tasas de interés³⁸. Por tanto, el dinero afecta al ingreso a través de la tasa de interés.³⁹

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 lo 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

³⁷ 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.

³⁸ 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).

³⁹ Un aumento en la oferta monetaria, por ejemplo, disminuye la tasa de interés que, a su vez, aumenta la demanda agregada y el ingreso.

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.

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.

1.4. Teoría poskeynesiana.

1.4.1. La hipótesis de la 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 lo tanto, la disponibilidad de recursos para financiar nuevas inversiones que estimulen el desarrollo económico.⁴⁰

Al respecto, Cho (1990) 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 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.

⁴⁰ 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.

2) El concepto de indivisibilidad es de suma importancia en materia de inversión.

Shaw sostiene que la incrementada intermediación financiera entre ahorradores e inversionistas como consecuencia 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 el 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 en el corto plazo. Por una parte, una elevada tasa de depreciación durante el período 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 período 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 período de transición, los flujos de capital generados por el adecuado control de efectivo interno.

Si el crecimiento económico puede registrar una magnitud superior a su valor de situación estable es por 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 aumenta la demanda de depósitos.

Cuánto 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 directamente 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.

En síntesis, La inversión productiva es el único mecanismo capaz de incrementar el nivel de ingreso y consecuentemente el ahorro, por lo cual es necesario que éste

sea de largo plazo. Para ello, las instituciones financieras (bancarias y no bancarias) son centrales en el proceso de financiamiento y fondeo de la inversión, ya que adelantan la liquidez y captan el ahorro (como consecuencia del incremento de la inversión), lo cual permite crear instrumentos financieros de largo plazo que disminuyen la necesidad de financiamiento de corto plazo.

Así pues, se puede afirmar que el ahorro es *ex - post* a la inversión y restituye la capacidad de préstamos de los bancos, evitando una reducción de la liquidez (menores préstamos) y aumentos en la tasa de interés, tal como lo afirma la teoría poskeynesiana. Esto es contrario a la vertiente neoclásica, que sostiene que el ahorro es *ex - ante* a la inversión, y que son las fuerzas del mercado las que reestablecerán el equilibrio entre estas dos variables.

1.4.2. 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 economía⁴¹.

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).

⁴¹ Para una descripción detallada de la teoría monetaria poskeynesiana véase Rodríguez Fuentes (1996). Por su parte, en Dow y Rodríguez-Fuentes (1996) analizan 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 demanda⁴² 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 necesarias⁴³. 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 *acomodatícia* 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 horizontalista⁴⁴ es el tipo de interés, y no la oferta monetaria, la variable que se encuentra bajo el control de la autoridad monetaria. La oferta de dinero

⁴² 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 que si la oferta monetaria es totalmente determinada por la demanda de crédito o no.

⁴³ Wray ha aportado 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, cap. 7).

⁴⁴ 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).

entra en el modelo teórico como una variable con endogeneidad extrema (Wray, 1992), que viene determinada totalmente por la demanda⁴⁵. Sin embargo, los autores poskeynesianos 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 crédito⁴⁶ (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.

⁴⁵ 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.

⁴⁶ 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 para analizar el papel que desempeña el dinero y la política monetaria en el proceso productivo (Dow, 1993).

1.4.3. 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).⁴⁷

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 aumentan, pero el financiamiento tiende a incrementarse 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. Sin embargo,

⁴⁷ Las 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.

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 es inevitable; 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.

En consecuencia, es probable que la inversión aumente, aún cuando la tasa de ahorro permanezca constante; es decir, un crédito bancario puede incrementar el

nivel de la inversión, y por lo 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 de 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 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 independientes 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 en que la tasa de interés es una variable monetaria y con los dos argumentos de Keynes sobre la tasa de interés por un lado, 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.

CAPÍTULO II

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES, EL AHORRO Y LA INVERSIÓN EN MÉXICO. DE LA REPRESIÓN A LA DESREGULACIÓN FINANCIERAS: 1940-1981.

2.1. La posguerra y la política financiera internacional: 1940-1970.

Para finales de la década de los años 1920, estalla una severa crisis en Estados Unidos, la cual se le conoce con el nombre del “crack del 29” y con ella, la necesidad de una “política de bienestar” mediante la cual el Estado, pudo mantener el empleo por medio de un estímulo constante a la inversión (Hansen, 1971).

Después del crack de 1929 y ante la necesidad de cooperación internacional de un sistema de cambios dirigidos, en 1936 surgió el Acuerdo Monetario Tripartita, que estableció cierto grado de colaboración entre los Fondos de Cambio de los tres países participantes: Inglaterra, Francia y Estados Unidos. Este Acuerdo permitió cierta garantía de estabilidad, puesto que los países participantes se comprometieron a no modificar sus tipos de cambio y permitió atenuar las fluctuaciones de las paridades cambiarias y terminar con las devaluaciones monetarias competitivas (Baskind, 1985). Asimismo, dicho acuerdo hizo del régimen de inconvertibilidad del oro, un patrón oro práctico para uso externo, es decir, que los países se comprometieron a cambiar paulatinamente el patrón oro. Evidentemente las economías que estaban vinculadas al dólar o la libra esterlina, participaron también en este acuerdo (Chapoy, 2001).

Ante la necesidad de controlar la liquidez internacional, en 1944 se celebró la Conferencia Monetaria y Financiera Internacional de Bretton Woods, donde se estableció que el Fondo Monetario Internacional sería el encargado de crear y controlar ésta, así como de mantener un sistema de tipos de cambio estables, y ayudar a los países con presiones en la balanza de pagos. Asimismo, mantendría la estabilidad cambiaria, como factor coadyuvante del desarrollo de la economía

internacional. El establecimiento del Fondo Monetario Internacional fue consecuencia del Plan White, que fue elaborado por los nueve directores del Federal Reserve Bank; de los cuales, seis representaban a la banca privada estadounidense. Dicho Plan proponía un sistema en el cual, los tipos de cambio no sufrieran modificaciones, a menos que se registrara un serio desequilibrio en la balanza de pagos (Manrique, 1979).

Una de las características del mundo en la posguerra fue el persistente superávit de la balanza de pagos estadounidense, esto evidentemente por la necesidad de productos norteamericanos. Para el resto del mundo, esto representó la existencia del problema de la escasez de dólar (Chapoy, 2000). Estados Unidos (EUA) a diferencia de los países europeos (territorio en el cual se desarrolló la guerra), emergió con un poderío económico acrecentado, lo que le permitió poner a disposición del mundo, considerables cantidades de dólares, con el propósito de reconstruir los países de Europa. Sin embargo, Estados Unidos con la evolución del socialismo, estableció el Plan Marshall, de la cual surgió la Organización para la Cooperación Económica Europea (OCEE), donde los dieciséis países miembros⁴⁸ se comprometieron a elaborar y ejecutar programas conjuntos de recuperación, a promover el desarrollo de la producción y fomentar al máximo el intercambio comercial, estableciendo un sistema multilateral de comercio y pagos, poniendo fin a las restricciones para la actividad comercial (Hansen, 1971).

La hegemonía monetaria de EUA, se manifestó por un lado, por el hecho de que el dólar fue la principal moneda de reserva; y por el otro, por la preferencia de los bancos centrales a invertir los dólares de sus reservas en bonos a corto plazo o en depósitos con interés en el mercado financiero de EUA. Sin embargo, el patrón cambio dólar, no fue producto de una estrategia para mejorar el sistema monetario internacional, sino fue el resultado de las circunstancias imperantes en la posguerra, que determinaron que los bancos centrales estuvieran dispuestos a guardar dólares como parte de sus reservas (Ibarra, 2005). Por otro lado, el alto

⁴⁸ Alemania, Austria, Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Noruega, Países bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia, Suiza y Turquía.

ritmo de crecimiento del producto interno, del ingreso *per cápita* y la evolución relativa del sector externo que caracterizaron a los primeros años de la posguerra, fueron perdiendo fuerza, hasta que a mediados de los años 1950 se tornó crítico. La tasa de crecimiento del producto interno disminuyó y con él, el ingreso *per cápita* (Tello, 2007). La preocupación por el ritmo cada vez más lento del crecimiento de la economía latinoamericana, hizo reconocer a los gobiernos que el desarrollo de sus economías presentaba deficiencias en la estructura económico-social tales como: i) la existencia de prácticas restrictivas y monopolísticas en la tierra; ii) el bajo nivel de educación; iii) bajo nivel de ahorro; iv) insuficiencia de recursos en el sector público e; v) inflación galopante. Asimismo, las condiciones de retraso industrial tecnológico e institucional, se agravaron por las condiciones de dependencia de las economías latinoamericanas respecto a su comercio exterior (López, 2001). El deterioro en términos de intercambio que a mitad de los años 1950 se agudiza por el efecto del descenso en los precios de los productos primarios y productos manufacturados, trajo como consecuencia la necesidad de elaborar políticas promotoras de la industrialización.

La agudización de las dificultades económicas y financieras de los países latinoamericanos en la segunda mitad de los años 1950, llevó a los gobiernos a la apreciación general de que la carencia de ahorro y capitales sólo podía ser subsanada con inversiones y préstamos del exterior, esta idea fue promovida por el gobierno de Estados Unidos (Girón, 1997); (Correa, 1998); (Vidal, 1998). La necesidad de divisas de los países latinoamericanos fue tal, que el capital autónomo no era suficiente y se recurrió a préstamos de balanza de pagos y a la utilización de activos y divisas de las autoridades monetarias. La dinámica de industrialización que se produjo en los países dependientes económicamente, asumió la forma de sustitución de importaciones, que significó además la dependencia del comercio exterior, debido a la falta de tecnología.

En este contexto, se enfatizó la necesidad de promover la industrialización de los países latinoamericanos, siempre y cuando ésta estuviera dentro de la división

internacional del trabajo, también que se especificara el papel de los productores de alimentos y materias primas para los grandes centros industriales y que permitiera el aumento considerable de los empréstitos del exterior y de la inversión extranjera; y por último que la política monetaria estuviera integrada al desarrollo económico, que traería como consecuencia que se modificaran los patrones de consumo. Esto resulta significativo debido a que en esta época, las potencias trataban de reconquistar sus viejos mercados y trataban de eliminar las medidas defensivas y proteccionistas que Latinoamérica había adoptado años atrás para lograr su incipiente desarrollo industrial (Manrique, 1979); (Manrique, 2000); (Tello, 2007).⁴⁹

En 1955 las tenencias de oro de EUA, cubrían ampliamente los pasivos extranjeros a corto plazo; sin embargo, para 1960, los pasivos superaban ya las reservas en oro. Esta situación empeoró y la vertiginosa reducción en la reserva, fue consecuencia principalmente de las salidas de oro necesarias para saldar los déficit de la balanza de pagos que EUA sufrió desde los años cincuenta (Mántey, 1996). Asimismo, fue resultado de la especulación que siguió a la devaluación de la libra esterlina en 1967 (Correa, 1998).

Evidentemente este proceso no sólo afectó a EUA, sino que también afectó a los sectores privados en los diferentes países que adquirieron oro; incapaces de frenar

⁴⁹ No obstante, desde la ortodoxia del Fondo Monetario Internacional, trazaron un marco conceptual que sirvió como punto de referencia a la política económica seguida por muchos países de América Latina, lo cual paradójicamente sólo agudizó la inestabilidad, debido a que explican el proceso inflacionario como el resultado de un exceso en el poder de compra interno en relación con el nivel de producción y con la capacidad de importar.

Esta posición argumenta que el exceso de demanda es consecuencia del mal manejo de ciertas variables económicas, vinculadas en su mayoría con aspectos monetarios y que son la causa del desequilibrio inflacionario. Por todo ello, los programas de estabilización tuvieron cuatro elementos fundamentales:

- 1) Políticas antinflacionarias internas con su consecuente reducción del gasto público y la contracción del crédito bancario. Esto implicaba menor gasto público en proyectos de bienestar social y de desarrollo, la quiebra y venta de muchas empresas a especuladores extranjeros, y un problema de desempleo.
- 2) Devaluación de la moneda nacional y la eliminación de la mayor cantidad posible de controles en el gasto de divisas.
- 3) Estímulo a la inversión extranjera a través de políticas favorables a estas inversiones; y
- 4) Política de bajos salarios y altas ganancias.

Estos programas estuvieron encaminados a lograr la estabilidad de la balanza de pagos; no obstante, originó paradójicamente la interacción de las fuerzas inflacionarias y deflacionarias que causaron la elevación de los precios y una caída del empleo y el déficit público; esta problemática se analizará en el siguiente capítulo.

la especulación y de mantener el precio de ese metal, los gobernadores de los bancos centrales de siete países⁵⁰ se reunieron en Washington en 1968 y acordaron dejar de suministrar oro a los mercados privados e implantar un sistema de doble mercado⁵¹. Gracias a esta medida los especuladores y atesoradores pudieron elevar el precio del oro fuera del sector monetario (Manrique, 1979).

A principios de la década de los setenta, EUA sufrió importantes déficits, esto principalmente como consecuencia de: i) fuertes gastos militares; y ii) créditos al exterior. Esto reflejó la política exterior de EUA, sus propósitos de dominio y su nivel de actividad económica interna. El primero, constituye un elemento fundamental para ayudar a mantener un alto nivel en la actividad económica de EUA, así como para extender el dominio de este país en escala mundial; y el segundo, fue consecuencia de los bajos costos de producción en el exterior⁵². De esta forma, el descenso en las exportaciones estadounidenses y los bajos costos de producción en el exterior, se sumaron para impulsar a la inversión directa de este país (Chapoy, 2000); (Manrique, 2000).

Debido a esta situación, los períodos de incertidumbre y confusión fueron cada vez más frecuentes, por lo que en 1971, la balanza comercial estadounidense fue deficitaria, lo cual provocó la debilidad del dólar. El presidente Nixon, anunció la nueva política económica, que estuvo dirigida a estimular la economía estadounidense. En una primera fase, la nueva política económica consistió en la congelación de salarios, sueldos, rentas y comisiones, así como de precios en un período de noventa días; el objetivo fue fortalecer la economía, esta política estuvo dirigida a apoyar al sector empresarial, particularmente al monopolista. En la segunda fase, se sustituyó la congelación por un sistema de controles con cierta flexibilidad (Manrique, 2000); (Chapoy, 2001); (Ibarra, 2005); (Tello, 2007).

⁵⁰ Estos países fueron: Estados Unidos, Reino Unido, Bélgica, República Federal Alemana, Italia, Países Bajos y Suiza

⁵¹ Un mercado oficial: con el oro a 35 dls. la onza que regía las operaciones entre bancos centrales; y un mercado libre: donde el precio se fijaría de acuerdo con las fuerzas del mercado.

⁵² Este hecho trajo como consecuencia que al estar sobrevaluado el dólar tenía gran poder de compra en el exterior; esto es, con el dólar sobrevaluado, las grandes empresas pudieron ir al exterior a adquirir a precios más bajos las empresas locales o establecer otras.

Paralelo a este proceso, se decidió suspender la inconvertibilidad del dólar en oro, medida que anunció la devaluación. El objetivo inmediato de la inconvertibilidad fue quitarles a los especuladores el incentivo de atesorar dólares para convertirlos en su equivalente en oro. Es así como el gobierno norteamericano, a principios de la década de los años setenta, suspendió el sistema monetario internacional que surgió en Bretton Woods en 1944, basado en las paridades fijas acordadas con el Fondo Monetario Internacional y en la convertibilidad en oro de las tenencias oficiales de divisas. La adopción de tal medida por parte de EUA dejó al mundo inundado de dólares sin respaldo en oro (Manrique, 1979). Asimismo, los encargados de diseñar la política económica tuvieron que enfrentarse al estancamiento con inflación, a la primera crisis del petróleo y a un notable aumento de los flujos de capitales. Fue así como se decidió aceptar la flotación como un régimen legítimo de tipos de cambio bajo la supervisión del FMI y las autoridades de los países participantes se comprometieron a intervenir en los mercados cambiarios, todo ello para contrarrestar condiciones desordenadas del mercado o fluctuaciones erráticas en los tipos de cambio (Hansen, 1971). Posteriormente, se acordó considerar la creación del nuevo servicio crediticio multinacional, para ayudar a los países en desarrollo que padecieran problemas temporales en la balanza de pagos (Garrido, 2005).

Para el año de 1977, se promovió la reducción de los aranceles y de las barreras no arancelarias como una medida de la nueva política económica. En 1978, Estados Unidos se comprometió a reducir la importación de petróleo; y a expandir su política fiscal. En este contexto, se deterioró la situación económica de los países industriales: aumentaron la inflación y los déficit fiscales y se inició un período de recesión económica en EUA (Manrique, 1979). Ante los constantes incrementos en la inflación y una marcada depreciación del dólar, el presidente Carter, anunció, que para defender su divisa, el Sistema de la Reserva Federal intervendría en el mercado de cambios comprando dólares y además adoptaría una política monetaria restrictiva, incrementando la tasa de redescuento y elevando el nivel de reserva legal de algunos depósitos bancarios (Hansen, 1971). Esta

política dio resultado, ya que el dólar se estabilizó en 1979, y se aplicó un programa de control monetario; la contracción de la oferta monetaria elevó la tasa de interés y esto produjo que el dólar se apreciara y como consecuencia se redujo la inflación (Chapoy, 2001). Esto trajo consecuencias negativas para los países vecinos, ya que ante esta situación, los bancos centrales extranjeros se vieron obligados a impulsar un aumento en las tasas de interés. La contracción monetaria llevó a la economía mundial a una profunda recesión a principios de los ochenta que acentuó los efectos de la segunda crisis del petróleo. La política monetaria restrictiva se combinó con una política fiscal expansiva, es decir, reducción de impuestos y mayor gasto público. En 1981, el Congreso de EUA aprobó la reducción de impuestos a las personas físicas y creó incentivos fiscales a la inversión empresarial. A diferencia de EUA, en otros países, como consecuencia de la segunda crisis del petróleo (1979-1980), aplicaron una política monetaria y fiscal restrictiva (Mántey, 1997); (Levy, 2001).

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).

2.2. Crédito y estanflación internacionales (1940-1978).

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 (Kregel, 1999). 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 duda, 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; y por otro, la moneda posee las características inherentes a una mercancía privada (Dussel, 2003).⁵³

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*” (Manrique, 1979). El objetivo principal de estas reformas era liberar a la moneda del “límite metálico” que representaba el oro. Así, la emisión de moneda estuvo ligada en adelante a la extensión del crédito en el sistema bancario⁵⁴. 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 (Garrido, 2005).

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

⁵³ 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.

⁵⁴ 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.

indirectamente regulando las actividades de creación monetaria de los bancos comerciales (Mántey, 1997). 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 (Toporowski, 2005).⁵⁵

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 (Toporowski, 2005). 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 (Correa, 1997); (Girón, 1997); (Vidal, 2002).

Estos equilibrios administrados por el Estado comenzaron su declive hacia finales de los años sesenta, momento en el 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 (López, 2006). 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

⁵⁵ Este era el caso de Estados Unidos.

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 (LeHeron, 2005).

Así, el “*relajamiento*” de la restricción monetaria basado en la inflación, benefició al capital industrial pero afectó al capital financiero⁵⁶. 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 (Sawyer, 2005).

⁵⁶ 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 previsiones 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.

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 (Levy, 2001). 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 (Chapoy, 1998).

Cuando en los años setenta, los bancos centrales se vieron obligados, por la estanflación, a abandonar la regulación por parte del 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 fueron: i) la desregulación de la moneda, las tasas de interés elevadas como nuevo mecanismo de regulación y; ii) la titularización del crédito (López, 2001).

2.3. Política financiera mexicana y su impacto en el ahorro y la inversión: 1940-1970.

Para la década de los 1940, el banco central mexicano, contaba con dos mecanismos fundamentales para la regulación del dinero: i) la facultad de variar el porcentaje del depósito obligatorio y; ii) el racionamiento del crédito, pero debido a la afluencia de fondos al país que se dio a partir de 1940, y el correspondiente aumento, sin precedente, de la circulación monetaria, hicieron completamente ineficaz, por sí sólo el racionamiento del crédito, y provocaron la reforma del artículo 35 de la Ley Orgánica del Banco de México de esa época, facultando al

banco, a elevar el depósito obligatorio hasta el 50% de los depósitos del público en los bancos comerciales (Martínez, 1944).

Esto es relevante, ya que el encaje legal fue una herramienta mediante la cual el banco central controlaba el dinero, los créditos y sobre todo garantizaba los depósitos de las personas. Así pues, no era frecuente que se diera el desequilibrio, en este aspecto. El dinero del banco central constituye la base para la expansión del crédito por los bancos comerciales. Los bancos comerciales sólo pueden expandir sus créditos hasta el punto en que sus reservas de dinero en efectivo alcancen a cubrir los retiros probables de sus clientes (Mántey, 2000). Así también, la autoridad monetaria puede influir sobre los medios de pago en circulación fijando algunas tasas de interés, también éste puede poner límites a las tasas de interés que los bancos comerciales paguen por los depósitos. Y así se racione el crédito, debido al diferencial de las tasas de interés pasivas y activas (Mántey, 1997).

Por otro lado, la política de crédito que implementó el Banco de México en materia agrícola, se caracterizó por una firme decisión de mantener un nivel mínimo de ocupación en aquellos sectores de la organización económica considerados como vitales, aún con el riesgo de aumentar, por el importe del financiamiento necesario para esos objetos, el medio circulante, o bien aplicar una técnica estrictamente ortodoxa apegada a la de otros países en materia de regulación monetaria, que provocó un profundo descenso de la producción agrícola, la consiguiente desocupación en el campo, una fuerte elevación de sus precios, fomentando a la vez la importación de los mismos y con ello el debilitamiento de la cadena productiva (López, 2001). Es así como la estructura del sistema productivo reflejó, la forma de utilización del ingreso, en una economía de libre iniciativa, que está determinada por la manera en que se distribuye ese mismo ingreso.

Por eso, los problemas del desarrollo tienen que ser considerados en función de la producción y de la distribución del ingreso. Para orientarse en la elaboración de sus planes de inversión, los empresarios disponen de medios muy imprecisos, lo que

induce a colocar demasiados recursos en un sector e insuficientes en otros, esto lo hacen con la expectativa de obtener el mejor rendimiento posible (Levy, 2001). Así pues, podemos afirmar que la forma normal de crecimiento de una economía de libre iniciativa se caracteriza por la sucesión de etapas de gran acumulación de capital y etapas de descapitalización (Chapoy, 2000). Una norma esencial de la política de desarrollo tiene que consistir en crear mercados, es decir, aumentar la población, incorporarla a la marcha general de nuestro desarrollo y crear masas de consumidores y la incorporación de su población al mercado nacional (Puyana, 2005). La cuestión de la clase y distribución de las inversiones debe ser encaminada a los lineamientos generales de una política de desarrollo dirigida por el Estado, adaptada a las necesidades del país (Hirschman, 1981).

En México en la década de los cuarenta y cincuenta enfrentó problemas de inflación y lento crecimiento, que dieron como consecuencia planes de emergencia que comprendieron distintas medidas como:

1. Aumento de la producción de artículos de consumo popular.
2. Combate a la inflación, sancionando monopolios e intermediarios (mediante la Ley Orgánica del artículo 28 constitucional); y mejora del sistema de transporte y almacenamiento.
3. Reformas administrativas.
4. Correcta canalización del ahorro.
5. Apoyo a la iniciativa privada, en el cual el Estado sólo podía intervenir como coordinador de la actividad económica.
6. Apoyo gubernamental a la industria minera, mediante nuevas inversiones.
7. Límite al endeudamiento externo, ejerciendo un mayor control sobre las inversiones extranjeras directas.

Hacia 1953, en el sexenio del presidente Ruíz Cortines, el índice inflacionario disminuyó 1.9%, esto fue consecuencia de la influencia de los precios externos, por motivo del fin de la guerra de Corea, donde éstos descendieron drásticamente como se muestra en el cuadro 1. Por su parte, el valor de las exportaciones disminuyó en 1955 disminuyó 145.10 millones de dólares como resultado del

descenso en el volumen de importaciones de Estados Unidos. El déficit en la balanza comercial en 1955 fue 233% mayor que el quinquenio anterior, experimentándose una baja dólares en la reserva de la nación (Tello, 2007).

Como se muestra en el cuadro 2, en 1953 los egresos fueron superiores a los ingresos, por lo que el déficit representó el -0.70%, modificando con ello la tendencia superavitaria que se venía presentando desde 1937.

CUADRO 1			
BALANZA COMERCIAL EN MÉXICO			
(1950-1970)			
Millones de dólares			
Año	Importaciones	Exportaciones	Saldo
1940	132.4	213.9	81.50
1945	372.5	500.7	128.20
1950	555.70	493.40	- 62.30
1955	883.70	738.60	- 145.10
1960	1,186.40	738.70	- 447.70
1965	1,559.60	1,101.30	- 458.30
1970	2,328.30	1,289.60	- 1,038.70

Fuente: Estadísticas históricas de Banco de México, varios años.

Por su parte, la FBKF se incrementó en 471% en 20 años, pasando de 6,008.3 millones de pesos en 1940 a 34, 294.1 en 1960 como se observa en el cuadro 3. No obstante, en esos años se redujo la brecha entre la inversión pública y privada, tomando ésta última mayor importancia, como consecuencia del inicio del debilitamiento del modelo de sustitución de importaciones.

CUADRO 2						
INDICADORES ECONÓMICOS DE MÉXICO						
1936-1958						
Año	Inflación (%)	PIB (%)	Tipo de cambio	Balance del Gobierno Federal (%)		
				Ingreso	Gasto	Déficit
1937	18.80	3.30	3.60	6.60	5.70	1.00
1939	2.80	5.40	5.18	7.30	6.20	1.00
1941	7.30	9.70	4.86	7.70	6.70	1.10
1943	20.80	3.70	4.85	8.80	6.40	2.40
1945	12.70	3.10	4.85	6.80	5.10	1.70
1947	5.40	3.40	4.85	6.50	4.90	1.60
1949	9.60	5.50	8.01	10.50	8.00	2.50
1951	24.00	7.70	8.65	9.00	6.60	2.40
1953	-1.90	0.30	8.65	8.00	8.70	-0.70
1955	13.40	8.50	12.50	8.80	9.00	-0.20
1957	3.90	7.60	12.50	7.90	8.70	-0.80
1958	4.70	5.30	12.50	8.90	9.40	-0.40

Fuente: Estadísticas históricas de México, tomo II, México, 1994;
Estadísticas de Finanzas Públicas 1938-1980, tomo V, México 1984

CUADRO 3			
INVERSIÓN TOTAL EN MÉXICO			
(1940-1960)			
Millones de pesos de 1970			
Año	Inversión Total	Inversión Pública	Inversión Privada
1940	6,008.30	2,948.30	3,060.00
1945	11,346.90	5,673.40	5,673.50
1950	16,822.60	8,411.30	8,411.30
1955	24,758.20	7,836.00	16,922.20
1960	34,294.10	11,258.70	23,035.40

Fuente: Estadísticas históricas de Banco de México, varios años.

En estos años, se siguió una drástica política contraccionista. El banco central obliga a los bancos privados a congelar los depósitos que recibieran del público; sin embargo, cuando las autoridades se percataron del estancamiento económico, deciden descongelar parte de la reserva bancaria depositada en el Banco de

México. Con esta medida, la cartera de los bancos se ve incrementada en cerca de 200 millones de pesos (Levy, Girón, 2005).⁵⁷

CUADRO 4 RECURSOS Y OBLIGACIONES TOTALES DEL SECTOR BANCARIO EN MÉXICO (1940-1960) Millones de pesos de 1970			
Año	Recursos Totales	Obligaciones	Reservas
1940	1,878.00	1,575.00	56.00
1942	3,029.00	2,600.00	80.00
1944	5,408.00	4,814.00	122.00
1946	6,721.00	5,694.00	178.00
1948	8,741.00	7,487.00	308.00
1950	12,715.00	10,798.00	492.00
1952	16,336.00	14,129.00	644.00
1954	22,864.00	19,921.00	845.00
1956	29,398.00	25,068.00	975.00
1958	36,130.00	31,455.00	1,419.00
1960	49,896.00	43,998.00	1,923.00

Fuente: Estadísticas históricas de Banco de México, varios años.

Para 1954, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en combinación con el Banco de México, adoptó una serie de medidas encaminadas a incrementar el crédito a los sectores productores de bienes de consumo indispensable, y se decidió canalizar mayor financiamiento al sector agropecuario, sin descuidar el sector industrial, el cual recibió un financiamiento de 55.2% mayor que el recibido en 1952 (Tello, 2007).

La política seguida por el gobierno para controlar los empréstitos del exterior y las inversiones extranjeras directas, tuvo como objetivo coadyuvar a mantener la estabilidad monetaria. Sin embargo, la disminución de las inversiones extranjeras

⁵⁷ Las normas para descongelar los depósitos de los bancos comerciales fueron las siguientes: Los bancos en el D.F. conservaron en efectivo en el Banco de México, el 30% del pasivo computable, a la vista y a plazo en moneda nacional, el resto lo invertirían, 10% en valores gubernamentales; 10% en bonos financieros; 20% en inversiones a mediano plazo y 30% en inversiones libres. Para el caso de los bancos en el interior, se sustituyó la parte de sus inversiones en valores gubernamentales en créditos para los cultivos de maíz, frijol y trigo.

directas y los préstamos junto con la baja reserva, debilitaron al peso mexicano (Ibarra, 2005).

Asimismo, después de la guerra con Corea, se desplomaron los precios de intercambio, dando como resultado un desequilibrio en la balanza de pagos mexicana, que alentó a las importaciones y desalentó a las exportaciones; ante esta ausencia de un control de cambios, se dio una fuga de capitales (Chapoy, 2001). Ante esta situación, las autoridades monetarias del país deciden con el consentimiento del Fondo Monetario Internacional, devaluar el peso mexicano en abril de 1954, al tipo de cambio de 12.5 pesos por dólar (Manrique, 1979).

CUADRO 5						
DESTINO DE LA INVERSIÓN TOTAL POR SECTORES EN MÉXICO						
(1940-1960)						
Estructura porcentual						
Año	Total	Agropuecuario	Industrial	Comunicaciones y transportes	Beneficio Social	Administración y defensa
1940	100.00	15.52	20.69	52.41	10.00	1.38
1942	100.00	14.01	8.19	64.66	11.64	1.51
1944	100.00	18.87	9.59	59.06	10.81	1.67
1946	100.00	19.42	15.32	52.65	10.61	2.00
1948	100.00	20.79	18.13	44.25	15.66	1.17
1950	100.00	19.31	29.79	40.38	9.58	0.94
1952	100.00	17.13	21.25	42.01	18.29	1.31
1954	100.00	15.01	32.97	35.24	9.35	7.43
1956	100.00	15.23	31.63	33.82	18.73	0.59
1958	100.00	11.31	38.37	33.80	14.15	2.37
1960	100.00	8.06	37.40	29.74	22.50	2.29

Fuente: Estadísticas históricas de Banco de México, varios años.

En el período de 1957 a 1960, las reformas a la Ley de Instituciones de Crédito, se encaminaron principalmente a controlar el pasivo en moneda extranjera de las sociedades financieras, pues sus recursos crecían desmedidamente y no estaban sujetos al régimen de depósito obligatorio (Garrido, 2005).

Aunque aumentó la demanda de créditos, los recursos bancarios de los bancos privados para invertir en actividades productivas resultaban escasos, se presentó una tendencia a atesorar fuertes cantidades de recursos en moneda extranjera. No

obstante, autorizaron a los bancos de depósito a incrementar su cartera cuando sus recursos no se hubieran incrementado hasta un máximo del 60% (Quijano, Sánchez y Antía, 1985).

El financiamiento bancario hacia actividades agropecuarias también aumentó; sin embargo, cabe resaltar la creación del Fondo de Garantía para la Agricultura y Ganadería, cuyo capital de 100 millones de pesos, respaldó, los créditos otorgados por la banca privada, garantizando la recuperación del 60% de los recursos prestados a estas actividades (Manrique, 1979).

En 1957 la política implementada por el Banco de México, fue de carácter restrictivo; sin embargo, el objetivo de evitar el aumento de precios no se cumplió, y por el contrario, generó: i) mala distribución del dinero disponible con insuficiencia de dinero en el mercado de capitales; ii) disminución de los incentivos para invertir por el alto precio del dinero a largo plazo, que viene a agravar el serio problema de la rigidez de la elasticidad de la curva de la producción; iii) extrema liquidez del sistema bancario con volúmenes exagerados; iv) escasez de dinero para inversiones; v) demasiado dinero para el consumo, concentrado en pocas manos (aumento de precios); vi) tasa de interés muy elevada (freno a inversiones); vii) concentración de utilidades y de poder de compra en pocas manos (mala distribución del ingreso nacional, disminución del consumo) y; viii) disminución del consumo general de la población y presión sobre el mercado de consumo de unos pocos frente al aumento lento de la producción (aumento de precios) (Garrido, 2005).

Asimismo, el Gobierno puso en práctica una política monetaria congruente con los niveles de desarrollo económico que consistió en estimular a la inversión privada, abaratando el dinero que permitiera la disposición de todo el dinero que fuera necesario para la inversión, que aumentara preferentemente la disponibilidad de bienes de consumo, completando su instrumental de control monetario en el sector de inversión (Manrique, 1979).

Para 1958 la dinámica de la economía mexicana, estuvo sujeta al mecanismo de que la inversión determinaba el volumen del gasto total proveniente principalmente del exterior y de la inversión pública interna (Levy, 2001). Un efecto estimulante de estos factores, se traduciría en un aumento del poder de compra, inicialmente de los exportadores y de la población conectada con las obras públicas. Igualmente, las reservas del sistema bancario registrarían un aumento que sería la base de una ampliación de la oferta monetaria. Para ese tiempo ya se planteaba la necesidad de estructurar una adecuada política fiscal complementaria de la nueva política monetaria, que tuviera un carácter redistributivo y que permitiera aumentar, aunque fuera en parte, el poder de compra de la población mexicana (Levy, 2001).

El proceso por el cual se llevó a cabo la “sustitución de importaciones”, en lo fundamental de bienes de consumo, es el modo de inserción de la economía mexicana en la economía internacional: la expansión de la economía se apoyó en un conjunto de relaciones internas y externas que sirvió para impulsar el crecimiento del sector industrial cuya acumulación de capital sólo pudo concentrarse bajo el signo de la dependencia (Sosa, 2004).

Por esta dependencia, México necesitó cierta entrada de capitales para cubrir los pagos originados por la inversión extranjera directa y el servicio de la deuda. En el cuadro 6 se observa que para 1962 el endeudamiento externo fue de 1,126.5 millones de dólares; y en 1970 de 3,280.5 millones de dólares.

Para el caso del sector industrial, se dieron acciones “extraeconómicas”, fundamentales para la explicación del deterioro de la distribución del ingreso (Tello, 2007).⁵⁸

La dependencia a nivel de acumulación de capital generada por el propio sector manufacturero industrial, su transnacionalización, la dependencia financiera a que dio lugar, así como al deterioro de las finanzas públicas propiciado fundamentalmente por la decisión de impulsar a este sector, los criterios predominantes contraccionistas-estabilizadores frente a los desequilibrios externo y

⁵⁸ Hacia finales de los años cuarenta, se consolidó el sindicalismo corporativo oficial, con alcance nacional, como instrumento de control político y gremial sobre los trabajadores asalariados, con esto y con la rápida acumulación de capital, se pudieron administrar los salarios de acuerdo a las previsiones de aumentos en los precios y a los requerimientos de las finanzas públicas.

presupuestal, generaron problemas sobre todo en la concentración productiva del ingreso (Tello, 2007). El resultado fue la pérdida de dinamismo de la economía mexicana y una abierta crisis que evidenció la tendencia al agotamiento de un patrón de acumulación, esta pérdida concluyó en un estancamiento productivo, acompañado de una acelerada inflación.

CUADRO 6 DEUDA EXTERNA ACUMULADA Y 1958-1970 (millones de dólares)		
Año	Deuda Externa	Reservas Internacionales brutas
1958	602.70	412.00
1959	649.10	468.00
1960	813.30	459.40
1961	983.30	437.90
1962	1,126.50	454.80
1963	1,315.40	564.50
1964	1,723.50	596.10
1965	1,808.40	575.20
1966	1,886.80	581.20
1967	2,176.10	621.00
1968	2,482.90	670.00
1969	2,943.30	718.00
1970	3,280.50	820.10

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, informes anuales, varios años; Nacional Financiera, informe anual, varios años

La pérdida de autosuficiencia alimentaria y el consumo interno, superó la producción interna. Las industrias extractivas evolucionaron en una manera muy desigual, la minería cayó drásticamente y el petróleo aumentó aceleradamente, para convertirse junto con la electricidad, en las únicas actividades relativamente dinámicas de la economía. El comercio restringió drásticamente su actividad; y la manufactura que había sido el soporte de la economía entró en un estancamiento. El desequilibrado crecimiento de la estructura productiva y la crisis de producción agrícola actuaron como un impulso a los precios de los productos (López, 2001). El colapso frente a lo externo contribuyó a la asfixia de la economía; el endeudamiento de 1974 representó 2 veces más que el endeudamiento de 1970; en la balanza comercial hubo un fuerte déficit en todas las partes que integran a la

economía. A esto se le unió el hecho de contar con una política económica restrictiva (Dussel, 2003).

En la década de los sesenta, la agudización de las dificultades económicas creó un ambiente de inestabilidad política. Sin embargo, el ritmo de crecimiento en esta década fue considerado satisfactorio. Uno de los principales estímulos para el crecimiento fue la participación de la inversión pública, en ramas productoras de bienes básicos y principalmente en el sector manufacturero. No obstante, el deterioro de la relación de intercambio con el exterior, se reflejó en el déficit de la balanza comercial, que fue de más de 240 millones de pesos entre 1960 y 1968 (Girón, 1997). En el cuadro 7 se observa que el ahorro externo representó el 3.44 en 1960, y para 1970 representó el 3.57. Esto es consecuencia de la insuficiencia de ahorro interno; no obstante, el ahorro privado aumentó casi 2.2 puntos porcentuales de 1960 a 1970, en detrimento del ahorro público que cada vez fue menor en proporción. Por otra parte, se observa que el déficit del sector público financiero aumentó en 1 punto porcentual en los mismos años.

La política monetaria encaminada a sostener el valor del peso y el ritmo de desarrollo, no fue suficiente y se recurrió a fuertes cantidades de recursos externos. En 1965, se contó con créditos de estabilización por 362 millones de dólares: 167 millones del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF); 108 millones de EXIMBANK y 76.5 millones del Convenio de Estabilización (34 millones de Operaciones Especiales (OE), 21.5 millones de la Ayuda Internacional de Desarrollo (AID), y 21 millones del Banco Interamericano de Desarrollo (BID)) como se muestra en el cuadro 8. Estos fondos, junto con la Reserva Monetaria del Banco de México, sirvieron para mantener invariable el valor de la unidad monetaria nacional durante los primeros años de la década de los setenta (Manrique, 1979).

CUADRO 7
AHORRO EN INVERSIÓN EN MÉXICO
1958-1970
(porcentaje del PIB)

Año	Inversión	Ahorro Externo	Ahorro Interno			Balance financiero del sector público	Inversión pública
			Total	Privado	Público		
1958	17.36	3.53	13.83	n.d.	n.d.	n.d.	5.00
1959	16.37	2.18	14.40	n.d.	n.d.	n.d.	4.92
1960	19.71	3.44	16.27	13.40	2.87	-2.70	5.57
1961	18.87	2.45	16.42	12.47	3.95	-2.40	6.35
1962	17.60	1.65	15.95	12.40	3.55	-2.60	6.15
1963	19.69	1.73	17.96	14.41	3.55	-3.50	7.05
1964	20.28	2.56	17.71	14.78	2.94	-4.60	7.54
1965	21.75	2.14	19.61	14.04	5.57	-0.90	6.47
1966	20.93	1.91	19.02	12.84	6.18	-1.20	7.38
1967	21.64	2.69	18.94	14.37	4.57	-2.30	6.87
1968	20.80	2.85	17.95	13.70	4.77	-2.10	6.87
1969	21.09	2.37	18.72	13.89	4.83	-2.20	7.03
1970	22.39	3.57	18.82	15.64	3.18	-3.80	6.98

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México e INEGI, Estadísticas históricas de México, tomo II, México 1994

CUADRO 8
FINANCIAMIENTO PÚBLICO EXTERNO PARA MÉXICO
1958-1970
(millones de dólares)

Año	FMI	BIRF	CFI	BID	OE	PS	AID	Eximbank	Total
1958		45.00						39.50	84.50
1959	22.50							21.20	43.70
1960		25.00						39.00	64.20
1961	45.00	15.00		16.00				23.60	99.60
1962		160.00	5.00	6.90		13.60	20.00	15.10	220.60
1963		52.50	0.70	54.00	3.80	17.10	0.50	31.90	160.50
1964			8.00	3.00	9.80		22.00	49.20	92.00
1965		167.00	5.80	21.00	34.00	4.80	21.50	108.30	362.40
1966		19.00	0.30	23.30	16.10	0.50	3.00	201.60	263.80
1967				1.40	67.10			75.20	143.70
1968		142.5	7.30	48.60	3.70			63.70	265.80
1969		65.0		61.50	34.80			35.00	196.30
1970		146.00	1.50	32.20	58.80			24.80	264.10

Nota: Fondo Monetario Internacional (FMI); Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF); Corporación Financiera Internacional (CFI); Banco Interamericano de Desarrollo (BID); Operaciones Especiales (OE); Progreso Social (PS); Agencia Internacional de Desarrollo (AID); y Banco de Exportación e Importación de Estados Unidos (Eximbank).

Fuente: Rosario, Green; El endeudamiento público externo en México: 1940-1973, El Colegio de México, México 1976

2.4. 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. Es decir, el Estado alentó a los grupos privados nacionales para que conformaran grandes consorcios productivos, ligando la estructura productiva con la bancaria (Chapoy, 2001).
- 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 (López, 2001).
- 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 (Levy, 2001).

2.4.1. 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 por el 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 (Garrido, 2005).

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) (Juárez y Sánchez Daza, 1995). 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 como se muestra en el cuadro 9.

En este período 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 (Beltrán, 1985). La expansión de la inversión pública se reflejó 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 9						
TASAS DE INTERÉS NOMINAL						
1970-1982						
AÑO	INFLACIÓN		TASAS DE INTERÉS			
	MÉXICO	EUA	ESTADOS UNIDOS		MÉXICO	
			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 incrementándose 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 tal y como se observa en los cuadros 10 y 11.

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 (Sosa, 2004).

En el cuadro 12 se observa 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.

CUADRO 10
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	100.00	45.63	54.37	56.72	24.08	57.55	43.28	30.29	12.99

Fuente: Elaboración con base en datos de INEGI, *Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos*, 1983.

CUADRO 11
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	-1.40	10.88	-28.72	0.30	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	22.90	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	20.30	19.53	21.33	21.07	19.09	24.69
1978	34.84	20.87	25.78	11.73	38.70	28.89	29.96	26.83
1979	29.38	31.61	28.90	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	33.60	31.85	32.63	30.02

Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI, *Anuario Estadístico de los Estados Unidos Mexicanos*, 1983.

CUADRO 12				
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, <i>Indicadores económicos</i>, 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).

2.4.2. 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 utilidades⁵⁹, 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.

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).

2.4.3. 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 (Correa, 1992). 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).

⁵⁹ Tesis que coincide con lo sustentada por Fitzgerald (1994). “*El comportamiento de la inversión privada en México*”. El Colegio de México, 28 de marzo, 17 pp. México.

En este mismo año, la deuda externa pública ascendió a 4.3 mil millones de dólares, en 1976, alcanzaba los 19.6 mil millones de dólares, lo que representó un crecimiento del 360% como se muestra en el cuadro 13.

CUADRO 13 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 con base en datos de Banco de México, www.banxico.org.mx

En el cuadro 6 se observa 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 el cuadro 14 muestra que 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 la evaluación del ahorro interno, la mayor participación del ahorro público fue notoria, a la cual contribuyó la elevada participación de la inversión pública como se observa en el cuadro 15.

CUADRO 14 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 propia con base en datos de Banco de México, www.banxico.org.mx			

En el cuadro 15 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 15 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

2.4.4. 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 (Levy, 2001). 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 (López, 2001).

En el cuadro 16 se observa que 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 (Levy, Girón, 2005).

CUADRO 16						
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 propia con base en Banco de México, www.banxico.org.mx

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 1976, justo cuando se revierte la tendencia de los títulos como se muestra en el cuadro 17. Situación que se explica por el auge que adquieren las obligaciones quirografarias⁶⁰ entre 1976-1979, pues representaban una buena opción para los inversionistas debido a que las tasas de interés estaban bajando, y estos

⁶⁰ Denominadas así porque no tienen garantía alguna, salvo la firma de los funcionarios autorizados de la empresa.

instrumentos ofrecían una tasa mayor a la del depósito bancario (Heyman, 1988). 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).

CUADRO 17 CAPTACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO 1970-1979. (Estructura Porcentual)								
Concepto	1970	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
CAPTACION TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Moneda en Circulación	9.70	10.50	10.80	10.30	10.80	9.30	9.80	10.00
Depósitos a la vista	15.80	16.40	15.40	14.30	12.00	13.10	13.90	14.70
Depósitos a plazo	6.90	7.40	7.80	6.10	5.20	12.20	15.90	19.80
Obligaciones	32.00	34.70	35.50	36.60	44.40	43.90	42.90	38.90
Títulos	27.50	24.70	24.00	24.80	17.90	12.80	9.10	8.20
Otros pasivos	8.20	6.40	6.60	7.90	9.60	8.80	8.40	8.40

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

En el cuadro 18 se observa que 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 asumió los riesgos de las variaciones del tipo de cambio, debido a la alta proporción de sus obligaciones en moneda extranjera (Levy, Girón, 2005). 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, 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, 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 (Levy, 2001).

CUADRO 18			
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, Noemí. (2001). Cambios Institucionales del Sector Financiero y su efecto sobre el fondeo de la Inversión. DGAPA-UAO. México 1960-1994 p. 195

2.4.5. 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 tal y como se muestra en el cuadro 19.

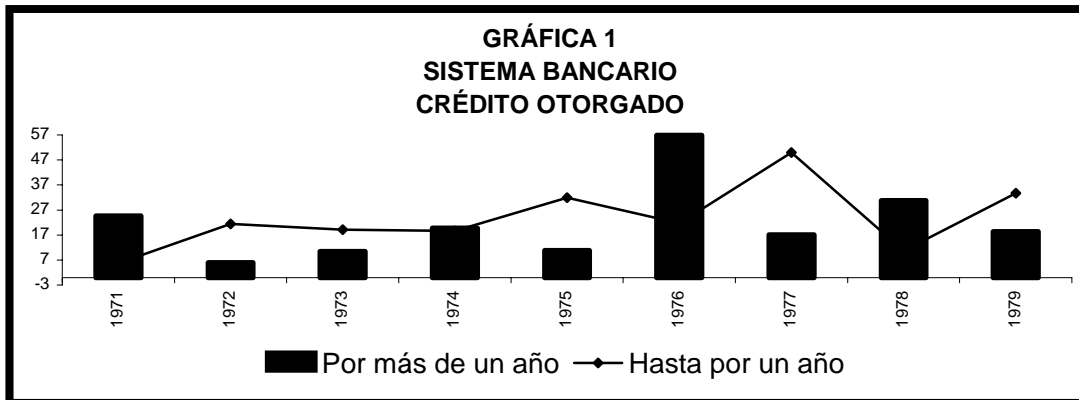
En la gráfica 1, se observa que durante el período 1970-1974 el sistema bancario mantuvo una posición equilibrada entre crédito de corto y largo plazo, con un ligero predominio, del crédito de corto plazo, de hecho el crédito de corto plazo, hasta por un año, presenta tasas de crecimiento por arriba 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 (Ortíz, 2006).

CUADRO 19
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 datos de Banco de México, www.banxico.org.mx



CUADRO 20			
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 propia con base en datos de Banco de México, www.banxico.org.mx

CUADRO 21			
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 datos de Banco de México, www.banxico.org.mx

En los cuadros 22 y 23 se observa que 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 (López, 2001); (Levy, 2006).

CUADRO 22					
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

* No se incluye monedas en circulación ni otros pasivos, por lo que la suma

Fuente: Elaboración propia con base en NAFINSA, *La Economía Mexicana en cifras 1981*.

CUADRO 23					
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 NAFINSA, *La Economía Mexicana en cifras 1981*.

CUADRO 24					
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, <i>La Economía Mexicana en Cifras</i> , varios años					

En el cuadro 24 se observa que 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.

En el cuadro 25 se observa que la distribución del crédito a nivel sectorial, en el período 1970-1979, los sectores que presentaron los mayores porcentajes fueron; la industria de la transformación, servicios y otras actividades, crédito al gobierno y el sector primario; sin embargo, para el período 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.

Por otra parte, 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.

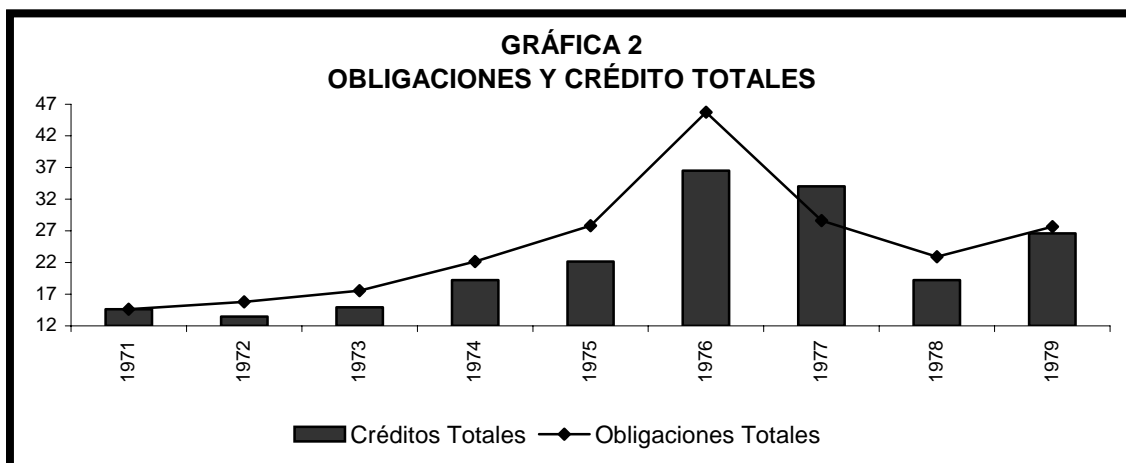
CUADRO 25
CRÉDITO OTORGADO POR EL SISTEMA BANCARIO
POR ACTIVIDAD PRINCIPAL DEL PRESTATARIO
1970-1982

(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



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

En síntesis, el crecimiento económico registrado en México de 1940 a 1970, fue uno de los más vigorosos y de mayor estabilidad en el período de la posguerra, el cual se reflejó en indicadores como la formación bruta de capital fijo y el ahorro; particularmente en la década de los setenta, los mecanismos de control y de regulación del crédito, desempeñaron un papel fundamental en el financiamiento y fondeo de la inversión productiva. Sin embargo, este desarrollo del sistema financiero nacional, impulsó el crecimiento del capital trasnacional, en detrimento de la estructura productiva interna. La expansión del sistema financiero se vio favorecida por mecanismos que estimularon la concentración de las obligaciones financieras, en moneda extranjera; incentivando con ello, la circulación de sus excedentes financieros en el sistema financiero nacional.

En este contexto, la insuficiencia de ahorro se compensó mediante el déficit público (a través de la deuda externa), perdiendo su efectividad, cuando el nivel de actividad de las empresas (con financiamiento de corto plazo) se redujo drásticamente como consecuencia del gran costo que representó su endeudamiento.

Asimismo, la cartera de los bancos se dolarizó; esto como consecuencia de la política de endeudamiento del sector público para enfrentar la especulación e incertidumbre en la década de los setenta. La composición de la cartera bancaria, disminuyó los recursos locales que apoyarían la expansión productiva, ya que la esfera financiera adquirió un carácter especulativo, que permitió la salida de recursos generados internamente. Dicha situación, dio como resultado, el agotamiento del modo de acumulación del desarrollo estabilizador y la devaluación del peso en 1976.

CAPÍTULO III

SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL, EL AHORRO Y LA INVERSIÓN: 1982-2007. ¿DETONANTES DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN MÉXICO?

3.1. Flujos de capitales y expansión del sistema financiero internacional.

Los mercados financieros del mundo están inmersos en una reciente competencia en el marco del proceso de desregulación y la liberalización financieras, sin que este proceso estimule a estos mercados a 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 (Correa, 1997); (Girón, 1998); (Levy, 2001).

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 (López, 2001); (Chapoy, 2001).

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

i) La que abarca 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; y 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 y 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) la segunda, 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) la tercera, 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 (la mexicana de 1994 y del Sudeste Asiático de 1997) caracterizaron 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 (Girón, 1998). Es indudable que el sistema financiero ha estado sujeto a 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 desvanecer la distinción entre las nociones de circulante.

2) El cambio de los fondos bancarios a pasivos con remuneración, 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 hasta las comisiones (Levy, 2001).

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 (López 2001).

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 (Levy, 2001).

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 (Gómez, 2003).

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 (Mántey, 1999).

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 (Girón, 1999).

En las actuales tendencias hacia 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.

3.2. El nuevo sistema financiero: inestabilidad cambiaria y desajustes estructurales

Los críticos del sistema de flotación sostienen que éste se ha caracterizado por la inestabilidad e imprevisibilidad de los tipos de cambio, y por graves y frecuentes desalineaciones⁶¹ de éstos 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 en lo concerniente a las políticas fiscales y monetarias (Mántey, 2003).

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 (Chapoy, 2000).

Para alcanzar cierta estabilidad y una mayor disciplina cambiaria en una perspectiva de largo plazo, varios expertos han formulado diversas propuestas de

⁶¹ 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.

reforma al Sistema Monetario Internacional (SMI).⁶² Asimismo, consideran que el SMI debe facilitar el financiamiento del desarrollo económico de los diferentes países y fomentar el crecimiento equilibrado del comercio mundial, la estabilidad financiera⁶³, el destino y aplicación eficiente de los recursos financieros mundiales, incluido el ahorro mundial, en condiciones de inflación moderada, que debe propiciar una equitativa distribución del ingreso y de la riqueza (Kregel, 1999).

No obstante, 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. Sin duda, 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 (Studart, 2000). 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 (Puyana, 2000).

Sin embargo, algunos gobiernos han llevado 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

⁶² 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).

⁶³ 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.

insumos (Mántey, 2000). Esto puede obligar a una reestructuración industrial acelerada, con un elevado nivel de desempleo estructural y de un estancamiento de los ingresos no financieros (Puyana, 2005). Las políticas de “*moneda fuerte*” inhiben las 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 (Sawyer, 2005).

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" (Ortiz, 2005). La condición para que un país participe en el sistema de comercio internacional, es que reduzca 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) . Por otra parte, carece de 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 “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 de cambio 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 (Kregel, 1999). 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 sólo caso, ya sea de países desarrollados o no desarrollados, 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 (Aguirre, 2005).⁶⁴

Efectivamente, 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

⁶⁴ 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.

actividad antes restringida (López, 2005). Los préstamos crecientes sirvieron principalmente para financiar el repentino incremento de los precios de los activos (burbuja de activos). Los 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 (Levy, Girón, 2005). 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 líquidos (Huerta, 1998). El retiro de los flujos de capital en varios países 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), dando pie a crisis bancarias

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 en México, los préstamos bancarios prácticamente desaparecieron y se reemplazaron por la emisión de bonos con interés fijo (Rozo, 2005). 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 de 1994-1995, los flujos eran principalmente de cartera, o sea títulos de deuda pública y privada denominados en pesos (Zebadúa, 1997). 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; pese a esas diferencias, hay un factor constante: la volatilidad de los flujos en períodos 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.

A pesar de que las políticas actuales no sólo han contribuido, sino agravado las 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 (Yachir, 1997). Se ha sugerido que las crisis financieras podrían haberse evitado con una apropiada liberalización secuencial del sistema financiero; sin embargo, treinta 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 (Pino, 1997). 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 reemplazaban 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 (Correa, 2005).

La secuencia que algunos 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 (Girón, 1997). 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 (Castaingts, 1997). 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 (Rozo, 2005).

En el caso de la economía mexicana, dada la nueva estructura financiera y el acelerado crecimiento de la deuda pública, (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; y sobreviene el déficit externo, el déficit público, desempleo, inflación, concentración de la riqueza, etc. (Chapoy, 1998).

3.3. 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 Estado.⁶⁵ 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 (Chapoy, 2001).

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,⁶⁶ al combinar los motivos transacción y de inversión, provocó que las tasas de interés fueran muy variables, lo que repercutió

⁶⁵ 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.

⁶⁶ 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

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 liquidez⁶⁷.

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 (Aguirre, 2005).

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.⁶⁸

f) La intensificación del riesgo sistémico vinculado al sector bancario requirió la extensión de las operaciones de prestamista de última instancia por parte del gobierno norteamericano, a fin de poder hacer frente al creciente número de bancos amenazados por la quiebra (Puyana, 2005).⁶⁹

⁶⁷ 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

⁶⁸ 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.

⁶⁹ 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

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 (Manrique, 2000).

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 (Huerta, 2005). 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 (Toporowski, 2005). 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 (Ortiz, 2005). 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 (Manrique, 2000).

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 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

fusión de los bancos a fin de facilitar la compra de las instituciones en quiebra por los bancos en buen estado de salud.

una segunda categoría de agentes, los deudores (López, 2005).⁷⁰ Sin embargo, 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 de la tasa de 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 (Rozo, 2005).

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 (Girón, 2001).

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 líquidas⁷¹, que son generadoras de ingresos financieros, en lugar de reinvertir esos fondos en la modernización y extensión de las capacidades productivas (Arias, 2005). En este sentido, ha quedado demostrado que, las tasas de interés elevadas tienden a deprimir la actividad inversora en la industria⁷² y a fomentar las actividades especulativas en el sector financiero (Levy, 2001).

⁷⁰ Al respecto, Marx y Keynes, 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.

⁷¹ Como por ejemplo: eurodólares, fondos de mercados monetarios, etc.

⁷² 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

Asimismo, 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 (López, 2001).

3.4. Impacto del nuevo sistema financiero: flujos de capitales e inestabilidad financiera (1991-2007).

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 (Vidal, 2000).

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 comerciales y los mercados de títulos (Manrique, 1979). 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

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.

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 títulos⁷³. 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 (Vidal, 2007).

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 (López, 2005). 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 (Manrique, 2000). 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 (Levy, 2001).

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. 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

⁷³ 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.

reglamentarias, de tal forma que administran y realizan actividades de bancos de inversión (Correa, 1992)⁷⁴.

Es así como 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 (Girón, 2000).⁷⁵

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* (Correa, 1998). 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 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

⁷⁴ 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.

⁷⁵ Esta práctica llamada *pyramiding*, permite que los inversores financieros efectuar transacciones considerables con un aporte muy escaso de capital propio.

plusvalías resultantes de la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra (Mántey, 1998).

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 (Girón, 1997).

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 (Levy, 2001).⁷⁶ 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 (López, 2001).

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 (López, 2001).⁷⁷ Estas crisis fueron administradas por los bancos centrales, quienes inyectaron montos elevados de liquidez en los mercados financieros, antes de que la ruptura de los circuitos se volviera incontrolable. Este tipo de intervenciones para administrar la crisis, “socializa las pérdidas”

⁷⁶ 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

⁷⁷ Salida masiva de capitales de los otros mercados emergentes, acentuación de la crisis del dólar.

repartiéndolas en un espacio social más amplio o extendiéndolas en el tiempo (tal es el caso del Fobaproa ahora IPAB para México) (Manrique, 2000).

3.5. La política financiera mexicana y su efecto sobre el ahorro y la inversión en México.

El año de 1982 marca un punto de inflexión en la economía mexicana; la brusca suspensión de los flujos de capital extranjero hacia el país, junto con la necesidad del pago del servicio de deuda externa acumulada hasta entonces, convirtieron al país, en un lapso muy breve, en un exportador neto de capitales (Mántey, 1998). Hasta 1981, el proceso de expansión de la economía había requerido (aún en el período del auge petrolero) la entrada de recursos en la cuenta de capital para compensar los fuertes déficit en las cuentas comercial y corriente que habían acompañado al proceso de crecimiento. Convertir a una economía en exportadora de capital requería, no sólo de suspender el crecimiento sino incluso, de incurrir en un decrecimiento para generar los excedentes en la balanza comercial que permitieran servir la deuda acumulada, al menos esa era el discurso oficial. A esto se sumó un proceso de eliminación del aparato proteccionista que había orientado el proceso de crecimiento desde la posguerra (Martínez, 1998).

La desregulación económica efectuada en México destruyó las estructuras financieras destinadas a crear recursos con el objetivo de financiar la inversión, lo cual tuvo como consecuencia la reducción de la actividad económica y una alta inestabilidad. La entrada en escena del mercado de capitales debe ir acompañada por una actividad bancaria que provea recursos financieros, para que éstos posteriormente, sean canalizados por las instituciones financieras bancarias. En México, este proceso fue distorsionado pues los bancos, pese a que incrementaron sus flujos financieros hacia el sector privado, redujeron los montos destinados al sector no financiero, así como tampoco respaldaron al sector productivo, ni promovieron mayores niveles de captación de ahorro (Mendoza, 1998).

Recordemos que, el gasto en inversión depende de la presencia de los créditos, que son independientes de los recursos reales (ahorros), y éstos deben liquidarse de inmediato mediante financiamiento de largo plazo. La función de la banca es captar el ahorro generado por la actividad de la inversión (antes de que influyan sus rendimientos) y empatar el financiamiento con las utilidades. Es decir, el fondeo tiene la función de alargar el período de vencimiento de las deudas de corto plazo (Huerta, 1998). Lo anterior implica que los créditos de corto plazo aceleran la inversión, y el financiamiento de largo plazo estabiliza el crecimiento económico (Chapoy, 1998).

Al respecto, cabe mencionar que el sistema bancario mexicano en el período de 1950 a 1970, pudo financiar de forma continua los gastos de los prestatarios por encima de sus propios recursos, mediante inyecciones automáticas de liquidez. Esta monetización e la deuda, fue uno de los pilares institucionales que sostuvieron el crecimiento acelerado de este período (Mántey, 2006). No obstante, desde finales de la década de los setenta, se ha observado un dinámico proceso de creación de moneda por parte de los bancos comerciales. En efecto, la creación de dinero bancario ha debilitado la función del control de los agregados monetarios por parte del Banco de México (López, 2006).

Por otro lado, cuando la rentabilidad del capital asignado a actividades productivas compite con la ganancia de la especulación cambiaria, una depresión puede no tener límites previsibles, pues las expectativas devaluatorias se autovalidan. En México, (un país dependiente de tecnología y bienes de capital importados) es difícil que la inversión productiva se recupere bajo estas circunstancias, pues los efectos recesivos de la misma depreciación cambiaria, al contraerse la demanda interna, crean un círculo vicioso de capacidad excedente y bajas utilidades. Bajo esta situación, la inversión extranjera es el factor que restablece el equilibrio, al adquirir a bajo costo en moneda extranjera las empresas existentes, e integrar divisas que reducen las expectativas devaluatorias (Mántey, 2006); (Levy, 2006); (Ortiz, 2006); (López 2006).

Desde la perspectiva de la demanda efectiva, se supone que la realización de un proyecto de inversión genera (vía el efecto multiplicador) mayor ingreso, debido a que aumentan los salarios y las ganancias; además, dado que la propensión marginal del consumo menor a la unidad, también aumenta el volumen del ahorro antes de que empiecen a emanar las utilidades de la inversión. En este sentido los créditos de corto plazo son capaces de provocar crecimiento económico independientemente de los recursos reales (ahorros) (Levy, 1999).

3.5.1. Fragilidad y desregulación financiera en México: 1983-1993.

Entre 1983 y 1993, la disponibilidad de recursos externos, así como los generados por el auge petrolero no impulsaron en el país un mayor ahorro interno, necesario para disminuir la vulnerabilidad y subordinación de la economía 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.

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 (Ortiz, 2006).

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 recrudecimiento de las tendencias proteccionistas en los países desarrollados.

En el cuadro 1 se puede observar que México no fue la excepción ya que el PIB disminuyó 4.2% en 1983; por su parte la inflación registró un histórico de 159.2% en 1987, esto como consecuencia del crack de ese año.

CUADRO 1 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

3.5.2. 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, propiciando la fuga de capitales así como la devaluación de la moneda (López, 2001). 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. 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 (Correa, 1992).

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 (López, 2001). 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 como se muestra en el cuadro 2.

CUADRO 2					
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 la profundización y consolidación de la reforma estructural, basada en la apertura comercial, privatización y desregulación económica; también se proponía 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; así también estaba el objetivo de lograr 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 combatió, 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 (Rozo, 2005). Posteriormente, se negoció una disminución en el monto de transferencias de recursos al exterior como se observa en el cuadro 3. 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 3 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 representó transferencias negativas como se muestra en el cuadro 4. En 1985, el ahorro externo representó el -1.3%, mientras que en 1987 fue de -2.7 como proporción del PIB. En contraparte, el nivel de depreciación representó el 11.3 y 13.1% en los mismos años, por lo que la insuficiencia de ahorro interno fue evidente.

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 (Villagómez, 1997). 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 disminuyó. Asimismo, en el cuadro 4 se observa el descenso paulatino del 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.

CUADRO 4				
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.

3.5.3. Ahorro, inversión y formación bruta de capital.

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 como se muestra en el cuadro 5.

CUADRO 5 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 datos de INEGI,
www.inegi.gob.mx

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 como afirma N. Levy (2001) 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 éste fue un año de crisis fiscal como se observa en los cuadros 5 y 6.

CUADRO 6		
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 datos de INEGI, www.inegi.gob.mx

En el cuadro 7 se muestra que 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; 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, ya que resulta más rentable invertir en acciones de las empresas que en la formación bruta de capital fijo; dando como resultado un desplazamiento de la inversión productiva por la inversión especulativa, tal y como se muestra en el cuadro 7.

CUADRO 7 FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN BRUTA DE 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 base en datos de INEGI, www.inegi.gob.mx

3.5.4. 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 (Vidal, 2007). 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 (Díaz-Barriga, 2004). 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 (Levy, 2003). 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).

Por otro lado, 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 (Puyana, 2003). 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 como se muestra en el cuadro 8.

CUADRO 8		
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 datos del Banco de México, informes anuales, varios años

3.5.5. 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).

3.5.5.1. Comportamiento y estructura del sector bancario: Captación y canalización 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, 2003). 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 como se observa en el cuadro 9.

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). En los cuadros 10 y 11 se observa que 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.

CUADRO 9
AGREGADOS MONETARIOS
1983-1993
(Como porcentaje del PIB)

AÑOS	BASE MONETARIA ^{1/}	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

^{1/} 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 datos de Banco de México, www.banxico.org.mx

CUADRO 10
BANCA COMERCIAL. CAPTACIÓN POR INSTRUMENTO
1982-1993
(Tasas de crecimiento)

Años	Obligaciones Totales	Pasivos Monearios	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 datos de Banco de México, www.banxico.org.mx

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 (López, 2006).

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 como se observa en el cuadro 11. 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 11 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	100.00	11.80	83.53	1.71	2.96
1983	100.00	10.56	84.57	1.45	3.42
1984	100.00	10.52	84.79	1.61	3.09
1985	100.00	10.06	83.96	1.72	4.26
1986	100.00	7.53	86.65	1.88	3.94
1987	100.00	6.44	86.94	2.68	3.94
1988	100.00	7.00	83.34	3.87	5.79
1989	100.00	9.06	78.22	5.21	7.50
1990	100.00	9.43	80.80	3.75	6.03
1991	100.00	19.93	71.01	3.39	5.67
1992	100.00	18.28	71.16	4.20	6.35
1993	100.00	18.01	70.56	4.57	6.86

Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, informes anuales, varios años

Por su parte, la cartera bancaria durante el período 1983-1993, se caracterizó por que sobrepasó 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%. 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 como se muestra en el cuadro 12.

CUADRO 12 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.gov.mx

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

CUADRO 13 BANCA COMERCIAL. CANALIZACIÓN DE RECURSOS POR SECTOR ECONÓMICO 1982-1993 (Estructura porcentual)							
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 datos de Banco de México, www.banxico.org.mx

CUADRO 14 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 datos de Banco de México, www.banxico.org.mx

Los datos de los cuadros 13 y 14, confirman dicha tendencia, pues tanto el sector agropecuario como el industrial registraron una menor participación del crédito y descensos en sus montos; en tanto que el sector servicios y comercio mostraron una mayor participación.

Por otro lado, el cuadro 15 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 15 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.

3.5.5.2. 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 (Vidal, 1997). 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 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 (Gómez, Patlán, 2003).

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 como se muestra en el cuadro 16.

CUADRO 16 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).

3.6. Desintermediación bancaria y recesión económica: 1994-2007.

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 (Studart, 2000).

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 (Toporowski, 2005).

3.7. Ahorro y profundización financiera

La tendencia descendente del ahorro interno como proporción del PIB, a partir de 1977, pues en ese año y bajo una economía de recesión y de pago de deuda, el ahorro interno registró su participación más alta 24%. Por su parte el ahorro externo elevó su participación hasta 1994, pero a partir de este año y como consecuencia de la crisis, disminuye. En el cuadro 17 se observa que 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.

CUADRO 17						
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
2003	36.20	13.02	23.18	100.00	50.97	49.03
2004	36.90	13.90	23.00	100.00	51.50	48.50
2005	37.40	14.40	23.00	100.00	51.93	48.07
2006	35.02	14.80	20.22	100.00	52.65	47.35

Fuente: Síntesis de Estadísticas Económicas, Dirección General de Planeación Hacendaria, SHCP, 2006

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 (Studart, 2001).

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 (Gómez, Patlán, 2003).

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 (Levy, 2001).

CUADRO 18 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
2003	22.04	18.54	2.00	16.54	3.50	10.20	9.30	0.90
2004	21.97	18.32	2.03	16.29	3.65	10.10	9.10	1.00
2005	22.66	18.90	2.10	16.80	3.76	10.03	8.90	1.13
2006	22.20	18.70	2.50	16.20	3.50	11.01	8.40	2.61

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, 2006.

En el cuadro 18 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 2001-2006; 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 (Levy, 2006). 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 1998-2006, 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 (Quintero, 2006).

Asimismo, se observa que el comportamiento en el ahorro interno, aunado a los efectos de la competencia externa, de las altas tasas de interés y el racionamiento del crédito, afectó 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, y aún en 2006 no se ha recuperado. 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. En el cuadro 19 se observa que 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.

CUADRO 19 PROFUNDIDAD FINANCIERA 1989-2006 (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
2004	9.34	10.98	47.50	48.30	49.30
2005	9.67	11.03	47.98	48.90	49.80
2006	9.91	11.76	48.02	49.03	50.50

Fuente: Banco de México, *Informe anual 2006*, www.banxico.org.mx

3.7.1. Desintermediación bancaria y bursatilización.

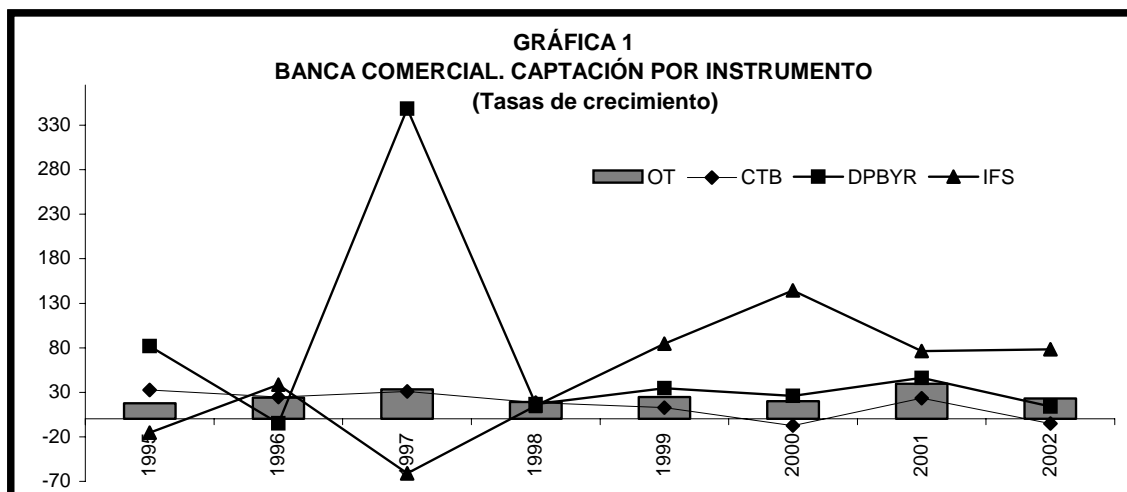
El crecimiento en los indicadores de ahorro y profundidad financiera sugieren que la liberalización del sistema financiero fue exitosa; sin embargo, si analizamos la relación entre captación y canalización de los recursos bancarios se observa un comportamiento irregular entre ambas variables. En particular, 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).

3.7.1.1. 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 23.9% en 2006; 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 como se muestra en el cuadro 20. En la gráfica 1 se muestra cómo las obligaciones totales y la captación registraron un débil crecimiento, en tanto que los instrumentos financieros mostraron fuertes fluctuaciones.

CUADRO 20 CAPTACIÓN POR INSTRUMENTO 1994-2006 (Estructura porcentual)									
Años	Obligaciones Totales	Captación Total Bruta	Depósitos y préstamos de bancos y reportos	Obligaciones por redescuento	Instrumentos Financieros Sintéticos	Reservas, previsión, riesgo, crédito y	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
2003	100.00	24.20	29.40	0.77	36.90	n.s	6.40	0.03	2.30
2004	100.00	24.50	29.02	0.71	37.40	n.s	6.03	0.32	2.02
2005	100.00	24.02	29.00	0.70	37.70	n.s	6.50	0.08	2.00
2006	100.00	23.90	28.80	0.67	37.90	0.06	6.20	0.63	1.90

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



OT= Obligaciones Totales; CBT = Captación Total Bruta; IFS= Instrumentos financieros sintéticos y DPBYR= Depósitos y préstamos de bancos y reportos

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 como se muestra en el cuadro 21.

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 (López, 2006). 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 (Mántey, 2006).

CUADRO 21
BANCA COMERCIAL. DISTRIBUCIÓN DE LA CAPTACIÓN
POR INSTRUMENTO
1989-2006
(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
2003	13.5	0.2	6.2	0.5	64.5	15.1	100.0
2004	13.6	0.2	6.1	0.5	64.7	14.9	100.0
2005	13.8	0.2	6.2	0.5	64.8	14.5	100.0
2006	14.1	0.1	6.1	0.5	64.9	14.3	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.

3.7.1.2. 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 77% durante el período 1994-2006. 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 (López, 2006). 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 como se observa en el cuadro 22.

CUADRO 22
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
2002	1,175,077.0	797,572.0	377,505.0	100.0	67.9	32.1	4.8	23.6	17.8
2003	1,071,532.0	781,343.0	290,189.0	100.0	72.9	27.1	-9.7	-2.1	-30.1
2004	1,070,349.0	803,477.0	266,872.0	100.0	75.1	24.9	-0.1	2.8	-8.7
2005	1,058,763.0	934,718.0	124,045.0	100.0	88.3	11.7	-1.1	14.0	-115.1
2006	1,068,529.0	929,452.0	139,077.0	100.0	87.0	13.0	0.9	-0.6	10.8

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 2006, INEGI

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 (Levy, 2006). 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; por el contrario, presentó un comportamiento altamente irregular que mostró una tendencia a la baja desde 1993 (Ortiz, 2006). 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 (Huerta, 2005).

Para el período 1994-2007, 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 puede observar en los cuadros 23 y 24; asimismo, se comprueba con las tasas de crecimiento negativas del sector agropecuario e industrial.

CUADRO 23 BANCA COMERCIAL. CANALIZACIÓN DE RECURSOS POR SECTOR 1994-2002 (Estructura porcentual)											
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
2003	100.0	2.3	19.1	22.0	18.5	8.7	n.d.	4.5	6.4	16.7	0.8
2004	100.0	2.1	19.1	22.1	19.0	8.9	n.d.	4.6	6.5	16.7	0.9
2005	100.0	1.8	18.9	22.3	19.2	9.0	n.d.	4.9	6.5	16.8	0.9
2006	100.0	1.8	19.0	22.4	19.5	9.1	n.d.	4.8	6.2	16.4	1.1

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

CUADRO 24
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 Estadís.	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	10.0
2003	-1.4	-31.2	-8.2	-0.4	1.0	4.5	n.d.	10.5	-1.3	2.4	10.4
2004	-0.5	-30.3	-8.4	0.5	3.4	5.6	n.d.	11.8	-1.2	3.5	10.8
2005	0.0	-32.0	-9.0	0.8	3.2	7.1	n.d.	11.0	-1.3	8.7	11.4
2006	0.3	-32.1	-9.1	1.2	3.9	7.9	n.d.	12.0	-1.4	9.4	10.9
2007	0.3	-32.4	-9.4	2.4	4.1	9.9	n.d.	10.0	-1.6	11.3	8.1

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.

CUADRO 25
CARTERA VENCIDA. BANCA COMERCIAL Y DE DESARROLLO
SEGÚN ACTIVIDAD PRINCIPAL DEL PRESTATARIO
1994-2001
(Estructura porcentual)

AÑO	TOTAL	SUB TOTAL	SECTOR PRIVADO DEL PAÍS					FINANC.	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
2002	100.0	97.8	13.9	33.9	31.0	17.9	2.9	2.9	0.2	0.0
2003	100.0	98.4	14.1	33.9	31.5	18.0	3.2	2.9	0.3	0.0
2004	100.0	98.7	14.3	34.1	31.9	18.3	3.3	3.0	0.3	1.0
2005	100.0	98.9	14.5	34.2	32.0	18.5	3.4	3.1	0.3	0.2
2006	100.0	94.0	14.8	34.4	32.1	18.6	3.5	3.2	0.2	0.3

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México, www.banxico.org.mx

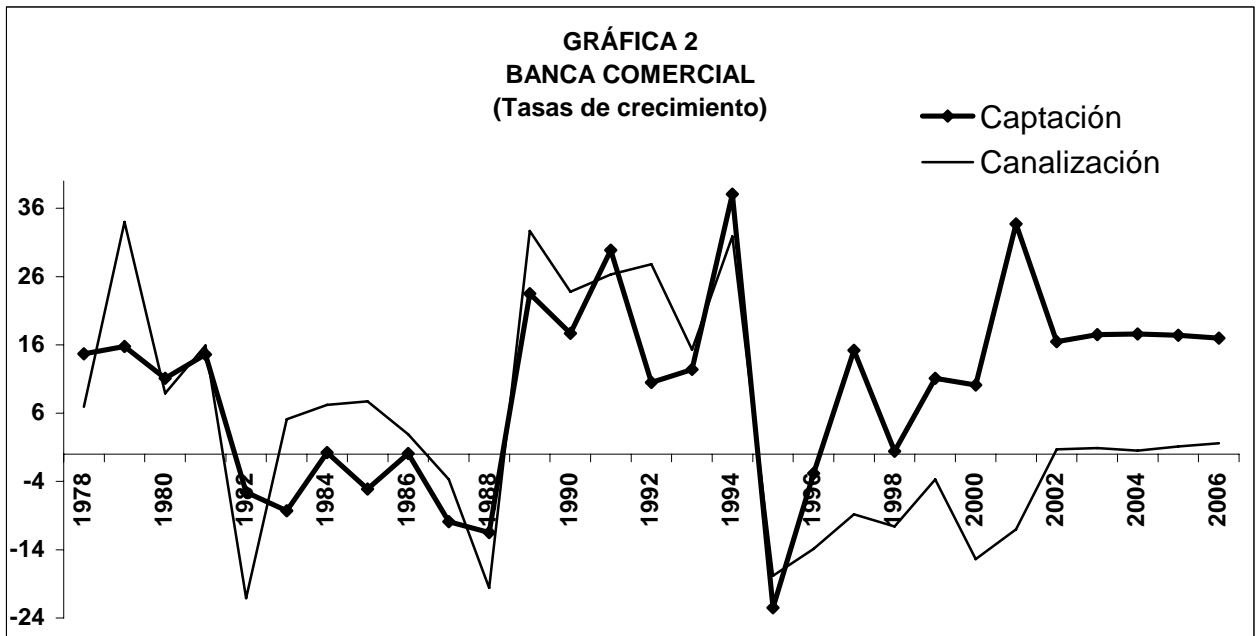
La fuerte disminución del financiamiento a los sectores agropecuario e industrial es un reflejo del proceso de desintermediación bancaria y del insuficiente fondeo de las empresas, pero también es un indicador de la “selección adversa” y el “riesgo moral” que, conjuntamente con la especulación financiera, provocaron un racionamiento de crédito hacia la inversión productiva y una deficiente distribución de éstos (Gómez, 2000). Esta hipótesis se refuerza con el hecho de que los sectores agropecuario e industrial siguen presentando los índices de cartera vencida más altos como se observa en el cuadro 25.

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 (Levy, 2003). 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).

Esto junto con 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 (Levy, 2001). El crecimiento en el ingreso menor al esperado, imposibilitó a los prestatarios pagar sus deudas bancarias (López, 2001). 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 (Mántey, 2002); (Levy, 2001); (Manrique, 2005); (López, 2001) y (López, 2005)

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

En el cuadro 26 podemos observar tres períodos 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 períodos anteriores, en tanto que el crédito inicia una tendencia acelerada a la baja. En la gráfica 2, se observa que este comportamiento se hace evidente a partir de 1994, cuando la brecha entre captación y crédito se abre. El 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 (López, 2005).



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

CUADRO 26		
BANCA COMERCIAL		
CAPTACIÓN Y CANALIZACIÓN		
(Tasas de crecimiento real)		
AÑOS	CAPTACIÓN	CANALIZACIÓN
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
2003	17.50	0.90
2004	17.60	0.50
2005	17.40	1.10
2006	17.00	1.60

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

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 como se observa en el cuadro 27. 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. Estas cifras demuestran que el sector bancario, ante las expectativas inciertas, desvió el ahorro financiero hacia

actividades y operaciones bursátiles especulativas, pero que les generaban altas ganancias (Ortiz, 2006).

CUADRO 27						
TASAS DE INTERÉS Y MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA						
(Valores reales)						
AÑOS	ESTADOS UNIDOS			MEXICO		
	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	16.37	14.07
2001	2.14	5.42	3.28	2.60	11.99	9.39
2002	2.16	5.63	3.47	2.90	7.32	4.42
2003	2.10	5.50	3.40	2.50	7.00	4.50
2004	2.11	5.40	3.29	2.10	7.04	4.94
2005	2.13	5.30	3.17	2.10	9.60	7.50
2006	2.14	5.00	2.86	2.00	7.43	5.43

Fuente: Teresa S. López González (2001). Fragilidad Financiera y Crecimiento Económico en México. Banco de México, www.banxico.org.mx

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

En el cuadro 28 se observa que el crecimiento significativo de la inversión privada, se reflejó en la FBKF de este sector, que durante el período 1994-2007, mantuvo una participación anual del 8.2%; 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 (Levy, 2004). 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 (López, 2006). En el cuadro 29 se muestra que 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. Asimismo, 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 (Ortiz, 2006).

CUADRO 28									
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	-29.00	-28.21	-31.29	-22.52	-15.19	-32.71	-36.36	-37.49	-22.09
1996	16.39	26.70	-14.78	11.58	28.56	-18.19	23.05	24.90	4.27
1997	21.04	23.46	10.12	10.65	9.97	12.50	34.05	36.88	-0.30
1998	10.28	13.80	-7.47	3.98	8.82	-9.05	16.79	17.78	0.34
1999	7.71	7.22	10.72	4.88	2.42	12.81	10.31	10.77	1.35
2000	11.36	8.72	27.21	6.13	-0.43	25.30	15.94	14.96	36.74
2001	-5.82	-4.43	-12.95	-4.64	-2.29	-10.12	-6.76	-5.70	-25.88
2002	-0.64	-4.06	16.96	3.51	-5.51	23.08	-4.03	-3.22	-24.25
2003	0.39	-1.53	8.47	3.18	2.74	3.90	-2.07	-3.95	58.48
2004	-0.80	-0.66	-1.37	-0.44	-0.43	-0.46	-1.81	-1.11	-15.33
2005	-0.16	-0.15	-0.18	-0.88	-0.53	-1.44	-0.82	-0.45	-9.27
2006	-0.87	-1.01	-0.34	-1.45	-0.37	-3.23	-1.39	-1.19	-6.43
(Estructura porcentual)									
Años	Total			Construcción			Maq. Y Eq.		
	Total	Privada	Pública	Total	Privada	Pública	Total	Privada	Pública
1995	100.00	74.33	25.67	53.16	30.92	22.23	46.84	43.41	3.44
1996	100.00	75.16	24.84	58.01	36.94	21.07	41.99	38.22	3.77
1997	100.00	81.81	18.19	55.61	40.80	14.81	44.39	41.01	3.38
1998	100.00	83.45	16.55	50.84	37.07	13.77	49.16	46.38	2.78
1999	100.00	86.11	13.89	47.93	36.58	11.35	52.07	49.53	2.53
2000	100.00	85.73	14.27	46.67	34.78	11.89	53.33	50.94	2.38
2001	100.00	83.69	16.31	44.48	31.10	13.38	55.52	52.59	2.93
2002	100.00	80.83	23.72	46.83	29.27	17.57	53.55	51.56	1.99
2003	100.00	79.28	26.13	48.13	29.95	18.18	52.53	49.33	3.20
2004	100.00	79.40	25.94	48.31	30.06	18.25	51.90	49.18	2.72
2005	100.00	79.40	25.94	47.96	29.95	18.01	51.51	49.03	2.48
2006	100.00	79.29	26.11	47.68	30.10	17.58	51.22	48.88	2.34

Fuente: Elaboración propia con base en INEGI, www.inegi.gob.mx

CUADRO 29 FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR ACTIVIDAD ECONÓMICA 1995-2001 (Tasas de crecimiento)						
Período	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
2002	2.52	-2.00	1.10	-0.30	0.30	13.50
2003	2.94	1.00	0.50	-0.10	0.60	12.70
2004	3.52	1.10	-0.40	0.30	1.20	15.40
2005	3.52	-0.90	-0.10	0.40	1.40	16.80
2006	4.50	1.30	0.10	-0.20	2.00	19.30

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

En síntesis, la estrategia de desarrollo neoliberal, se ha apoyado en una teoría de los precios que no ha funcionado; la concepción del mecanismo de transmisión de la política monetaria a través del gasto, perdió credibilidad con la desregulación financiera; por el contrario, la idea de política monetaria antiinflacionaria se está consolidando a través de sus efectos sobre el tipo de cambio. Asimismo, al suponer mercados eficientes, no contempló la posibilidad de que la desregulación del crédito alimentaría inversiones de tipo especulativo, en vez de canalizarlos a la inversión productiva.

Por otra parte, la desvinculación del sistema monetario internacional de un activo externo de reserva, el establecimiento de tipos de cambio flexibles, y las innovaciones financieras ocurridas en los últimos años, han estimulado las oportunidades rentables para la especulación, en detrimento de la inversión productiva. Esto ha conducido a la fragilidad financiera global ya que impide la valorización de los activos financieros.

Sumado a ello, la estructura oligopólica del sistema financiero mexicano y la segmentación en su mercado de títulos gubernamentales, han obligado al gobierno a endeudarse en exceso, para ofrecer rendimientos competitivos al capital externo. Así pues, la economía mexicana está inmersa en un ambiente de fragilidad bancaria, todo esto como resultado de la estrategia neoliberal fallida.

CONCLUSIONES

- El sistema capitalista está caracterizado por ser una economía monetaria de producción, donde de acuerdo a la teoría poskeynesiana el dinero tiene un papel fundamental en las relaciones de intercambio y de producción. Bajo esta perspectiva, el dinero difiere el consumo del ingreso presente, provocando desempleo de algunos factores de la producción; asimismo, genera deudas y con ello crea la base para la formulación de contratos que a su vez, generan financiamiento para la inversión.
- A partir del uso generalizado del dinero, se crean instituciones bancarias que generan deudas privadas y las convierten en medio de cambio, generando con ello, mayor liquidez en la economía, lo cual puede financiar a la inversión productiva, o bien, generar especulación financiera. Si este incremento de liquidez no ingresa a la esfera productiva o no existe suficiente captación de ahorro como consecuencia de la inversión, el sistema financiero no podrá crear instrumentos de largo plazo que financien la inversión y provocará inestabilidad financiera. Por lo tanto, el crecimiento económico de un país se logra mediante la emisión de créditos y la estabilidad macroeconómica mediante la captación de ahorro.
- El crecimiento económico estable para cualquier economía depende de la generación de liquidez que realiza la banca comercial y de la creación de instrumentos de fondeo de la inversión que son originados por instituciones bancarias y no bancarias; lo cual indica que el sistema financiero tiene un papel fundamental y relevante en la explicación del crecimiento económico estable.
- Los mecanismos compensatorios y la estabilidad monetaria internacional (hasta el rompimiento de Bretton Woods, de 1940 a 1970), propiciaron que las utilidades generadas por la inversión, se retuvieran en el país, y se canalizaran al sistema bancario, lo que permitió generar un fondo *revolvente* que impidió el endeudamiento profundo en las empresas y agentes, lo que a su vez, evitó presiones inflacionaria y déficit fiscal. La intermediación financiera se realizó en moneda nacional principalmente; no se presentaron fugas de capital, porque la

tasa de interés se mantuvo competitiva respecto del exterior y la paridad del tipo de cambio se mantuvo fija. Como consecuencia de los Acuerdos de Bretton Woods, la estabilidad de los flujos de capital estuvo garantizada y los préstamos de largo plazo, fueron suficientes y a precios bajos, esto permitió el financiamiento de las importaciones necesarias para el crecimiento económico; por lo tanto, no hubo crisis por pago de la deuda externa.

- Cabe resaltar que el modelo de sustitución de importaciones en México, tuvo la particularidad de: libre convertibilidad de la moneda; ausencia de lazos sólidos entre el sector productivo y financiero y; el hecho de que el gasto público se fondeó mediante el instrumento del encaje legal, con la singularidad de que el Estado cedió a la banca privada y mixta la captación de ahorro interno. Si bien, estas condiciones propiciaron estabilidad durante la década de los años setenta, también generaron la debilidad del sistema financiero que coadyuvó a la crisis de deuda en 1982.
- La estructura del sistema financiero mexicano está basada en el mercado de créditos ya que se caracteriza por tener un mercado de capitales débil y poco desarrollado, y el crédito es la principal fuente de financiamiento. Desde esta perspectiva, los bancos actúan como intermediarios entre prestamistas y prestatarios. En este tipo de estructura, el gobierno determina los principales precios y puede apoyar los préstamos bancarios que facilitan la creación de dinero. En efecto, la banca central, toma un papel fundamental como prestamista de última instancia. Se puede concluir que las instituciones financieras son agentes económicos, que han sufrido diversas modificaciones a lo largo del tiempo; así pues, las particularidades de las instituciones financieras dependen de factores históricos, institucionales y políticos de cada período.
- Desde la década de los años cuarenta y hasta la década de los años setenta, el crecimiento económico de México tuvo como característica principal ser estable y sostenido: El financiamiento de la inversión privada fue interno; es decir, que las empresas se financiaron con recursos propios. Asimismo, la inversión pública tuvo un papel fundamental sobre todo, mediante el gasto público en

inversión, el encajonamiento del crédito y la creación de instituciones nacionales de crédito; sumado a ello, existieron otros mecanismos que captaron recursos como el encaje legal.

- En el período que comprende de 1971 a 1981, fue el último de crecimiento acelerado, que tuvo como característica el modelo de acumulación con sustitución de importaciones que se distinguió por una amplia participación del Estado en la actividad económica, pero fue altamente inestable como consecuencia de factores internos y externos. Entre los externos está, el rompimiento de Bretton Woods que propició que la oferta de recursos privados internacionales de corto plazo se incrementara aceleradamente, y transformara el régimen cambiario de fijo a flotante lo que provocó fuertes variaciones en las tasas de interés externas. Esto provocó que el modelo de acumulación dominante en México (sustitución de importaciones) se debilitara y el crecimiento económico se frenara; asimismo, las tasas de interés nominales se incrementaron, la inflación se elevó, las tasas de interés reales disminuyeron y hubo una constante fuga de capitales. Esto, sumado a la restricción de créditos internacionales agotaron el modelo de sustitución de importaciones, que se sumó al advenimiento de la crisis en 1982.
- 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 para realizar estrategias poco funcionales al crecimiento económico sostenido.
- En el período de 1982-1993, la privatización junto con la apertura comercial, redujeron la actividad de la inversión productiva, lo que estimuló la inversión especulativa, que fue acompañada de un mercado bursátil dominado por instrumentos de corto plazo que impidieron la generación de instrumentos financieros de largo plazo. En este período, el sector privado tuvo todas las condiciones para encargarse 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 quedó demostrado que en este período, la economía que necesitaba altos niveles de inversión para alcanzar el desarrollo, sufrió atrasos estructurales, y por lo tanto, no pudo descansar en los mecanismos de mercado, que se han deteriorado a raíz del incremento de la especulación mundial. En condiciones de inestabilidad internacional, los mercados financieros deben ser regulados e imponer 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 y se inicia el proceso de reestructuración de la economía mexicana que se sustentó en la desregulación económica. La política 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 de cartera que redituaba 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 desacelerarse la inversión especulativa con divisas. La sobrevaluación cambiaria se ha compensado con elevadas tasas de interés reales, 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.
- Los elevados márgenes de intermediación bancaria, provocaron que el crédito disminuyera en términos reales en comparación a los niveles registrados a

principios de la década de los años ochenta, y el sistema bancario no logró superar la grave situación financiera en que cayó tras la crisis. Por otra parte, el sistema bancario no remunera adecuadamente los depósitos, y obtiene elevados márgenes financieros. Esto ha propiciado 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. 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 mediante 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.
- El papel de la política financiera es 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 principalmente a la asimetría en la información, por lo tanto, la elaboración de políticas financieras que impidan crisis sistémicas toman importancia. Es indudable que en México se sigue el modelo neoliberal monetarista, aún cuando se ha demostrado empíricamente el fracaso de dicho modelo, donde 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 iii) estancamiento del aparato productivo.

- Dada la tendencia de la política neoliberal, se requieren medidas contundentes en el ámbito financiero, de lo contrario seguirá con el estancamiento económico que ha caracterizado a la economía mexicana desde la implementación del modelo neoliberal. Al respecto, deberá retomar el debate respecto a una política de una nueva regulación, adaptando la realidad económica al tiempo actual, con el único objetivo de incentivar la inversión, como variable fundamental para la reactivación económica.
- En el actual contexto mundial, la economía mexicana deberá rediseñar una política de regulación, ya que quedó evidenciado que la desregulación financiera conlleva al caos de los sistemas financieros del mundo, es decir, que con la actual crisis financiera mundial, es necesario implementar estrategias de control al capital financiero internacional ya que es muy volátil y fragiliza la economía mundial.

FUENTES DE INFORMACIÓN

AGUIRRE, Teresa. (2005). "El enfoque estructuralista de la inflación". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. Ed. UNAM DGAPA Acatlán, M. A. Porrúa. México.

AMPUDIA Márquez, Nora. (2007). "Política monetaria, restricción crediticia y empleo". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*. E. M. A. Porrúa. UNAM DGAPA FES Acatlán. México.

ARESTIS, P. (1992). *The Post-Keynesian Approach to Economics*, Edward Elgar, Aldershot.

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

ARIAS Guzmán, Ericka Judith. (2005). "Desregulación financiera e inversión en México: 1982-2002". Tesis de Maestría. UNAM FES Acatlán. 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

ASIMAKOPULOS, 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. CIDE, Pp. 267-338. México.

BASKIND, L. (1985). "An Introduction to the Law and Economics of Intellectual Property" *The Public Interest*, Fall.

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

BLAUG, Mark. (1985). *Teoría económica en retrospectiva*. Ed. Fondo de Cultura Económica. México

CALVA, José Luis. (1997). "Crisis de los deudores". En Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Crisis bancarias y carteras vencidas*. Ed. UNAM IIECs UAM-Azcapotzalco. México

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

CÁRDENAS, Enrique. (1996). *La política económica en México, 1950-1994*. Ed. Fondo de Cultura Económica. México.

CARDERO, María Elena y GALINDO, Luis Miguel. (2002). "Sistema financiero internacional: Los temas de debate", en Mántey y Levy (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria; una perspectiva desde los países en desarrollo*, Ed. Porrúa-UNAM. México.

CASTAINGTS, Juan. (1997). "Hacia un proyecto para la solución de las carteras vencidas". En Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Crisis bancarias y carteras vencidas*. Ed. UNAM IIECs UAM-Azcapotzalco. México.

_____. (2007). "Campos y arenas en los mercados financieros". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*. Ed. M. A. Porrúa. UNAM DGAPA FES Acatlán. México.

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

_____; Manrique C, Irma. (2000). "Las crisis financieras y la reforma del sistema", en *Regulación de Flujos financieros internacionales*, México, IIEc-Instituto de Investigaciones Jurídicas-UNAM.

_____. (2001). *El sistema monetario internacional*. Ed. UNAM IIECs M. A. Porrúa. México.

_____. (2002). "Los bloques regionales como potenciales uniones monetarias", en Mántey y Levy (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria; una perspectiva desde los países en desarrollo*, Ed. Porrúa-UNAM. México.

_____. (2005). "Las metas explícitas de inflación como esquema para conducir la política monetaria. El caso México". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. Ed. UNAM DGAPA Actalán, M. A. Porrúa. México.

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

CHICK, Victoria. (1990). *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.

_____. (1997). "Cartera vencida y salida a la crisis bancaria". En Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Crisis bancarias y carteras vencidas*. Ed. UNAM IIECs UAM-Azcapotzalco. México.

_____. (1998). *Crisis y Desregulación Financiera*. Editorial Siglo XXI. México 1998

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

_____. (2002). "Nueva arquitectura financiera internacional: Reformas para los países en desarrollo y cosmética para las relaciones financieras internacionales", en Mántey y Levy (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria; una perspectiva desde los países en desarrollo*, Ed. Porrúa-UNAM. 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. México.

DAVIDSON, Paul. (1990). "Keynes finance motive" en *The collected writings of Paul Davidson*, Vol. I, McMillan, Londres, Inglaterra.

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*. UAM-Azcapotzalco. México.

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*. UAM-Azcapotzalco. México.

DIMAND, R. W. (1986). "The Macroeconomics of the Treatise on Money." *Eastern Economic Journal* 12(4): 431-441.

DOW, Sheila C. (1993). "Horizontalism: A Critique," *Working Papers Series 93/8*, University of Stirling, Department of Economics.

_____. (1995). "Modernism and Postmodernism: A Dialectical Analysis," *Working Papers Series 95/17*, University of Stirling, Department of Economics.

_____. (1996) Financial deregulation, banking competition and regional development: the Spanish experience," *ERSA conference papers*, European Regional Science Association

DOW, S. Y C. Rodríguez Fuentes. (1996). "The political economy of monetary policy", en P. Arestis y M.C. Sawyer (eds.) *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar, Cheltenham.

DUSSEL P., Enrique. (2003). Diferentes estrategias en el Nuevo Modelo Latinoamericano: Importaciones temporales para su reexportación y transformación de materias primas. UNAM. México.

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

FITZGERALD, E. V. K. (1978). "La política de estabilización en México: el déficit fiscal y el equilibrio macroeconómico de 1960 a 1977". *Investigación Económica*, no. 144, UNAM Facultad de Economía. México.

_____. (1994). "El comportamiento de la inversión privada en México". *El Colegio de México*, 28 de marzo, 17 pp. México.

FISHER, Irving. (1911). *The Purchasing Power of Money*. New York: Macmillan. Rpt. in Fisher (1997) *The Works of Irving Fisher* Vol. 4. Ed. William J. Barber. London: Picketing & Chatto.

FLORES, Luis Arturo. (2007). "Financiamiento a través de la Bolsa de Valores en la estrategia de desarrollo en México". En Calva, José Luis. *Agenda para el desarrollo. Financiamiento del crecimiento económico*. Vol 6. Ed. M. A. Porrúa, Cámara de Diputados UNAM. México.

GALBIS, V., (1977). "Financial intermediation and economics growth in Less Developed Countries ", en *The Journal of Development Studies*, No.13.

GARCÍA-Alba, Pascual (1996). "La función de ahorro interno en el crecimiento económico". En *Ejecutivos de finanzas*, Año XXV, no. 9. México

GARRIDO, Celso (2005). *Desarrollo Económico y procesos de financiamiento en México. Transformaciones contemporáneas y dilemas actuales*. Ed. UAM-Azcapotzalco. México

GERSCHEKRON, Alexander. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Harvard University Press, Cambridge, MA.

_____. (1969). "History of economic doctrines and economic history", *The American Economic Review*, vol. 59, N° 2, Menasha, American Economic Association.

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

_____. (1997). "Colapso y quiebras bancarias: emergencia internacional". En Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Crisis bancarias y carteras vencidas*. Ed. UNAM IIECs UAM-Azcapotzalco. México.

_____. (1998). "Globalización financiera y mercados contestatarios". En Alicia Girón; Eugenia Correa (coords.) *Crisis financiera: Mercados sin fronteras*. Ed. IIECs-DGAPA, El Caballito. México.

_____. (1999). "Mutaciones Financieras y crisis bancarias en el Sudeste Asiático", en *Comercio Exterior*, Vol. 49, Núm. 1, BANCOMEXT, México. pp. 33-44.

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

GÓMEZ Ochoa, Gabriel. (2002). "Consejos monetarios y sistemas bancarios", en Mántey y Levy (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria; una perspectiva desde los países en desarrollo*, Ed. Porrúa-UNAM. México.

_____. (2005). "México: política monetaria autónoma o integración monetaria". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. Ed. UNAM DGAPA Acatlán, M. A. Porrúa. México.

_____. (2007). "Límites actuales de la banca de desarrollo". En Calva, José Luis. *Agenda para el desarrollo. Financiamiento del crecimiento económico*. Vol 6. Ed. M. A. Porrúa, Cámara de Diputados UNAM. México

GÓMEZ Ochoa, Gabriel y Patlán Ruíz, David. (2003). "Profundización Financiera, Banca, Ahorro e Inversión en México". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí (coords.) *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*. UNAM DGAPA M. A. Porrúa Acatlán México.

GOODHART, C.A.E. (1989). *Money, Information and Uncertainty*, Macmillan: Basingstoke.

- GONZALEZ O. Pedro. (1995). "La Política exterior de México 1994-2000". *Momento Económico*. Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM. No 77. Pp. 34-38.
- GORDON M. J. (1994). "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.
- GUTTMAN, Robert. (1999). "Las mutaciones del capital financiero", en Chesnais, F. (comp.) *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafío*. Ed. Losada, Argentina.
- 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.
- HICKS, J. R. (1970). *Ensayos críticos sobre teoría monetaria*, Ed. Ariel. Barcelona, España.
- HIRSCHMAN (1981). *Essays in trespassing: economics to politics and beyond*. Cambridge University Press, 309 p
- HUERTA González, Arturo. (1998). *Liberalización e inestabilidad económica en México*. Editorial Diana. México.
- _____. (2002). "La política monetaria y cambiaria de la globalización en los países en desarrollo", en Mántey y Levy (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria; una perspectiva desde los países en desarrollo*, Ed. Porrúa-UNAM. México.
- _____. (2005). "La reducción de la inflación, la restricción crediticia y el estancamiento económico. El caso México". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. Ed. UNAM DGAPA Acatlán, M. A. Porrúa. México.
- _____. (2007). "La estabilidad nominal cambiaria como freno a la dinámica económica". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*. E. M. A. Porrúa. UNAM DGAPA FES Acatlán. México.
- IBARRA, David (2005). *Ensayos sobre economía mexicana*. Ed. Fondo de Cultura Económica. México.
- KALDOR, Nicholas. (1986). "The scourge of monetarism". 2ª. Edición, Oxford University Press, Londres, Inglaterra.
- KALECKI, M., (1989). "Sector externo y crecimiento", en *Ensayos escogidos sobre la dinámica de la economía capitalista*. Capítulo III. Ed. Fondo de Cultura Económica. 234 pp. México.
- 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. México.

LAILER (1971). "The influence of money on economic activity: A survey of some current problems", en G. Clayton; J. C. Gilbert y R. Sedgwick (eds.), *Monetary theory and policy in the 1970's*, Londres, Oxford University Press.

LAVOIE (1984). "The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money", *Journal of Economic Issues*, vol. 18, págs. 771-797.

_____. (2003). "Real wages and unemployment with effective and notional demand for labor", *Review of Radical Political Economics*, Spring 2003, vol. 35, no 2, pp. 166-182.

LE HERON, Edwin y CARRE, Emmanuel. (2005). "Credibilidad, confianza e inflación". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. Ed. UNAM DGAPA Actalán, M. A. Porrúa. México.

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

LEVY O., Noemí, (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.

_____. (2003). "El efecto de la movilidad del capital internacional sobre los mecanismos de transmisión monetaria en economías emergentes: México y Corea del Sur", en Mántey y Levy (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria; una perspectiva desde los países en desarrollo*, Ed. Porrúa-UNAM. México.

_____. (2004). "El efecto de la restricción del déficit público en economías globalizadas con mercados de capitales débiles". En Quintero, María Luisa (coord.). *Liberalización financiera y déficit público*. Ed. M. A. Porrúa UNAM FES-Aragón. México.

_____. (2005). "Comportamiento de la inflación en países emergentes con mercados globalizados. Efectos de los costos financieros y los cambios estructurales en los precios. México durante el período 1980-2000". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. Ed. UNAM DGAPA Acatlán, M. A. Porrúa. México.

_____. (2005). "México: cambios institucionales y su efecto sobre la estructura financiera: modificación de los agregados monetarios". En Manrique, Irma y López, Teresa (coords.). *Política fiscal y financiera en el contexto de la reforma del Estado y de desregulación económica en América Latina*. Ed. UNAM DGAPA FES-Acatlán. México.

_____. (2006). "Mecanismos de transmisión de la política monetaria: su evolución e impacto en las economías emergentes. México 1970-2000". En Quintero, María Luisa y Aguilar, Emilio. *Financiamiento de los mercados emergentes ante la globalización*. Ed. UNAM FES-Aragón M. A. Porrúa. México.

_____. (2007). "El comportamiento de la inversión en economías pequeñas y abiertas y los desafíos para la política económica: La experiencia mexicana". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*. E. M. A. Porrúa. UNAM DGAPA FES Acatlán. México.

_____. (2007). "Financiamiento del crecimiento y disponibilidad de créditos bancarios". En Calva, José Luis. *Agenda para el desarrollo. Financiamiento del crecimiento económico*. Vol 6. Ed. M. A. Porrúa, Cámara de Diputados 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.

_____. (2003). "Liberalización financiera, esterilización monetaria y desintermediación bancaria en México". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí (coords.) *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*. UNAM DGAPA M. A. Porrúa Acatlán México.

_____. (2005). "Desempleo y altas tasas de interés: el mecanismo deflacionario en México". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. Ed. UNAM DGAPA Acatlán, M. A. Porrúa. México.

_____. (2005). "Efecto de la desregulación financiera en la política fiscal. Implicaciones de política económica en México". En Manrique, Irma y López, Teresa (coords.). *Política fiscal y financiera en el contexto de la reforma del Estado y de desregulación económica en América Latina*. Ed. UNAM DGAPA FES-Acatlán. México.

_____. (2006). "Deuda pública interna y déficit público: los pilares de las finanzas privadas especulativas en México". En Quintero, María Luisa y Aguilar, Emilio. *Financiamiento de los mercados emergentes ante la globalización*. Ed. UNAM FES-Aragón M. A. Porrúa. México.

_____. (2007). "El carácter inestable del crédito y la intervención del banco central en el enfoque de Ralph G. Hawtrey: Lecciones de política monetaria para México". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*. E. M. A. Porrúa. UNAM DGAPA FES Acatlán. México.

MANRIQUE Campos, Irma. (1979). *La política monetaria en la estrategia del desarrollo. Su impacto en América Latina y México*. Ed. EDAMEX, México.

_____. (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.

_____. (2007). "Banca de desarrollo en México ¿Nuevas instituciones?". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*. E. M. A. Porrúa. UNAM DGAPA FES Acatlán. México.

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

_____. (2007). "Banca de desarrollo en México: un futuro necesario". En Calva, José Luis. *Agenda para el desarrollo. Financiamiento del crecimiento económico*. Vol 6. Ed. M. A. Porrúa, Cámara de Diputados UNAM. México

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

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

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

_____. (1997). "Propuestas heterodoxas para enfrentar la crisis bancaria". En Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Crisis bancarias y carteras vencidas*. Ed. UNAM IIECs UAM-Azcapotzalco. México

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

_____. (1999). "Políticas monetaria y cambiaria para el crecimiento con flujos de capital externo volátiles". En *Comercio Exterior*, Vol. 49, no. 5, pp 445-454. México

_____. (2000). *De la Desregulación Financiera a la Crisis Cambiaria: Experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático*, UNAM, México.

_____. (2002). "Sistema de crédito en especie: una alternativa viable para el crecimiento sostenido con globalización financiera", en Mántey y Levy (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria; una perspectiva desde los países en desarrollo*, Ed. Porrúa-UNAM. México.

_____. (2003). "Política monetaria con globalización financiera. Integración monetaria vs. Regulación del crédito". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí (coords.) *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*. UNAM DGAPA M. A. Porrúa Acatlán México.

_____. (2005). "Salarios, crédito e inflación en economías periféricas: un marco teórico para la política monetaria". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. Ed. UNAM DGAPA Acatlán, M. A. Porrúa. México.

_____. (2005). "¿Son fiscalmente independientes los países con moneda de reserva?". En Manrique, Irma y López, Teresa (coords.). *Política fiscal y financiera en el contexto de*

la reforma del Estado y de desregulación económica en América Latina. Ed. UNAM DGAPA FES-Acatlán. México.

_____. (2006). "Desregulación financiera con mercados imperfectos de crédito y valores: la experiencia mexicana de 1978 a 2003". En Quintero, María Luisa y Aguilar, Emilio. *Financiamiento de los mercados emergentes ante la globalización*. Ed. UNAM FES-Aragón M. A. Porrúa. México.

_____. (2007). "Restricción crediticia y especulación bursátil: efectos del comercio bancario de valores gubernamentales y productos financieros derivados sobre el financiamiento del desarrollo en México". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*. E. M. A. Porrúa. UNAM DGAPA FES Acatlán. México.

_____. (2007). "Política bancaria para el crecimiento con equidad". En Calva, José Luis. *Agenda para el desarrollo. Financiamiento del crecimiento económico*. Vol 6. Ed. M. A. Porrúa, Cámara de Diputados UNAM. México.

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

_____. (1999). *Desorden Monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*. Ed. UNAM DGAPA ENEP-Acatlán Facultad de Economía. México.

MARTÍNEZ Marca, José Luis. (2004). "Tasas de interés y evolución reciente del crédito bancario en México (1995-2002)". En Quintero, María Luisa (coord.). *Liberalización financiera y déficit público*. Ed. M. A. Porrúa UNAM FES-Aragón. México.

_____. (2006). "Política monetaria y margen financiero en la banca comercial en México (1995-2003)". En Quintero, María Luisa y Aguilar, Emilio. *Financiamiento de los mercados emergentes ante la globalización*. Ed. UNAM FES-Aragón M. A. Porrúa. México.

MARSHALL, Alfred. (1997). *Principles of economics*, Prometheus Books, New York.

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 Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí (comps.). *Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*. UNAM-DGAPA-Acatlán. México

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

MOORE, Basil (1985). *Introducción a la Teoría Financiera*. Ed. Amorrortu editores. Buenos Aires, Argentina.

MOORE, Basil (1988). *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Ed. Cambridge University Press.

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

MOTT, Tracy. (2007). "El papel de los mercados financieros en la actividad macroeconómica". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*. E. M. A. Porrúa. UNAM DGAPA FES Acatlán. México.

MUNDELL Robert A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51, Nov. 1961, pp. 509-17.

ORTIZ, Eteberto. (2007). "Deuda pública: déficit privado y endeudamiento público". En Calva, José Luis. *Agenda para el desarrollo. Financiamiento del crecimiento económico*. Vol 6. Ed. M. A. Porrúa, Cámara de Diputados UNAM. México

ORTÍZ Mena, Antonio (2000). *El desarrollo estabilizador: reflexiones sobre una época*. Ed. Fondo de Cultura Económica. México.

ORTIZ Palacios, Luis Ángel. (2006). "Financiamiento de la inversión en México. Logros y contradicciones de un sistema financiero regulado". En Quintero, María Luisa y Aguilar, Emilio. *Financiamiento de los mercados emergentes ante la globalización*. Ed. UNAM FES-Aragón M. A. Porrúa. 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 *Macroeconomica*, vol. 45, no. 1, febrero.

PATINKIN (1965). "Wicksell's cumulative process", *The Economic Journal*. Diciembre.

PINO, Enrique. (1997). "Economía del endeudamiento y costos del rescate gubernamental". En Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Crisis bancarias y carteras vencidas*. Ed. UNAM IIECs UAM-Azcapotzalco. México.

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

PIGOU, A. C. (1947). "Economic progress in a stable environment", *Economica*, Vol. 14.

POLLIN, R., (1991). "Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence", *Journal of Postkeynesian Economics*.

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

_____. (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.

PUYANA, Jaime. (2002). "Movilidad internacional de capital, regímenes cambiarios y política económica: hacia un nuevo orden financiero internacional o hacia una crisis global", en Mántey y Levy (comps.), *Globalización financiera e integración monetaria; una perspectiva desde los países en desarrollo*, Ed. Porrúa-UNAM. México.

_____. (2005). "Controles de capital, tipos de cambio e inflación en el contexto de la globalización financiera". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. Ed. UNAM DGAPA Acatlán, M. A. Porrúa. México.

QUINTERO Soto, María Luisa. (2006). "Reflexión teórica sobre el financiamiento". En Quintero, María Luisa y Aguilar, Emilio. *Financiamiento de los mercados emergentes ante la globalización*. Ed. UNAM FES-Aragón M. A. Porrúa. México.

RICARDO, David (1973). *Principios de economía política y tributación*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.

ROBINSON, Joan. (1986). *Ensayos de economía poskeynesiana*. Ed. Fondo de Cultura Económica. 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. México.

ROUSSEAS, (1989). "On endogeneity of Money once more", *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 11(3), 474-478.

ROZO, Carlos A. (1995). "Política monetaria, política cambiaria y flujos de capital". En Sánchez Daza (coord.). *Lecturas de política monetaria y financiera*. UAM-Azcapotzalco. México

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

_____. (2001). "Apertura, crecimiento y estructura financiera. El desacoplamiento financiero a la mexicana". En Mántey y Levy (Comp "*Financiamiento del Desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*"). UNAM-DGAPA-Acatlán. México.

_____. (2005). "Inflación, bursatilización y política monetaria". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. Ed. UNAM DGAPA Acatlán, M. A. Porrúa. México.

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

SACH-LARRAÍN. (1994).

SÁNCHEZ Daza, Alfredo (1994). *Teorías de la tasa de interés*. UAM-Azcapotzalco. México.

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

_____ y GONZÁLEZ, Juan (1995). Reestructuración de la economía mexicana. Integración a la economía mundial y la Cuenca del Pacífico. UAM-Azcapotzalco. México.

SCHUMPETER, (1984). *Historia del análisis económico*, Tomo I y II, Ed. Fondo de Cultura Económica. México.

SMITH, Adam (1982). *La riqueza de las naciones*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.

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. México.

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

STIGLITZ y WEISS (1981). "Credit rationing in markets with imperfect information". *American Economic Review*.

STUDART, Rogério. (2000). *Liberalización financiera, mecanismos de financiamiento de la inversión y el crecimiento: elementos de preocupación*. Traducción de Alfonso Gurza y supervisada por Noemí Levy Orlik. Mimeo. México.

_____. (2005). "Estado, mercados y financiamiento del desarrollo: algunas consideraciones teóricas preliminares sobre el papel de los bancos de desarrollo". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*. Ed. UNAM DGAPA Acatlán, M. A. Porrúa. 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. México.

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.

TOPOROWSKI, Jan. (2007). "La socialización del riesgo financiero en los países en desarrollo". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*. Ed. M. A. Porrúa. UNAM DGAPA FES Acatlán. México.

THORTHON, H. (1939). "An enquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain", en edición de F. Hayek, Londres.

VENEGAS-Martínez, Francisco. (2007). "Flujos de capital e inversión extranjera de cartera: un análisis prospectivo del caso mexicano". En Calva, José Luis. *Agenda para el desarrollo. Financiamiento del crecimiento económico*. Vol 6. Ed. M. A. Porrúa, Cámara de Diputados UNAM. México

VIDAL, Gregorio. (1997). "Grandes corporaciones sobreendeudamiento y reestructuraciones En Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Crisis bancarias y carteras vencidas*. Ed. UNAM IIECs UAM-Azcapotzalco. México.

_____. (2007). "Inversión extranjera directa y desarrollo económico". En Calva, José Luis. *Agenda para el desarrollo. Financiamiento del crecimiento económico*. Vol 6. Ed. M. A. Porrúa, Cámara de Diputados UNAM. México

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. México

_____.. (1994). El ahorro privado y la tasa de interés en México: 1963-1991. *CIDE*, División de Economía, no. 23.

WICKSELL, K. (1947). *Lecciones de Economía Política*, M. Aguilar, Madrid, España.

WOLFSON, M. H., (1996). "A post keynesian theory of credit rationing", en *Journal of Post Keynesian Economics (JPKE)*, Vol. 18, no. 3.

WRAY, Randall (1989). *Money and credit in capitalist economies*. Ed. Edward Elgar, University of Denver, Colorado.

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, no. 4.

_____. (2006). El papel del dinero hoy: la clave del pleno empleo y la estabilidad de precios. Ed. UNAM Facultad de Economía. México.

_____. (2007). "Entendiendo la política económica en un régimen cambiario de libre flotación". En Mántey, Guadalupe y Levy, Noemí. *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*. E. M. A. Porrúa. UNAM DGAPA FES Acatlán. México.

ZEBADUA, Emilio. (1997). "Rescate del sistema bancario mexicano". En Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Crisis bancarias y carteras vencidas*. Ed. UNAM IIECs UAM-Azcapotzalco. México

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, 2003 y 2004. México.

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

SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO (SHCP), *Dirección General de Planeación Hacendaria*, Síntesis de Estadísticas Económicas. Varios años.

LA ECONOMÍA MEXICANA EN CIFRAS. Nacional Financiera, varios años. México.