



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE  
MÉXICO**

**DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO**

**FACULTAD DE ECONOMÍA**

**“Profundización Financiera y Crecimiento Económico  
en México”**

**Tesis que para obtener el grado de**

**Doctor en Economía**

**Presenta**

**José Luis Clavellina Miller**

**Tutor: Dr. Benjamín García Páez**

**Ciudad Universitaria, 2009**



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

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

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

*Con todo mi amor para Caro y Rodri...*

Mi más sincero agradecimiento al Dr. Benjamín García Páez quien, a lo largo de mi formación como economista, me ha guiado con profesionalismo y me ha brindado siempre su ayuda y amistad.

Agradezco también a los profesores María Elena Cardero, Arturo Huerta, Carlos Tello y Mauricio Méndez pues sin sus comentarios, consejos y crítica no habría sido posible la realización de este trabajo.

A mis padres, quienes en todo momento y circunstancia me han apoyado incondicionalmente.

# Índice

## Profundización Financiera y Crecimiento Económico en México

<b>Presentación</b>	<b>3</b>
<b>Capítulo 1. El Sistema Financiero en México</b>	<b>10</b>
1.1 Participantes	10
1.2 Cambios Estructurales de la Banca Comercial	13
1.2.1 Primera Etapa	13
a) Control estatal y financiamiento selectivo	13
b) Creación de la banca múltiple	15
c) Impulso al mercado de valores	16
d) Nacionalización bancaria	17
e) Impulso a la desregulación	17
1.2.2 Segunda Etapa	19
a) Re – privatización, Apertura y Crisis	19
1.3 Evolución Reciente de la Banca en México	22
1.3.1 Banca Comercial	23
a) Densidad bancaria	23
b) Concentración de Activos y crédito	25
c) Disponibilidad de crédito	25
d) Captación	28
e) Rendimientos y financiamiento productivo	33
1.3.2 Banca de Desarrollo	39
1.4 Mercado de Valores	45
a) El IPC	47
b) Títulos de deuda	49
Conclusión	52
<b>Capítulo 2. La Hipótesis de Profundización Financiera</b>	<b>55</b>
Introducción	55
2.2 Teoría Neoclásica	57
2.2.2 Los postulados de McKinnon y Shaw	59
2.2.3 Segunda generación de modelos de desarrollo financiero	65
2.3 Límites de la Teoría neoclásica	70
2.4 La crítica Poskeynesiana	74
a) Inversión	76
b) Preferencia por la liquidez	78
c) Financiamiento y Fondo	80
d) El papel del ahorro	82
e) Inestabilidad financiera	84
Conclusión	88
<b>Capítulo 3. Evidencia Empírica para el Caso de México</b>	<b>91</b>
3.1 Ahorro financiero y tasa de interés real	95
3.1.2 Ahorro total y tasa de interés real	97
3.2 Crédito bancario y ahorro financiero	99
3.3 Crédito bancario e Inversión	101
3.4 Crédito, Inversión y Crecimiento	103
Conclusión	104
Apéndice	105
<b>Capítulo 4. Conclusiones Generales</b>	<b>106</b>
<b>Anexo estadístico</b>	<b>111</b>
Bibliografía	121
Addendum. Lecciones de la crisis financiera estadounidense	126
<b>Índice de Cuadros y Gráficas.</b>	
Cuadro 1. Integrantes del Sistema Financiero Mexicano	11
Gráfica 1.M3 como porcentaje del PIB	12
Gráfica 2. Estructura de Activos del SFM	12
Cuadro 2. Estructura del Financiamiento concedido por el sistema bancario 1945-1970	14
Gráfica 3. Población en municipios sin sucursales	24
Cuadro 3. Sucursales y cuentas cajeros automáticos por cada 10 mil habitantes	25
Gráfica 4. Sistema Bancario. Activos totales. Participación en el mercado 2009	26
Cuadro 4. Ingresos por intereses y su relación con la cartera de crédito	26

Gráfica 5. Incremento del crédito al consumo	27
Gráfica 6. Estructura de Activos de la Banca Múltiple 2007	27
Cuadro 5. Usos y Fuentes de los fondos financieros, stocks como % del PIB	28
Gráfica 7. Evolución de los principales componentes de los recursos de la banca	29
Gráfica 8. Distribución de la cartera total de crédito 2009	30
Cuadro 6. Captación de recursos de la banca múltiple 2000-2006	31
Gráfica 9. Composición de la Captación en México 2009	31
Gráfica 10. Captación/cartera de crédito, diciembre de 2008- abril de 2009	32
Cuadro 7. Financiamiento total al sector privado no financiero	32
Gráfica 11. Cetes, CPP y tasa de depósitos	33
Cuadro 8. CAT tarjeta de crédito	34
Cuadro 9. Comisiones bancarias / ingresos totales	34
Cuadro 10. Comisiones y Tarifas bancarias	35
Cuadro 11. Utilidad neta de la banca múltiple	36
Cuadro 12. Componentes de la rentabilidad bancaria. Comparativo internacional	37
Gráfica 12. ROA (retorno sobre activos) 2007-2009/1	38
Gráfica 13. ROE (retorno sobre capital) 2007- 2009/1	38
Cuadro 13. Agregados monetarios amplios	39
Gráfica 14. Activos de la banca de desarrollo	41
Gráfica 15. Cartera de crédito total de la banca de desarrollo	42
Gráfica 16. Cartera Vigente de la banca de desarrollo	43
Cuadro 14. ROA. Banca de Desarrollo	44
Cuadro 15. ROE. Banca de Desarrollo	44
Gráfica 17. Crédito bancario al sector privado como porcentaje del PIB	46
Gráfica 18. Valor de capitalización del mercado accionario como porcentaje del PIB	47
Cuadro 16. Principales índices bursátiles	48
Cuadro 17. Concentración de mercado	49
Gráfica 19. Títulos de deuda en circulación, marzo de 2009	50
Gráfica 20. Cartera de valores y acciones de los bancos comerciales 2008	50
Gráfica 21. Principales inversionistas, aseguradoras	51
Gráfica 22. Cartera de los principales inversionistas, Siefores 2008	51
Gráfica 23. PIB y Ahorro financiero 1960-2006	95
Gráfica 24. Diferencial entre tasas de interés México-EU, tasa de interés real e inflación 1960-2006	96
Gráfica 25. PIB y Ahorro Interno bruto 1960- 2006	98
Gráfica 26. Crédito bancario al sector privado y ahorro financiero 1960-2006	100
Gráfica 27. PIB, Inversión y Crédito	102
Gráfica 28. Crecimiento del PIB e Inversión	103

#### **Anexo**

Pruebas ADF y PP	112
A1. Evolución de la propiedad institucional de la banca en México 1991-2004	112
A2. Estructura de activos productivos	112
A3. Sistema Bancario. Margen Financiero	113
A4. Tasa de interés promedio de algunos activos financieros	113
A5. Tarjeta de crédito, comisión anual promedio	114
A6. Sistema Bancario. Rendimiento de Capital ROE	114
A7. Ingresos anuales por intereses de la banca múltiple	114
A8. Resultados de la evaluación coyuntural del mercado crediticio	115
A10. Cartera de los principales inversionistas. SIEFORES 2008	115
A11. Cartera de los principales inversionistas. Sociedades de inversión	116
A12. Cartera de valores y acciones de los bancos comerciales	116
A13. Cartera vencida de la banca de desarrollo	117
A14. Inversión Extranjera Directa en México	117
A15. Estructura de los ingresos por comisiones de la banca múltiple	118
A16. Crédito Privado / PIB promedio 1999-2003	118
A17. Índice de morosidad, banca de desarrollo	119
A18. Activos bancarios propiedad de bancos extranjeros	119

## Presentación

El funcionamiento actual del sistema financiero en México es resultado de una serie de acciones y políticas implementadas desde la década de los setenta y que tienen su origen en sucesos de orden internacional, concretamente en la caída del sistema *Bretton Woods*. Estos acontecimientos pronto se vieron reflejados cambios en la estructura financiera interna del país.

El principal cambio de orden internacional se presentó en 1971 cuando Estados Unidos decidió suspender sus ventas y compras de oro, marcando con ello el fin del sistema *Bretton Woods* de paridades fijas. Al año siguiente, en julio de 1972, la libra esterlina entró a un sistema de flotación y poco más tarde Japón y la Comunidad Europea decidieron hacer lo mismo con sus monedas.

La desaparición paulatina de las paridades fijas y de los controles a los flujos de capital, característicos del sistema *Bretton Woods*, implicaron el incremento del riesgo cambiario y con ello, la elevación de las tasas de interés, dado que el aumento del componente de prima de depreciación existente en las tasas de interés internacionales así lo requería.

La volatilidad que desde entonces ha caracterizado a los tipos de cambio flot antes, se trasladó a las tasas de interés, lo anterior incluyó los precios de los bonos, las amortizaciones, los costos de los préstamos bancarios, etcétera. Dicho incremento trajo consigo, un menor crecimiento económico y en varias ocasiones crisis bancarias y financieras.<sup>1</sup>

Para reducir los riesgos y de acuerdo a las percepciones de riesgo cambiario prevalecientes, los inversionistas de los mercados financieros internacionales necesitaban ser capaces de diversificar de forma rápida, la mezcla de divisas y activos financieros de sus portafolios tanto en el presente como en el futuro, por lo que impulsaron la desregulación de los flujos internacionales de capital.

Lo anterior, demandó la creación de nuevos instrumentos financieros (como futuros, *forwards* y *swaps*), que a la vez requerían de la remoción de las barreras a los flujos de capitales para operar con menores costos.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> La primera crisis bancaria (después del derrumbe del sistema *Bretton Woods*) ocurrió en Alemania en 1974; más tarde en 1982 los países latinoamericanos afrontaron una crisis de deuda que los afectó durante prácticamente una década. En 1987 se presentó en varias bolsas de valores un *crack* bursátil ante temores de una devaluación en Estados Unidos. En 1992 se desató una nueva crisis bancaria en Suecia que se propagó hacia Noruega y Finlandia. De forma similar México experimentó una crisis financiera a finales de 1994 que se extendió a otros países latinoamericanos. En 1997 inició la crisis Asiática y poco más adelante la crisis Rusa provocando volatilidad en los mercados, principalmente de países emergentes.

<sup>2</sup> Bajo el sistema de *Bretton Woods*, el riesgo de tipo de cambio era algo que controlaba el sector público, con el fin de dicho sistema, el riesgo como señala Eatwell (2000) se "privatizó".

La aplicación de dichas medidas de desregulación forma parte de un proceso de liberalización financiera que se ha presentado desde entonces y que ha tenido como consecuencia que el crecimiento económico en general haya disminuido.<sup>3</sup> En México, por ejemplo, la tasa de crecimiento del PIB de 1960 a 1981 fue de 6.83% anual promedio; de 1982 a 1987 de -0.09%, y para el período donde las políticas de liberalización del sistema financiero se aplicaron con mayor ímpetu, 1988-2003 fue de 2.97%; es decir, menos de la mitad de lo que se crecía en el período de la llamada “represión” financiera.

Las metas que se alcanzarían al liberalizar el Sistema Financiero Internacional de acuerdo con la teoría neoclásica, pueden resumirse de la siguiente forma: a) el ahorro se canalizaría a las actividades más productivas independientemente de las fronteras nacionales (el capital fluiría de los países desarrollados a las economías emergentes donde había más oportunidades de inversión); b) la competencia generaría sistemas financieros más eficientes beneficiando así a los ahorradores y brindaría menores costos a los prestatarios; c) el riesgo se manejaría de forma más efectiva por medio de los instrumentos financieros derivados; d) en el largo plazo se alcanzaría una mayor tasa de inversión y crecimiento; e) el mercado impondría disciplina a los gobiernos para que hicieran mejores políticas económicas.

El primero de estos supuestos no se cumplió pues la mayor parte de la IED entre 1990 y 2001 se ha llevado a cabo en países desarrollados (71%) y China (9.2%). El segundo supuesto se ha cumplido parcialmente pues sólo se ha favorecido a los grandes ahorradores con instrumentos de corto plazo que se benefician de tasas de interés elevadas pero que desincentivan la inversión productiva; los prestatarios no han visto menores tasas de interés incluso en los países desarrollados donde la tasa de interés es en promedio 1.7% más alta que la existente bajo el sistema *Bretton Woods*.

Las mayores tasas de interés no han permitido que los países alcancen tasas de inversión y crecimiento más elevadas, pues los flujos de capital buscan valorizarse en el corto plazo, impidiendo financiar adecuadamente los proyectos de inversión productiva. En realidad lo que ha ocurrido es que los sistemas financieros se han hecho más inestables y el crecimiento económico más lento.

En lo que respecta al último punto, los gobiernos no han establecido mejores políticas económicas pues la gran cantidad de deuda pública que colocan para estabilizar sus

---

<sup>3</sup> De acuerdo con el FMI (2004), la liberalización financiera se refiere a las reformas que implican el levantamiento de los controles gubernamentales a las tasas de interés y al otorgamiento de créditos; así como a la liberalización de las restricciones cuantitativas de inversión que el gobierno impone a las instituciones financieras.



mercados financieros nacionales, y que presiona también al alza de las tasas de interés, les impide promover el crecimiento económico (Cardero, 2006).

Dadas estas condiciones en el contexto internacional, el financiamiento para el desarrollo se vuelve un tema fundamental. Su debate teórico no debe enfocarse solamente a tratar el lado de la oferta de recursos, la asistencia intergubernamental y por parte de organismos internacionales multilaterales, como el FMI, el BID o el Banco Mundial. Debe también considerarse el nivel de liquidez, de profundidad y desarrollo financiero, el ahorro, la inversión, el papel de la banca comercial, del mercado de capitales y la existencia de mecanismos de fondeo. Esto es, lo que los distintos países pueden hacer al interior de sus economías para financiar su propio crecimiento.

En general, los economistas admiten que los sistemas financieros más desarrollados, (entendiendo al sistema financiero como el conjunto de instrumentos, mercados e instituciones), permiten alcanzar niveles de actividad económica mayores, pues la disponibilidad de instrumentos para financiar nuevos proyectos productivos a distintos plazos es alta y, por lo tanto, contribuyen a acelerar el crecimiento económico. No obstante que el debate teórico se funda en cómo alcanzar ese desarrollo y profundidad financiera, su funcionalidad con respecto al crecimiento económico es una cuestión empírica.

La profundización financiera es comúnmente entendida por diversos autores como alguno de los agregados monetarios (que van del M2 al M4) como proporción del PIB, y que se refieren a la cantidad de recursos que se encuentran en el sistema financiero de una economía. En el presente trabajo, sin embargo, se considera que para entender mejor el concepto de profundidad financiera, éste debe hacer referencia a aspectos tales como el grado de bancarización, el diferencial entre tasas de interés pasivas y activas, el precio que tienen que pagar los usuarios de los servicios financieros, la cantidad de crédito otorgado por la banca al sector privado, así como al financiamiento que las empresas obtienen a través del mercado de capitales.

A este respecto se considera que las medidas tradicionales de profundidad financiera son, en realidad, una medida de ahorro financiero al que además sería necesario descontar la cantidad de dinero en circulación (M1) para tener una cifra más precisa de lo que dicho ahorro representa al interior de la economía, es decir, la medida de ahorro financiero que se utilizará a lo largo de la presente investigación está referida al agregado monetario  $(M4 - M1)/PIB$ .

En los ejercicios estadísticos se considera al crédito bancario otorgado al sector privado no bancario de la economía con respecto al PIB como parámetro de profundidad

financiera, debido a que se asume que éste último indicador engloba indirectamente aspectos como acceso a instituciones de crédito, disponibilidad de recursos, y así como a que existe evidencia que señala que, desde la crisis económica de 1994-95 en México, el ahorro financiero (M4) presenta una línea de tendencia que se separa del crédito bancario al sector privado, por lo que el análisis de la relación entre las medidas tradicionales de profundidad financiera y el crecimiento económico puede haber cambiado.

Si esto es así, entonces un mayor ahorro financiero, no necesariamente implicaría un crecimiento económico más alto, como establece la teoría neoclásica, pues el ahorro financiero no se transformaría en crédito productivo.

El presente trabajo pretende examinar los efectos que el proceso de liberalización financiera ha tenido en la economía nacional, y comprobar de forma empírica la manera en que dicho proceso ha afectado el grado de profundización financiera, analizando principalmente los impactos que las tasas de interés reales tienen sobre el ahorro total y financiero, el crédito otorgado por la banca comercial al sector privado, la inversión y el crecimiento económico. Para ello, se hace la importante distinción entre ahorro financiero y ahorro total, distinción que no se encuentra en los estudios neoclásicos que abordan este tema de estudio.

Se considera también importante analizar el papel que juega la banca comercial como asignadora y creadora de préstamos al interior de la economía y que -como se analizará más adelante-, no ha desempeñado adecuadamente en los últimos años. En general, puede afirmarse que el crédito bancario estimula el consumo y la inversión, y por lo tanto, el crecimiento del PIB. Los países con sectores bancarios pequeños tienen un menor nivel de desarrollo y dado que en América Latina los mercados de capitales no son maduros, el sector bancario resulta crucial para lograr un crecimiento económico sostenible.

La estabilidad en el otorgamiento de créditos por parte de la banca, resulta también de gran relevancia, pues una súbita interrupción de los mismos obstaculiza el financiamiento a la inversión y, por lo tanto, el crecimiento de la economía.

El crédito bancario en América Latina es escaso. En promedio, de acuerdo al Banco Interamericano de Desarrollo (BID), en 2005 la región obtuvo el 28% del PIB bajo esa forma de financiamiento, mientras que en los países desarrollados dicho porcentaje alcanzó un promedio del 82%. El bajo desarrollo bancario de la región se traduce también en márgenes de intermediación bancaria mayores (medido como la diferencia entre la tasa de interés pasiva y activa de los bancos comerciales). De 1995 a 2002, en promedio ese diferencial en los bancos latinoamericanos se situaba en 8.5%, mientras que para los países desarrollados era de 2.9%, y para el sur de Asia de 4.6%.

Algunos teóricos neoclásicos del crecimiento económico (King y Levine 1993, Beck y Loayza, 2000; etc.) han enfatizado que la profundización financiera tiene un efecto positivo y significativo en el crecimiento del ingreso tanto presente como futuro. En general, sus trabajos postulan que la liberalización financiera está asociada a fragilidad financiera en el corto plazo, pero en el largo promueve el crecimiento económico a través de una mayor profundidad financiera.

De acuerdo a la teoría neoclásica, en el largo plazo y a pesar de la crisis y volatilidad que genera la liberalización financiera en un primer momento, parece que ésta tiene un efecto positivo en el crecimiento del producto. En nuestro país sin embargo, a casi 20 años de dicho proceso de liberalización, no se tienen resultados claros de las supuestas bondades que esas medidas generarían. La falta de créditos al sector productivo de la economía, (principalmente a pequeños y medianos empresarios), el bajo crecimiento económico, la extranjerización de la banca y el alto costo que se tuvo que pagar para el rescate de la misma (dada la crisis de 1995), así como las altas tasas de interés y comisiones que se cobran a los usuarios de servicios financieros, ponen en duda lo establecido por los teóricos clásicos de la liberalización financiera.

La teoría neoclásica ha argumentado que las crisis financieras presentadas en las economías emergentes han tenido parte de su origen en la falta de supervisión bancaria que se presentó en estos países poco después de liberalizar su sistema financiero. Al iniciarse el proceso de liberalización, el sistema bancario enfrentaba una alta demanda de préstamos y falta de información acerca de los proyectos que sus clientes pretendían llevar a cabo. Lo anterior presionaba las tasas de interés al alza y los préstamos se volvían más riesgosos (pues las tasas de interés se hacían mayores que la tasa de retorno de la mayoría de las empresas). Dado que los ingresos de las empresas endeudadas no eran suficientes para cubrir sus obligaciones, poco tiempo después se presentaba una crisis bancaria, con una brusca caída en el otorgamiento de créditos que traía consigo un menor nivel de actividad económica y del producto. Sin embargo, una vez concluido este período (dice la teoría neoclásica), comienza una fase de expansión del ingreso derivado de las políticas de desregulación.

Es de hacer notar que en realidad fueron precisamente las políticas de liberalización y desregulación impulsadas a nivel internacional, las principales causas de que a la postre se hayan presentado crisis financieras y bancarias en la mayor parte del mundo. La marcada inestabilidad en los tipos de cambio, las tasas de interés más altas y los flujos de capital desregulados, hacen que se deje de lado la inversión productiva en favor de las inversiones de cartera a corto plazo que, en muchas ocasiones, no tienen relación con el sector real.

La teoría neoclásica nos dice que a mayor nivel de desarrollo financiero, mayor será el peso que tiene el efecto positivo de largo plazo de la liberalización financiera en el crecimiento económico. En este trabajo se pretende realizar dicho análisis, con el objeto de determinar por qué las políticas de liberalización financiera no han traído consigo la expansión económica esperada y de qué forma han influido en el grado de profundización financiera en México.

La liberalización financiera es tomada como punto de partida de nuestro marco teórico metodológico. Dicha liberalización es un proceso donde se aplican políticas tendientes a eliminar topes sobre: las tasas de interés, encajes legales, barreras a la entrada de bancos extranjeros y privatización con el objeto de incrementar el nivel de ahorro financiero. Este punto de vista se sustenta en los trabajos de McKinnon (1973) y Shaw (1973) que argumentaban que la represión financiera representaba una barrera a la acumulación de capital, pues las bajas tasas de interés reales que caracterizaban a este período desalentaban el ahorro privado y, en consecuencia, la inversión.

De ahí que la hipótesis a demostrar es que el proceso de liberalización financiera ha incrementado el nivel de ahorro financiero (medido como agregados monetarios como proporción del PIB) en nuestra economía, pero no ha incrementado de forma importante el nivel de profundidad financiera (entendida ésta como crédito bancario al sector productivo privado) y que por lo tanto, el crecimiento del producto se ha visto limitado.

Lo que se pretende mostrar es que a pesar de que el proceso de liberalización ha incrementado la proporción de M4/PIB, no ha tenido efectos reales en el crecimiento económico nacional, principalmente de 1995 en adelante. Si bien es cierto que se ha presentado un proceso de modernización en el sistema financiero, el crecimiento del ahorro financiero no ha traído consigo un mayor nivel de ingreso.

Se pretende encontrar evidencia empírica sobre si el incremento de esta modalidad de ahorro tuvo un efecto positivo en la tasa de crecimiento económico a través de la canalización de una cantidad mayor de créditos al sector productivo por parte del sector financiero.

Los resultados de la presente investigación se reportan en cuatro capítulos. En el primero se describirá brevemente la importancia que tiene el sistema financiero y bancario en México, así como su estructura; niveles de intermediación, activos, pasivos y sus fuentes principales de utilidades. Esta sección también consigna algunos de los principales indicadores del nivel de profundidad financiera en nuestro país y de forma general el papel que en la actualidad desempeñan los bancos de desarrollo.

En el segundo capítulo se analizan los distintos aportes teóricos de la escuela neoclásica que sustentan las políticas de liberalización financiera aplicadas en nuestro país. Se revisan también algunas de las principales limitantes teóricas del proceso de liberalización y en la segunda parte del capítulo se presenta la teoría poskeynesiana y sus contribuciones al caso de estudio.

El tercer capítulo se orienta a demostrar de manera empírica la forma en que la liberalización financiera ha afectado el crecimiento económico de nuestro país, con el objeto de verificar la hipótesis de que dicha medida ha tenido un impacto significativo en las variables reales. Es decir, se intenta verificar la forma en que las tasas de interés reales han impactado el nivel de ahorro financiero, ahorro total, inversión y el crecimiento económico. Asimismo se relacionan las variables anteriores con la tasa nominal de depósitos, encontrando importante evidencia en el sentido de que, existe una especie de ilusión monetaria en el sector financiero de la economía, pues es la tasa de interés nominal y no la real la que tiene relevancia estadística en la determinación del ahorro financiero. Por último, se presentan las conclusiones y propuestas.

Los acervos estadísticos utilizados se refieren principalmente a series de Producto Interno Bruto a precios constantes base 1993; agregados monetarios (M1 a M4); ahorro interno y externo así como créditos otorgados por parte de la banca comercial al sector privado como porcentaje del PIB como una medida y con el objeto de observar el grado de profundización financiera del sector productivo (todos ellos en términos reales). Otras variables que se incluyen son la tasa de interés real, el diferencial de tasas de interés reales entre México y Estados Unidos, la formación bruta de capital fijo como medida de inversión y se hará distinción entre el ahorro total y ahorro financiero. Las fuentes de información estadística que se pretenden utilizar son principalmente las referentes al *World Development Indicators 2008* del Banco Mundial, Banco de México, Condusef e INEGI.

El presente trabajo es resultado de mi participación en el seminario del campo de conocimiento de Economía Aplicada del posgrado en economía de la UNAM. Es también producto de una estancia de investigación en la universidad de Kent donde mi trabajo fue supervisado por el profesor A.P Thirlwall; las opiniones y juicios emitidos, son por supuesto, responsabilidad mía y pueden diferir de las de mis maestros.

José Luis Clavellina Miller, noviembre de 2009.

## **Capítulo 1**

### **El Sistema Financiero en México.**

En el presente capítulo se hace una breve descripción del sistema financiero nacional y de su evolución reciente haciendo énfasis en el sector bancario comercial. En la primera sección se hace una relación de los resultados de las políticas de liberalización en el sector bancario y de sus efectos en el propio sector, las tasas de interés, las comisiones y el financiamiento que la banca otorga al sector privado. En la segunda sección se expone la evolución reciente de la banca de desarrollo y la última sección analiza si el mercado de capitales representa un factor importante en el financiamiento en el país.

#### **1.1 Participantes.**

El sistema financiero mexicano está regulado por una serie de instituciones que intentan proporcionar mayor seguridad a sus usuarios y participantes, éstos son: la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) que autoriza la constitución de las empresas financieras y su operación; y el Banco de México (Banxico) que es el agente financiero del Gobierno Federal y la autoridad monetaria.

La regulación y supervisión de las distintas instituciones financieras la realizan: la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF), y la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar); la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (Condusef) y, finalmente, el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) que funciona como un seguro de depósitos a los ahorradores (ver cuadro 1).

Cabe señalar que de 2000 a 2008, el número de bancos comerciales se redujo de 48 a 43, y el de bancos de desarrollo de 7 a 6; las arrendadoras financieras pasaron de 35 a 6 y las empresas de factoraje de 25 a 3. Llama la atención el incremento en las sociedades de inversión, las cuales pasaron de 332 a 522 en el mismo período, así como de las Siefores que pasaron de 17 a 106.

**Cuadro 1**  
**Integrantes del Sistema Financiero Mexicano 2009**

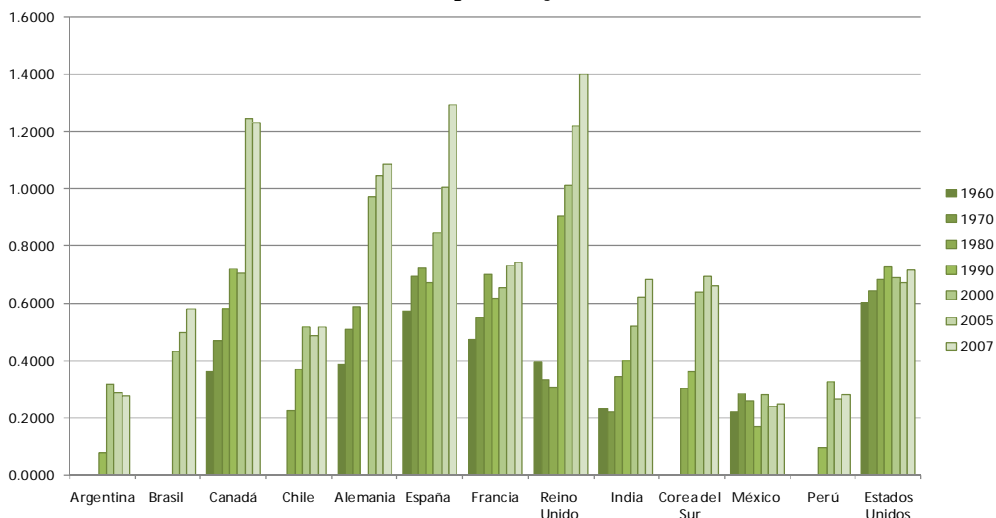
Autoridades Regulatoras				
Secretaría de Hacienda y Crédito Público		Banco de México		
Comisión Nacional Bancaria y de Valores		Comisión Nacional de Seguros y Fianzas		
Comisión Nacional para la protección y defensa de los usuarios de servicios financieros		Comisión Nacional de Seguro para el Retiro		
Instituciones financieras				
Grupos financieros	Instituciones de crédito	Mercado de valores	Otros intermediarios financieros y sociedades de información crediticia	
30 Sociedades controladoras de grupos financieros	43 bancos comerciales	1 Bolsa de Valores	95 compañías de seguros	140 uniones de crédito
	6 bancos de desarrollo	34 casas de bolsa	20 almacenes de depósito	14 compañías de fianzas
	3 fideicomisos de fomento	522 sociedades de inversión	6 arrendadoras financieras	14 casas de cambio
		106 sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro	4 sociedades de ahorro y préstamo	74 entidades de ahorro y crédito popular
			27 sociedades financieras de objeto limitado	3 empresas de factoraje
			15 sociedades financieras de objeto múltiple. Entidades reguladas	2 sociedades de información crediticia

Fuente: Banxico Informe Anual 2008.

A pesar del número de participantes e instituciones, la amplitud del sistema financiero mexicano es todavía limitada. Comparado con otros países, el ahorro bancario representa sólo alrededor del 9.7% del PIB; únicamente cerca del 15 al 25% de la población urbana y 6% de la población rural, tiene acceso a cuentas en instituciones financieras (Despande, *et. al*, 2006). Por otra parte, el agregado monetario (M3) como porcentaje del PIB, sólo representó alrededor del 30% (en 2006), incluso por debajo de países latinoamericanos como Argentina, Brasil y Chile, y muy alejado de lo que ocurre en economías desarrolladas como Canadá o Estados Unidos (ver gráfica 1).<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Se expone el agregado monetario M3 debido a que es el que se encuentra disponible en la base de datos del Banco Mundial.

**Gráfica 1**  
**M3 como porcentaje del PIB**

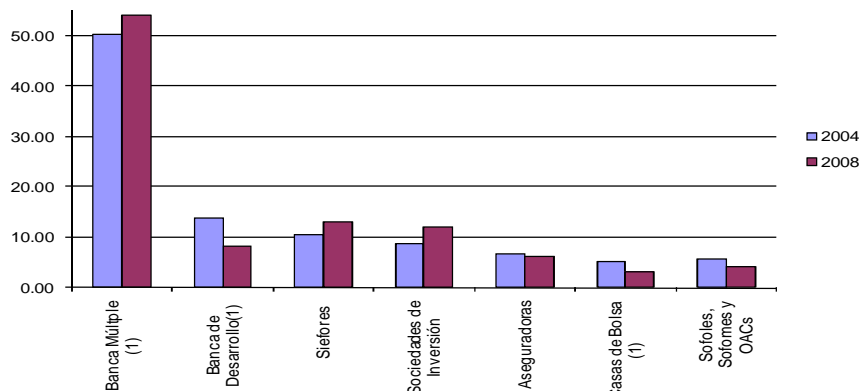


Fuente: Elaboración propia con datos de WDI, 2008.

En cuanto a su estructura, cerca del 54% del total de activos del sistema financiero mexicano se encuentra en poder de la banca comercial y alrededor del 8% en la banca de desarrollo; mientras que los fondos para el retiro representaron en 2008 poco más del 13% del total.

Durante los últimos años, la proporción de activos de los bancos comerciales creció 8%, mientras que la participación de los bancos de desarrollo en los activos del sistema se redujo cerca del 42%. Por su parte los activos de las Siefores y de las Sociedades de Inversión crecieron un 25% y 40% respectivamente (ver gráfica 2).

**Gráfica 2**  
**Estructura de Activos del Sistema Financiero en México**  
**(%)**



Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO, Informe anual, varios años.



Tanto la banca múltiple como las Siefors y las Sociedades de Inversión han incrementado su participación en la tenencia de activos en el total del sistema financiero; destaca que tanto la banca de desarrollo como los Organismos Auxiliares de Crédito (arrendadoras y empresas de factoraje) hayan disminuido su participación en el total de activos, pues son este tipo de entidades las que deberían desempeñar un papel importante en el financiamiento para el desarrollo de una economía como la mexicana.

## **1.2 Cambios estructurales de la banca comercial.**

El sistema financiero nacional ha sufrido profundas modificaciones a lo largo de las últimas tres décadas, al haber transitado de un sistema reprimido a uno desregulado y globalizado. Leopoldo Solís (1997), establece que se pueden considerar dos grandes etapas al referirse al sistema financiero mexicano. La primera inicia en 1941 con la expedición de la Ley General de Instituciones y Organizaciones de Crédito, y la segunda, en 1989 a partir de la liberalización de la cuenta de capitales, cuando además se da un perfil diferente y se reprivatiza la banca nacional.

### **1.2.1 Primera etapa.**

#### **a) Control estatal y financiamiento selectivo.**

La ley de 1941 establecía una diferencia entre la banca comercial (o de depósito) y las instituciones de inversión.<sup>5</sup> En 1947 se buscó que los bancos de depósito otorgaran préstamos a más largo plazo y que las sociedades financieras colocaran sus bonos en los mercados financieros y no sólo los presentaran al Banco de México o Nacional Financiera (Nafin), para que se les proveyera de fondos. Para 1949, se obligaba además a los bancos comerciales a mantener en el Banco de México depósitos proporcionales a las obligaciones que tenían por depósitos de reclamo inmediato, y así orientar una mayor cantidad de recursos a las actividades industriales.

En el periodo que va de 1960 a 1971, y dado que el mercado de capitales no estaba altamente desarrollado, el financiamiento a la inversión tuvo una gran participación estatal por medio de mecanismos de compensación.<sup>6</sup> Dichos mecanismos fueron principalmente el encaje legal y el encajonamiento de créditos, los cuales estuvieron

---

<sup>5</sup> Esta ley distinguía los siguientes grupos de operaciones de bancos y crédito: a) banca de depósito; b) operaciones de depósitos de ahorro; c) operaciones financieras con emisión de bonos generales y bonos comerciales; d) operaciones de crédito hipotecario con emisión de bonos y garantía de cédulas hipotecarias; e) operaciones de capitalización y, f) operaciones fiduciarias. También se consideraban los siguientes organismos auxiliares de crédito: 1) Almacenes generales de depósito; 2) cámaras de compensación; 3) bolsas de valores), 4) uniones de crédito y, en 1974 se añaden los bancos de ahorro y préstamos para vivienda familiar.

<sup>6</sup> En 1965 se permitió a las sociedades financieras emitir certificados a dos, cinco, diez y doce años con lo que se pretendía sentar las bases de un mercado de capitales; sin embargo, las fluctuaciones internacionales que se presentaron desde 1971 hicieron que se dejaran de emitir este tipo de instrumentos.

acompañados de una gran cantidad de bancos de desarrollo y de inversión pública financiada con préstamos externos a largo plazo.<sup>7</sup>

Destaca que casi el 55% del financiamiento que la banca otorgaba al sector privado se canalizaba a actividades productivas mediante los distintos mecanismos de selectividad de créditos y encaje legal aplicados en esa época. En este período el grueso del financiamiento concedido por el total de instituciones de crédito se canalizaba a empresas del sector privado para promover su crecimiento y producción. El financiamiento al gobierno federal proveniente de las instituciones financieras se situaba en alrededor del 25% en promedio (ver cuadro 2).

**Cuadro 2**  
**Estructura del Financiamiento Concedido por el conjunto de Instituciones de Crédito 1960-1970**  
(%)

Tipo de financiamiento	1945	1950	1960	1965	1970
<b>Total</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>
<b>A empresas y particulares</b>	<b>Nd</b>	<b>Nd</b>	<b>85.45</b>	<b>80.25</b>	<b>75.76</b>
Valores	Nd	Nd	8.72	7.79	5.67
Crédito	69.30	75.71	76.73	72.45	70.09
Al comercio	23.50	21.93	20.33	16.32	18.88
A la producción	45.80	53.78	56.40	56.13	51.21
Industria	31.30	41.68	41.12	43.03	40.52
Agricultura y ganadería	14.30	11.84	15.11	12.79	9.10
Minería	0.20	0.26	0.16	0.31	1.59
<b>Al gobierno federal</b>	<b>30.60</b>	<b>24.28</b>	<b>14.55</b>	<b>24.55</b>	<b>24.24</b>
Valores	Nd	Nd	13.24	23.90	23.82
Crédito	Nd	Nd	1.31	0.65	0.42

Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

A principios de la década de los setenta el régimen de cajones obligatorios se fue simplificando y sólo algunos sectores continuaron siendo beneficiados con este tipo de financiamiento (siendo el gobierno federal uno de ellos). Se establecía además que cuando se otorgaran créditos preferenciales se debía hacer mediante los bancos y fideicomisos de fomento; con el propósito de canalizar recursos a sectores que no contaban con la posibilidad de acceder en condiciones favorables a la banca comercial, que necesitaban de asesoría técnica y cuya naturaleza de actividad económica requería de fomento (Solís, 1997).

Los fideicomisos de fomento económico creados y administrados por el Banco de México y Nacional Financiera (Nafin) para promover el crecimiento industrial y la

<sup>7</sup> La banca comercial obtenía importantes ganancias por el pago de intereses por parte del gobierno. Otra política compensatoria fue la de la selectividad en los créditos, el Banco de México utilizaba a los bancos comerciales para canalizar recursos a sectores prioritarios por medio de fideicomisos y regulando las emisiones y la captación de dichos bancos (Girón *et al.*, 2005).

sustitución de importaciones otorgaban, a través de la banca oficial y privada, créditos considerables a la agricultura, ganadería, vivienda de interés social, actividades industriales y de exportación, así como al turismo.<sup>8</sup>

En los primeros años de la década de los setenta las tasas de interés tanto activas como pasivas estaban reguladas y cada tipo de institución especializada estaba sujeta a una canalización obligatoria de crédito y a cada una le correspondía una tasa de interés máxima (Banxico, 1989). Desde 1974 este tipo de regulación fue desapareciendo hasta que se limitó sólo a ciertos renglones de crédito dentro de los que sobresalían los canalizados a la vivienda y a la agricultura.

### **b) Creación de la Banca Múltiple**

Uno de los acontecimientos fundamentales dentro de la primera etapa de evolución de la banca comercial es la creación de la banca múltiple en 1974, la cual comenzó sus operaciones en 1976, y para 1978 la banca especializada prácticamente había desaparecido. Se pretendía que la banca asegurara financiamiento con mayores plazos a la industria; sin embargo, dada la situación oligopólica y la aversión al riesgo prevaleciente en el sistema bancario, la banca privada prefirió obtener altas utilidades vía encaje legal, es decir, financiando el gasto acentuadamente deficitario del gobierno.

Se suponía también que la banca múltiple avanzaría en la asignación eficiente del crédito, mejorando los niveles de capitalización y aprovechando las economías de escala con la unificación de actividades. Además con la creación de este tipo de banca se pretendía homogeneizar el régimen de encaje legal, incrementar la oferta de productos financieros y mejorar el control y la vigilancia de las instituciones bancarias.

El surgimiento de la banca múltiple, sin embargo, redujo el número de instituciones y reforzó el carácter oligopólico del sistema bancario que presionaba fuertemente el alza en las tasas de interés que pagaba el gobierno vía encaje legal al que estaban sujetos. La concentración permitió a la banca tener mayores ingresos y menores riesgos, mientras que al gobierno le representó un alto costo de fondeo (Girón *et al.*, 2005).

---

<sup>8</sup> En 1975, por ejemplo, operaban el fondo de garantía a la agricultura y ganadería (FIRA) y el fondo especial de financiamiento agropecuario (FEFA); el fondo de descuento bancario a la vivienda (FOVI); el fondo de apoyo a los créditos para la vivienda (FOGA); el fondo para el fomento de las exportaciones de productos manufacturados (FOMEX); el fondo de equipamiento industrial (FONEI); el fondo de garantía y fomento a la industria mediana y pequeña (FOGAIN) y, finalmente, fondo nacional de fomento al turismo (FONATUR).

**c) Impulso al mercado de valores.**

En lo que respecta a la Bolsa de Valores, en nuestro país el intercambio de títulos y acciones se remonta al siglo XIX cuando se intercambiaban títulos del sector minero. Su operación fue interrumpida en distintas ocasiones por acontecimientos políticos y debido a la gran depresión de los años treinta. En 1933 reaparece como resultado de la Ley de Bolsas, publicada por la SHCP en ese mismo año. Hacia 1946, se intenta promover este tipo de actividades en el país y se crea la Comisión Nacional de Valores con el propósito de supervisar las actividades de la Bolsa de Valores. Tiempo después, en 1975, se consolidan las bolsas de Guadalajara y Monterrey, y a partir de febrero de 1976 se fusionan en Bolsa Mexicana de Valores.

La promulgación de la Ley del Mercado de Valores y la creación de la Bolsa Mexicana de Valores modernizaron al Sistema Financiero, esa nueva Ley otorgó al mercado de valores un marco jurídico propio (las instituciones participantes dejaron de ser instituciones auxiliares de crédito), y en 1976 se intentó afianzarlo mediante estímulos, exenciones fiscales y apoyo bancario, lo que le trajo buenos resultados hasta 1978, a pesar de que no se había impulsado la emisión de nuevas acciones. (Solís, 1997). En ese año, sin embargo, ocurrió una nueva emisión que coincidió con un desplome bursátil internacional que inhibió el desarrollo del sistema y le inyectó incertidumbre (Levy, 2001).

La Ley de Mercado de Valores hizo de la Bolsa una institución distinta a la banca por lo que los agentes de valores se constituían como sociedades mercantiles (casas de bolsa). En 1978 se crea el Instituto para Depósito de Valores (Indeval) y se emitieron los primeros Certificados de la Tesorería (Cetes), que permitieron la promoción de un mercado de dinero e incipientemente, uno de capitales. En el primero, la emisión de valores gubernamentales fue de importancia tal que desde entonces la tasa de interés pagada por los Cetes sirve de referencia en ese mercado y como una forma de financiamiento del gasto público.

En teoría, el desarrollo del mercado de títulos de deuda permitiría al gobierno no recurrir al sistema bancario para cubrir sus necesidades de financiamiento y suponía además, liberaría recursos para que los bancos los colocaran entre el sector privado, en los plazos, sectores y cantidades que ellos planearan.

La formación de un mercado de valores públicos posibilitó la liberalización de las tasas de interés, pues la cantidad de crédito que necesitaba el gobierno podría venir de otro lugar que no fuera la banca comercial. De esta manera la creación de la nueva ley en el mercado de valores en 1975, y la emisión de Cetes en 1978, se constituyeron en el

elemento que más tarde posibilitaron la eliminación del crédito obligatorio de la banca comercial al gobierno.

#### **d) Nacionalización bancaria.**

En este período el endeudamiento externo estuvo dominado por la deuda pública pero sus plazos disminuyeron al igual que la inversión extranjera directa. El endeudamiento externo de las empresas públicas se triplicó (incrementando su riesgo cambiario), causándoles a la postre, severos problemas cuando en 1982, Estados Unidos decidió elevar sus tasas de interés y restringir sus créditos. México que se encontraba altamente endeudado a corto plazo y con fugas de capitales, sufrió una severa crisis de la que no se recuperaría en toda esa década. Ante estos acontecimientos el control de cambios y la nacionalización bancaria fueron las opciones que el gobierno mexicano implementó.

La nacionalización de la banca permitió al gobierno reducir el número de bancos que operaban en el país, racionalizar el sector y adaptarlo a las normas internacionales de operación.<sup>9</sup>

En resumen, en la década de los setenta y hasta 1982, las principales transformaciones del sistema financiero consistieron en: a) conversión de los bancos especializados en instituciones de banca múltiple; b) flexibilización de las tasas de interés y establecimiento de instrumentos de captación de mediano y largo plazos, así como de aceptaciones bancarias; c) creación de valores no bancarios (Cetes, Petrobonos, papel comercial); d) fortalecimiento del mercado de valores de renta variable mediante su reglamentación jurídica; e) ampliación y racionalización de funciones de la banca de fomento; f) regulación de instituciones de seguros y fianzas; g) simplificación de los mecanismos de encaje legal y control crediticio y; h) la nacionalización de la banca y el control de cambios.

#### **e) Impulso a la desregulación.**

La emisión de bonos por parte del gobierno, a partir de 1982, tuvo como objetivo liberar recursos con el fin de que el sistema financiero otorgara un mayor número de créditos al sector privado, así como de contar con una forma distinta de financiar el gasto público (Banxico 1989).<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> En 1982 existían 34 bancos y para 1987 su número era de 19.

<sup>10</sup> Dada la pesada carga que significó el pago de la deuda en la década de los 80 y los pocos flujos de capital hacia el interior de nuestro país, se generó una restricción de liquidez a escala nacional, así como un proceso de desintermediación bancaria que no fue acompañado de financiamiento a la inversión por parte del mercado de capitales.

Sin embargo se excluyó a la banca nacionalizada de dicho mercado y se privilegió a las casas de bolsa. Posteriormente, al privatizar la banca y con una nueva ley en 1990 que permitía la formación de grupos financieros (bancos y casas de bolsa) se otorgaba a los bancos comerciales una posición singular, pues controlaban ya el mercado secundario de títulos gubernamentales. Desde entonces, los bancos comerciales mantuvieron bajas tasas pasivas y recibieron elevados rendimientos de los bonos gubernamentales, limitando la emisión de títulos privados y la diversificación del mercado financiero.

En 1983 se permitió a los particulares participar hasta en un 34% de las acciones de la banca nacionalizada; al año siguiente se prohibió a los bancos comerciales (públicos) intervenir en el mercado bursátil propiciando con ello la disociación entre el sector productivo y el financiero. Con ello, el número de casas de bolsa aumentó de 90 en 1982 a 264 en 1987, mientras que las sociedades de inversión pasaron de 12 a 70 en el mismo período.

La desaparición del encaje legal comenzó en 1985 cuando pasa del 50 al 10% y en 1986 las aceptaciones bancarias son desincorporadas de los recursos financieros destinados al gobierno federal. Para compensar la pérdida de recursos provenientes del encaje legal el gobierno incrementó la colocación de deuda interna (Cetes).

A partir de entonces el gobierno promovió medidas de ajuste y reordenamiento de las actividades en las que el Estado debía participar, priorizando el combate a la inflación y el pago a la deuda externa.

La menor participación estatal y la venta y liquidación de empresas del gobierno no se vieron compensadas con un mayor dinamismo por parte del sector privado, de ahí que la actividad productiva se estancara. Éste período se caracterizó también por una alta tasa de interés y un tipo de cambio subvaluado que tenía como objetivo generar superávit en la balanza comercial; otra de las características fue la fuga de capitales. Las altas tasas de interés redujeron la demanda por crédito y elevaron el costo de los mismos, lo que contribuyó de cierta forma al incremento de la inflación.

Al dismantelar los mecanismos de compensación (encaje legal, créditos selectivos, entre otros) y reducir su papel en la economía, el Estado generó una reducción en la actividad económica. El sector privado, mientras tanto, dirigió sus recursos al sector bursátil creando una fuerte especulación que desestabilizó al sistema en 1987. En este período el financiamiento a la inversión mantuvo como su principal fuente los recursos internos pues el incremento sostenido en los precios permitía a las empresas hacerlo de esa forma. La tasa de apalancamiento disminuyó, pues el otorgamiento de créditos no se destinó a la esfera productiva (Levy, 2001).

De 1983 a 1987, en suma, comienza a desaparecer de forma más intensa la regulación del sistema financiero y se dismantelan los mecanismos compensatorios del mercado de créditos. Al desaparecer el encaje legal se permite la liberalización de las tasas de interés; se pone fin a la política de encajonamiento de créditos y se profundiza de cierta forma el mercado de valores (Girón, *et al.*, 2005).

### **1.2.2 Segunda Etapa.**

#### **a) Reprivatización, apertura y crisis.**

En el período de 1988 a 1994 se profundizaron las reformas tendientes a liberalizar y desregular el sistema financiero mexicano. En esta etapa se otorgó a la banca el carácter de universal y se reprivatizó, suponiendo que el sector privado y el mercado le asignarían de mejor forma los recursos; se suprimió además completamente la política de encaje legal y se liberalizó la tasa de interés, concediendo al mismo tiempo autonomía al Banco Central.

El elemento esencial en la aplicación de las políticas de liberalización financiera de acuerdo al Banxico (1994), era el control de la inflación complementado con la eliminación de controles selectivos de créditos y los requerimientos de reserva, pues esto último resulta crucial para la libre determinación de las tasas de interés.

Es en este período cuando el gobierno decide que la cuenta de capitales debía abrirse, bajo el supuesto de que el flujo de capitales al interior de la economía resolvería el problema estructural de restricción externa al crecimiento, incrementaría la disponibilidad de financiamiento, atraería inversiones que modernizarían al sector productivo y elevarían la competitividad nacional.

De 1989 a 1993 México experimentó flujos netos de capital por 5% del PIB en promedio, revirtiendo la fuga de capitales característica desde la crisis de 1982, lo anterior estuvo también acompañado de una disminución del ahorro interno, que ocasionó un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos el cual, contrario al observado en 1982, no tuvo su origen en la acumulación de deuda pública externa sino en el mayor acceso al mercado de capitales internacionales, (la inversión extranjera directa de 1988 a 1993 fue de 41.7 miles de millones de dólares).

En 1989 se ampliaron los permisos para la formación de grupos financieros con diversos tipos de intermediarios; en 1991 poco antes de la reprivatización de los bancos comerciales se eliminó el encaje legal, lo que incrementó la disponibilidad de fondos

prestables para el sector privado (cerca del 72% del total de crédito canalizado por el sistema bancario se entregaba a este sector).

En cuanto al sector bursátil cabe destacar que se permitió la internacionalización de sus operaciones, por lo que aquellos no residentes podían comprar acciones de empresas mexicanas y éstas tenían de igual forma la posibilidad de colocar sus títulos en el exterior.

A lo largo del período, el flujo de capital externo al interior de la economía, producto de las privatizaciones y de la liberalización de la cuenta de capitales, se dirigió principalmente a la inversión en cartera, que aunado a los crecientes déficit de cuenta corriente en balanza de pagos incrementaban el riesgo cambiario. La entrada de este tipo de capitales hizo que los créditos que la banca comercial otorgaba al sector privado, a pesar de que crecían a una tasa importante, no se canalizaran al sector productivo sino a financiar el gasto de consumo.

Con la aparición de los Bondes en 1988 y los Tesobonos y Ajustabonos en 1989 que se anclaban al tipo de cambio y al índice de precios, se dio un impulso al mercado de valores. Sin embargo, se mantuvo una escasa vinculación con el sector productivo, por lo que tampoco en este período se generaron instrumentos de fondeo para la inversión.

La tenencia de bonos gubernamentales por parte de las instituciones financieras era, una vez más, la alternativa de obtener ganancias sin riesgo y que además podían venderse fácilmente si se requería de liquidez.

Las tasas de interés pagadas por las aceptaciones bancarias se liberaron en 1988, al igual que la mayoría de los instrumentos tradicionales de captación bancaria, con el objeto de mejorar la competitividad, eficiencia y disminuir los costos de la intermediación financiera. Otro de los elementos que contribuyó a la liberalización de tasas de interés fue el incremento de la inflación a partir de 1982 y el surgimiento de un mercado de dinero paralelo.<sup>11</sup>

Como la inflación se aceleraba y las tasas de mantenían controladas, se desarrollaron mercados paralelos que ofrecían a los ahorradores rendimientos que el sistema financiero no les podía proporcionar. Se creó también un mercado crediticio informal y en 1988 se

---

<sup>11</sup> De acuerdo con el Banco de México (1989), el control de las tasas de interés llevado a cabo en un contexto de alta inflación propició el surgimiento de mercados tanto informales como formales que otorgaban al público rendimientos que el sistema financiero no les ofrecía. En 1988 se creó un mercado informal importante lo que propició que se eliminara el encaje legal y la liberalización de las tasas de interés pasivas, con el propósito de devolver a la banca una posición competitiva ante tal situación.



permitió a las instituciones financieras emitir aceptaciones bancarias a tasas y plazos libres lo que fue el comienzo de ese proceso de liberalización de tasa de interés.<sup>12</sup>

La causa principal de la reforma liberalizadora aplicada al sector financiero en 1989, informa el Banco de México (1990), fue la reducción del margen de intermediación que se esperaba conseguir por ese medio, además de una mejor asignación de recursos por parte del mercado de dinero y de capitales.<sup>13</sup>

En el último trimestre de 1988 se eliminaron las restricciones a la emisión de aceptaciones bancarias, las cuales ya se venían utilizando a plazos libres pero en cantidades limitadas. Esto mismo ocurrió con los recursos captados mediante los instrumentos bancarios tradicionales y las tasas de interés máximas pagaderas sobre dichos instrumentos. Se suprimió también el régimen de inversión obligatoria para la banca y la deuda de ésta se intercambiò por valores gubernamentales.<sup>14</sup>

La conformación de la banca universal y de los grupos financieros, la autonomía del banco central y el proceso de privatización del sistema de pensiones, así como la firma el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y la privatización de empresas como Telmex, imprimieron dinamismo al mercado de valores en este período.

En el mismo 1993 comenzaron a presentarse signos de inestabilidad financiera. El lento crecimiento de la economía en ese año disminuyó la capacidad de las empresas para hacer frente a sus obligaciones, incrementando la cartera vencida de los bancos comerciales. Aunado a lo anterior se encontraba el problema del escaso desarrollo de los sistemas de evaluación del riesgo de crédito presente en varias de las instituciones financieras de esos años.

En 1993 se autorizó el establecimiento de subsidiarias de instituciones financieras externas y se levantó la prohibición a los extranjeros de mantener bonos públicos y se redujo la reglamentación en cuanto al porcentaje de inversión externa en empresas en el territorio nacional.

---

<sup>12</sup> La transición de un mercado con tasas de interés controladas a un libre se produjo durante 1989 y 1990 a lo que siguió la desregulación de la intermediación bancaria con lo que las instituciones determinaban los plazos y las tasas de sus operaciones activas y pasivas, sin embargo no se generó una competencia entre los intermediarios bancarios lo que no redujo los márgenes de intermediación (de hecho pasó de cerca de 4.7% en 1982 a 17.1% real en 1995, mientras en Estados Unidos era del 2.7%, (Solís, 1997).

<sup>13</sup> En un proceso de catorce meses se liberalizaron las tasas de interés bancarias y los plazos de sus operaciones pasivas. Dicho proceso fue resultado de una serie de cambios que se presentaron en el sistema financiero desde la década de los 70's (consolidación de la banca múltiple, el mercado de valores y la corrección de déficit fiscal).

<sup>14</sup> En el informe del Banco de México de 1989 se decía que estas medidas llevarían a una reducción del margen financiero a través de la competencia y en favor de los usuarios. Además se permitía hasta en un 49% la participación del capital extranjero en la banca nacional con el propósito de incrementar su capitalización y se les permitía la formación de grupos financieros.

A finales de 1994, el flujo de capitales de corto plazo que financiaba el gran déficit comercial de nuestra economía se interrumpió. Restringiendo la disponibilidad de recursos en las instituciones financieras, las cuales elevaron sus tasas de interés y redujeron su oferta de financiamiento, provocando con ello una crisis bancaria. Por su parte, el Banco Central ante la enorme pérdida de reservas internacionales abandonó el tipo de cambio fijo que mantenía desde 1988 en diciembre de 1994.

La emisión de instrumentos de ahorro a corto plazo ligados al tipo de cambio, y la libre convertibilidad figuran entre las causas que propiciaron la crisis de finales de 1994. Esta crisis fue resultado de los cambios institucionales que desde 1983 se llevaron a cabo y que redujeron el papel y la inversión del Estado en la economía y que el sector privado no pudo suplir (Levy, 2001).

Como resultado de la crisis bancaria en 1995, se incrementó el número la cartera vencida, la cual fue asumida por el gobierno y pasó a formar parte del Fobaproa-IPAB. Con el objeto de capitalizar al sector se permitió la entrada de la banca extranjera, la cual se planeaba completar en 1999 dentro del marco del TLCAN, es decir, cuatro años más tarde, lo que provocó una reducción del número de bancos nacionales. La inyección de capital producto de la extranjerización no modificó la actitud de aversión al riesgo y rentista por parte del sector, el cual continuó sin otorgar financiamiento al sector productivo. La cartera vencida no fue asumida por los bancos extranjeros sino que se mantuvo en el IPAB (Girón *et al.*, 2005).

A partir de la crisis de 1995, se promovió una reglamentación bancaria basada en los acuerdos del BIS II (*Bank of International Settlements*) que recomendó una capitalización mínima de 8% con respecto a los activos y modificándose en 1996 al introducir reglas de capitalización con respecto a la exposición al riesgo en el mercado y cuya ponderación afecta el costo del financiamiento, principalmente en países en desarrollo.<sup>15</sup>

### 1.3 Evolución Reciente de la Banca.

Como se ha mencionado, los bancos son una parte fundamental en el proceso de asignación de recursos en los países en vías de desarrollo. El crédito bancario estimula el crecimiento del PIB pues permite elevar el gasto y la inversión. Si las instituciones de

---

<sup>15</sup> Para los créditos a empresas sin calificación crediticia (de acuerdo con el Comité técnico de supervisión bancaria del BIS, 2004), la ponderación por riesgo que existe para los créditos que la banca comercial les otorga es de 100%. Lo anterior incide directamente sobre las tasas de interés que se tienen que pagar por el uso del financiamiento.

Calificación del crédito	AAA hasta AA-	A+ hasta A-	BBB+ hasta BB-	Inferior a BB-	No calificado
	20%	50%	100%	150%	100%

Fuente: BIS, 2004.

crédito no existieran, las empresas e individuos tendrían que acumular sus recursos antes de poder llevar a cabo estas actividades. Los países con sectores bancarios pequeños tienen un menor nivel de desarrollo. Dado que en México los mercados de capitales no están ampliamente desarrollados, el sector bancario resulta crucial para lograr un crecimiento económico sostenido.

La estabilidad en el otorgamiento de créditos por parte de la banca es otro elemento que resulta igualmente importante, pues una súbita interrupción de éste obstaculiza el financiamiento a la inversión e inhibe por tanto el crecimiento de una economía.

### **1.3.1 Banca comercial.**

Las pequeñas y medianas empresas enfrentan serias dificultades para acceder a créditos que les permitan financiar sus proyectos productivos, por tanto, dotar a este tipo de unidades de un adecuado acceso al financiamiento continuo es importante en el apoyo al crecimiento económico de un país.

Los servicios financieros con que la población y las empresas deben contar incluyen cuentas de ahorro y cheques, tarjetas de crédito y débito, servicios de pago, préstamos para consumo y capital de trabajo de corto plazo, préstamos de largo plazo para inversión en capital y activos fijos, hipotecas, servicios de transferencias, recepción y envío de remesas y productos de seguros, estos últimos muy importantes en el desarrollo del sector agrícola (Banco Mundial, 2005).

La carencia de este tipo de servicios significa costos para una sociedad, pues encarece un gran número de transacciones y hace más difícil acumular y mantener el valor de los ahorros. Ello también implica costos superiores por el pago de distintos servicios básicos y hace más difícil y caro obtener un préstamo.<sup>16</sup>

#### **a) Densidad Bancaria.**

La bancarización o densidad bancaria se refiere a la disponibilidad de servicios bancarios con que la población cuenta. Usualmente se mide mediante indicadores de proximidad geográfica, o bien, en relación al número de habitantes. A este respecto, algunos de los indicadores más ampliamente utilizados son tanto las sucursales bancarias como el

---

<sup>16</sup> Los principales instrumentos formales con los que cuenta la población de la Ciudad de México, de acuerdo con datos del Banco Mundial (2005) son: las tarjetas de débito y las AFORES, ambas relacionadas con el empleo formal. La mayor parte de los cuentahabientes se encuentra dentro del séptimo decil en la distribución del ingreso.

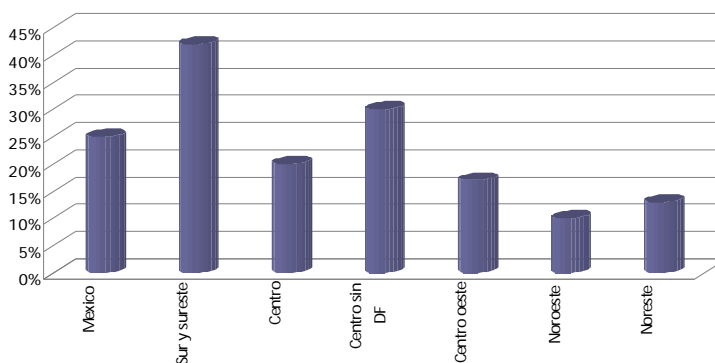
número de cajeros automáticos existentes por determinando número de personas (comúnmente 10 mil o 100 mil).

El sistema financiero en México, de acuerdo con datos del Banco Mundial (2005), continúa siendo superficial no sólo para los estratos más pobres de la población, sino también para grandes capas de la clase media y alta. Si bien es cierto que el 15% de la población más rica concentra las cuentas bancarias en el país, la mitad de los individuos del decil más rico carece de cuentas bancarias; también hay que decir que el 16% de los cuentahabientes tienen un ingreso menor a la media nacional, por lo que la población relativamente pobre también se muestra interesada en acceder a este tipo de cuentas.

De acuerdo con datos del IMCO (2005), cerca del 25% de la población en nuestro país vive en zonas donde no hay sucursales bancarias. Si se enfoca la zona sur y sureste, dicho porcentaje se eleva hasta cerca del 42% de la población. Los principales instrumentos financieros con que la población en general cuenta son tarjetas de crédito y cuentas de AFORES. Existe un reducido nivel de penetración reflejo de la escasa prioridad que las instituciones financieras asignan a la movilización de ahorros en pequeña escala y en general a sus bajos niveles de ingreso (ver gráfica 3).

Gráfica 3

Población en municipios sin sucursales (%)



Fuente: Instituto Mexicano de la Competitividad (IMCO), 2005.

En promedio, México cuenta con 0.99 sucursales por cada 10 mil habitantes, lo que lo sitúa en el mismo nivel que tienen países como Armenia o Filipinas (Banco Mundial, 2008); sin embargo, la penetración bancaria o bancarización varía entre las distintas entidades federativas del país. En Oaxaca y Chiapas existen 0.46 y 0.44 sucursales por cada 10 mil habitantes respectivamente, mientras que en el Distrito Federal y en Nuevo León son casi 2 por cada 10 mil habitantes. En cuanto al número de cajeros automáticos,

en promedio, existen en el país 2.75 por cada 10 mil habitantes, un nivel similar al de Albania y Nicaragua, (Banco Mundial 2008), (ver cuadro 3).

**Cuadro 3**  
**Sucursales y cajeros automáticos por cada 10 mil hab.**

	Sucursales por cada 10 mil hab.		Cajeros aut. por cada 10 mil hab.		Particip. % en el total nac. 2009/I	cartera vencida/cartera total %
	2005	2009/I	2005	2009/I		
<b>TOTAL NACIONAL</b>	0.772	0.991	2.218	2.753	97.59	1.07
Aguascalientes	0.685	0.858	2.591	2.969	0.62	2.30
Baja California	0.935	1.118	3.343	3.885	3.19	1.14
Baja California Sur	1.171	1.503	3.163	3.696	0.47	4.76
Campeche	0.676	0.804	1.881	2.626	0.31	1.60
Coahuila	0.918	1.149	3.242	4.161	1.79	3.08
Colima	1.074	1.281	3.521	3.129	0.14	1.80
Chiapas	0.363	0.439	0.745	0.976	0.26	3.58
Chihuahua	0.861	1.085	3.011	3.665	1.74	1.31
Distrito Federal	1.609	1.882	5.420	5.844	45.16	0.54
Durango	0.557	0.742	1.325	1.793	1.18	1.38
Guanajuato	0.707	0.918	1.800	2.085	1.96	1.62
Guerrero	0.507	0.624	1.018	1.423	0.20	5.77
Hidalgo	0.460	0.690	1.275	1.805	0.37	2.46
Jalisco	1.016	1.291	2.439	3.121	4.45	1.65
Estado de México	0.515	0.778	1.206	1.762	6.17	1.88
Michoacán	0.698	0.853	1.256	1.645	0.93	1.06
Morelos	0.775	1.069	2.034	2.460	0.40	3.46
Nayarit	0.600	0.846	1.327	2.197	0.48	0.96
Nuevo León	1.369	1.823	4.601	5.874	10.90	1.03
Oaxaca	0.411	0.462	0.798	1.036	0.19	2.99
Puebla	0.531	0.665	1.276	1.559	1.75	1.24
Querétaro Arteaga	0.619	1.011	2.897	3.522	0.76	3.23
Quintana Roo	0.810	1.172	3.796	5.312	1.60	0.52
San Luis Potosí	0.560	0.728	1.651	2.137	0.94	1.21
Sinaloa	0.870	1.210	2.009	2.522	2.84	1.05
Sonora	0.990	1.203	2.484	3.139	1.49	2.05
Tabasco	0.588	0.814	1.749	2.219	0.64	5.07
Tamaulipas	0.923	1.181	3.300	4.084	1.20	1.78
Tlaxcala	0.449	0.714	1.208	1.463	2.89	0.43
Veracruz	0.534	0.661	1.520	1.962	1.51	1.38
Yucatán	0.687	0.822	1.726	2.440	0.93	0.99
Zacatecas	0.643	0.725	1.250	1.544	0.13	3.39
Extranjero					2.41	7.11

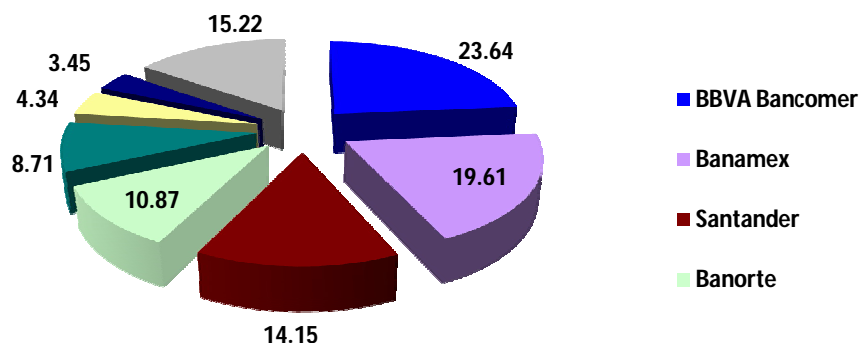
Fuente: Elaboración propia con datos de CNBV, CONAPO y BANXICO.

## b) Concentración de Activos y crédito.

La estructura de mercado que presenta el sistema bancario en México es oligopólica. Los siete bancos más grandes controlan cerca del 84% del total de activos de la banca múltiple y sólo los dos más grandes cerca de la mitad. El resto es controlado por 17 bancos medianos; 14 filiales pequeñas y bancos internacionales (5% de los activos) y, el restante 2% es propiedad de los bancos asociados a cadenas comerciales (BACC).<sup>17</sup> (Ver gráfica 4).

<sup>17</sup> Los siete bancos mayores son: BBVA, Banorte, Banamex, Santander, HSBC, Scotiabank-Inverlat e Inbursa. Los bancos medianos y pequeños son: Afirme, Mifel, Banco del Bajío, Interacciones, Invex, Banco regional de Monterrey, Ve por más, Bansi, Ixe, Compartamos, Monex, Autofin, Banco amigo, Banco Regional, Multiva y Consultoría Internacional Banco. Los bancos asociados a cadenas comerciales (BACC) son: Banco Azteca, Famsa, Banco Fácil, Bancoppel y Banco Wal-Mart. Las filiales pequeñas de bancos extranjeros son: ABN AMPRO, American Express, Credit Suisse, JP Morgan, Bank of America, Bank of Tokyo Mitsubishi, Deutsche Bank, GE Money Bank, ING bank, Barclays, Prudential, UBS Bank y Volkswagen Bank.

**Gráfica 4**  
**Sistema Bancario. Activos Totales**  
**Participación en el Mercado, 2009**  
 (%)



Fuente: CNBV, 2009.

En 2004, del total de los activos de la banca comercial, el 40% correspondía a créditos del sector y privado; los activos en el IPAB y la cartera de valores públicos representaba el 33%. Para el mismo 2004, dentro del total del crédito otorgado por la banca comercial y de acuerdo con datos de la CNBV, cerca del 57% de éstos correspondía al crédito comercial, el cual junto con el canalizado vía tarjetas de crédito, ascendió a cerca del 70% del total de créditos otorgados al sector privado de la economía (Banxico, 2005).

En 2005 el grueso de los créditos que la banca otorgó se canalizaron a crédito comercial, de consumo y vivienda con alrededor del 70% del total. El crédito al consumo para el año 2005 representó el 20% de la cartera de crédito, pero implicaba el 37% del total de los ingresos por intereses, siendo el más productivo para la banca en ese año (ver cuadro 4).

**Cuadro 4**  
**Ingresos por Intereses y su Relación con la Cartera**  
**Vigente de Crédito (porcentaje)**

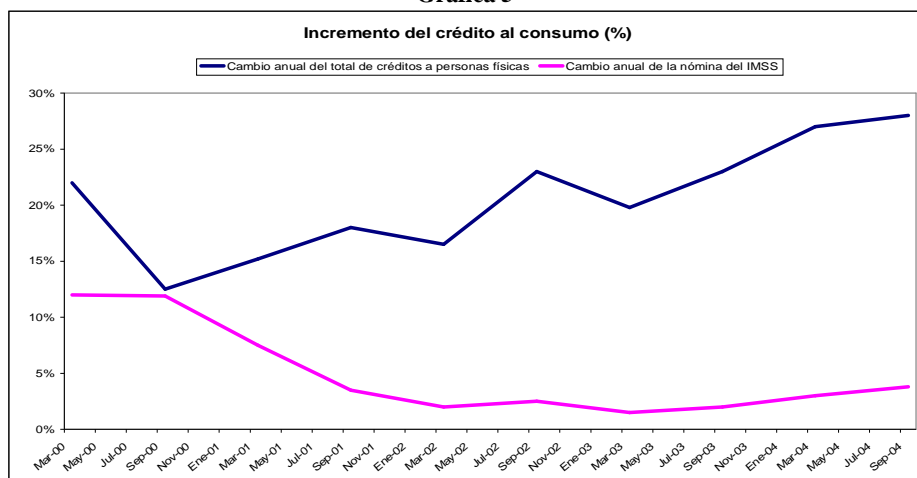
Año	Cartera de Crédito Vigente			Principales Ingresos por intereses			
	Cartera Total Vigente	Comercial	Consumo	Vivienda	Comercial	Consumo	Vivienda
2000	100.00	32.00	4.10	12.70	33.30	6.50	9.30
2001	100.00	31.20	5.90	12.40	27.60	10.30	9.70
2002	100.00	31.30	7.80	11.70	28.00	17.20	10.80
2003	100.00	31.40	11.60	11.00	26.00	25.70	10.40
2004	100.00	35.20	15.70	11.10	24.80	34.20	9.60
2005	100.00	35.60	20.20	12.90	27.90	37.00	9.00

Fuente: CONDUSEF, 2006.

El crédito al consumo había estado creciendo en forma constante desde finales del año 2000 a 2006. Sin embargo comparado con el incremento de los ingresos de los trabajadores formales no tiene relación alguna, es decir no es sostenible pues existe un

problema de calidad en cuanto al financiamiento otorgado por la banca comercial al sector privado (ver gráfica 5).

Gráfica 5

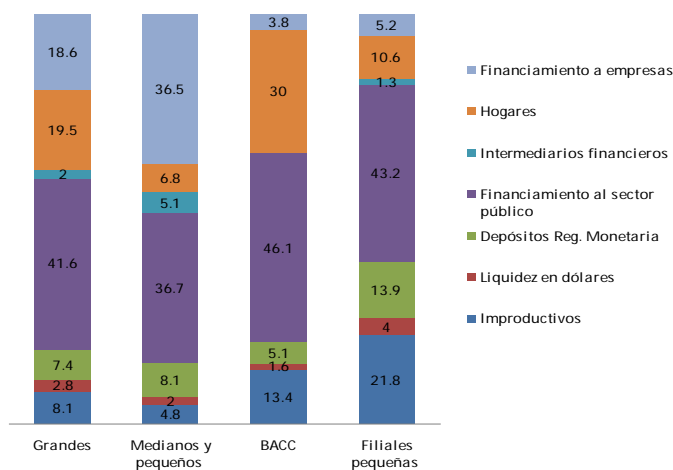


Fuente: IMCO, 2004.

Otro punto a destacar es la participación del financiamiento al sector público que se presenta en los bancos de todo tamaño en nuestro país. En 2007 en promedio, más el 40% de los activos de la banca múltiple se mantenía en valores gubernamentales, financiando de esta forma el gasto público (ver gráfica 6).

Gráfica 6

Estructura de los activos de la banca múltiple (2007)



Fuente: Banxico, Reporte del sistema financiero 2008.

En el conjunto de actividades financieras, el sector público continúa siendo un importante receptor de recursos por parte del sistema financiero, en 2007 por ejemplo, casi la mitad de los recursos existentes en el sistema financiero fueron utilizados por el gobierno

federal y los estados y municipios del país. Si bien de 2000 a 2007 el financiamiento dirigido hacia el sector público ha disminuido en forma importante, al pasar del 60.9% al 47.7% del total de recursos en el sistema financiero, los recursos liberados no han sido orientados a la esfera productiva, pues la participación de las empresas permanece casi sin cambios a lo largo del período. El rubro que se ve incrementado es el de financiamiento a hogares, compuesto principalmente por crédito al consumo (ver cuadro 5).

Cuadro 5

Usos y Fuentes de los Fondos Financieros									
Stocks como porcentaje del PIB									
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Fuentes totales</b>	<b>65.7</b>	<b>69.6</b>	<b>69.7</b>	<b>71.6</b>	<b>68.2</b>	<b>68.7</b>	<b>72.1</b>	<b>65.9</b>	<b>72.6</b>
<b>M4</b>	41.7	47	46.4	47.9	46.9	50.4	54.9	51	55.2
De residentes	40.8	46.3	45.8	47.3	45.7	48.7	53	48.5	52.4
SAR (1)	6.6	8.6	9.2	10.1	10.2	11.2	12.1	nd	nd
Resto	34.2	37.7	36.6	37.2	35.6	37.5	40.9	nd	nd
De no residentes	0.8	0.7	0.6	0.7	1.2	1.7	2	2.6	2.9
<b>Financiamiento externo</b>	24	22.6	23.3	23.7	21.3	18.4	17.1	15	17.3
<b>Usos Totales</b>	<b>65.7</b>	<b>69.6</b>	<b>69.7</b>	<b>71.6</b>	<b>68.2</b>	<b>68.7</b>	<b>72.1</b>	<b>66</b>	<b>72.6</b>
Reservas Internacionales	5.6	6.3	7.5	8.9	8.2	8.1	7.6	7.6	9.8
Sector Público (RFSP)	40	40.5	40.9	41.6	37.9	36.2	35.8	31.5	35.8
Estados y Municipios	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.4
Sector Privado	29	28.2	27.7	27.2	25.6	26	29.5	28.7	30.7
Hogares	8.9	9.4	9.7	10.1	10.6	11.6	13.7	12.8	12.4
Empresas	20.1	18.7	18	17.1	15	14.3	15.8	15.9	18.2
Otros(2)	-10.1	-6.7	-7.7	-7.6	-5	-3	-2.5	-3.1	-5
(1) Incluye lo mantenido por SIEFORES, ISSSTE y cuenta concentradora.									
(2) Se refiere a lo mantenido por otros intermediarios financieros, Banxico, INFONAVIT e IPAB entre otros.									
Fuente: BANXICO 2007, 2008.									

### c) Disponibilidad de Crédito.

Desde la crisis financiera de finales de 1994, el crédito bancario a empresas ha declinado su participación en el financiamiento total. A finales del 2006 la mayor parte de los créditos fluyeron hacia el sector servicios (55.3 % del total); por su parte, el crédito al sector manufacturero representó tan sólo el 26.5% (cuando en 2000 era del 37.7%) y el crédito al sector de la construcción pasó del 5.1 al 9.8% del total en 2006.

El crédito otorgado por los bancos al sector productivo ha disminuido a partir de la crisis de 1994, por lo que las empresas se han visto obligadas a recurrir al crédito de proveedores para financiar así sus actividades. El hecho de que las empresas obtengan este tipo de financiamiento hace que los flujos de caja disminuyan y así también su liquidez y con esto su capacidad de obtener financiamiento bancario.



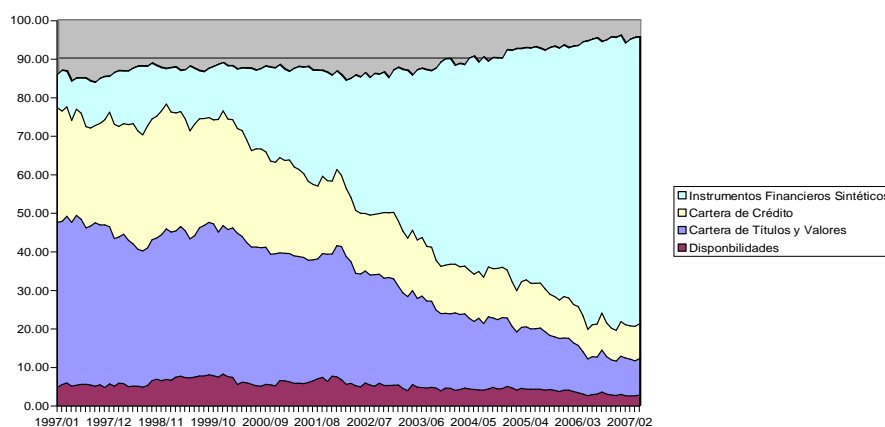
La disponibilidad de crédito para las empresas y personas físicas como proporción del total de créditos vigentes ha venido disminuyendo durante los últimos años. Ha pasado de representar el 68% del total del crédito vigente en 2002 al 47% en el año 2005. Por otra parte el crédito al consumo, principalmente en tarjetas de crédito ha casi duplicado su participación en el total de la cartera en el mismo lapso de tiempo.

En 2006, sólo la cuarta parte de las empresas encuestadas por el Banco de México utilizó crédito bancario, de éstas el 65% utilizó los créditos para financiar su capital de trabajo y sólo alrededor del 14% para inversión. La principal fuente de financiamiento para las empresas continúa siendo el crédito otorgado por los proveedores que representa poco más del 60% del financiamiento de las empresas en nuestro país. En promedio cerca del 83% de las empresas encuestadas otorgan crédito principalmente a sus clientes (70%) y el resto a sus proveedores y otras empresas del mismo grupo. El plazo de los créditos que se otorgan las empresas es alrededor de los 61 días (ver anexo cuadro A8).

Claramente la banca comercial ha perdido interés en las actividades de intermediación de ahorros y dedica sus esfuerzos a la intermediación de valores gubernamentales y de productos financieros sintéticos (opciones, futuros, *forwards* y *swaps*). Hay que destacar que la tenencia de bonos gubernamentales, así como las operaciones con instrumentos derivados no obliga a los bancos a establecer reservas, lo cual incrementa su rentabilidad<sup>18</sup>, (ver gráfica 7).

Gráfica 7

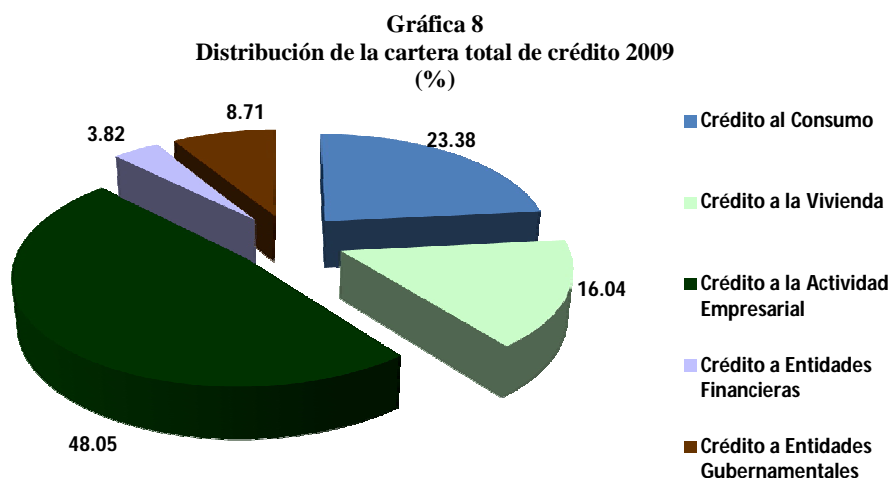
Evolución de los principales componentes de los recursos de la banca comercial en México (millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI, 2007.

<sup>18</sup> El incremento en la tenencia de valores y derivados, es en parte, resultado de la aplicación de las medidas y normas del Comité de Basilea, el cual establece que los riesgos de crédito que los bancos asumen, deben estar cubiertos por derechos de “primera prelación, en todo o en parte mediante efectivo o valores”. Además el crédito puede estar “cubierto por un tercero, o el banco puede comprar un derivado del crédito para compensar diversas clases de riesgo de crédito” (BIS, 2004).

Para el primer trimestre de 2009, la composición del crédito que otorga la banca comercial en el país es la siguiente: 23.38% se destina a consumo, 16.04% a vivienda, 48.05% a actividades empresariales y comerciales, 3.82% a entidades financieras y 8.71% a entidades gubernamentales. Destaca que ante la crisis financiera internacional, el crédito al consumo se redujo alrededor del 5% en lo que va del año, mientras que el crédito a la actividad empresarial creció un 4% con respecto a diciembre de 2008.



Fuente: CNBV, 2009.

#### d) Captación.

En cuanto a los pasivos bancarios, la captación en ventanilla es uno de los rubros que se han incrementado en los últimos años, en 2004 representó poco más del 40% dentro del total de la captación del sistema bancario; otro de los rubros importantes a este respecto es el de los reportos que para ese mismo año representó poco más del 30% del total de la captación, este último asociado al uso de instrumentos financieros sintéticos. El mercado de dinero ha visto disminuida su importancia dentro de la captación bancaria, pues de 2000 a 2004 su participación pasó del 19 al 11%.

En 2005, las principales fuentes de fondeo de la banca comercial fueron los depósitos de exigibilidad inmediata con cerca del 48% y los depósitos a plazo con alrededor del 42%, es decir, representan pasivos con un costo real muy bajo para el sistema bancario en su conjunto.

Los depósitos de exigibilidad inmediata pasaron de representar el 31% en 2000, al 51% en 2006. La relación entre depósitos con intereses sobre depósitos sin intereses ha pasado de 4.1 a 2.4 (ver cuadro 6).

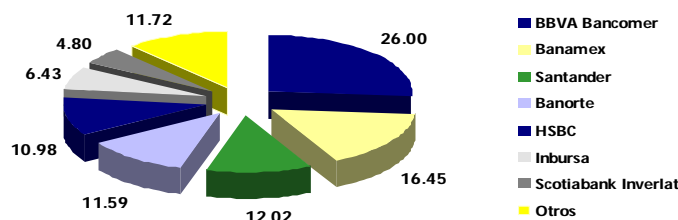
**Cuadro 6**  
Captación de Recursos de la Banca Múltiple 2000-2006 (%)

Concepto	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Captación Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Depósitos de exigibilidad inmediata</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>51</b>
Con interés	25	28	32	33	33	35	36
Sin interés	6	8	9	10	10	12	15
Provenientes de recaudación de contribuciones	0	0	0	0	0	0	0
<b>Plazo</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>41</b>	<b>39</b>
<b>Otros*</b>	<b>23</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>Depósitos con intereses / depósitos sin intereses</b>	<b>4.11</b>	<b>3.77</b>	<b>3.42</b>	<b>3.2</b>	<b>3.26</b>	<b>2.85</b>	<b>2.39</b>

\* Otros conceptos se componen de bonos bancarios en circulación, préstamos interbancarios, obligaciones subordinadas y reportos  
Fuente: CONDUSEF

En la actualidad, cerca del 90 por ciento de la captación total del sistema bancario la realizan los 7 bancos principales, de ellos, BBVA Bancomer es quien tiene una mayor participación con cerca del 26 por ciento del total (ver gráfica 9).

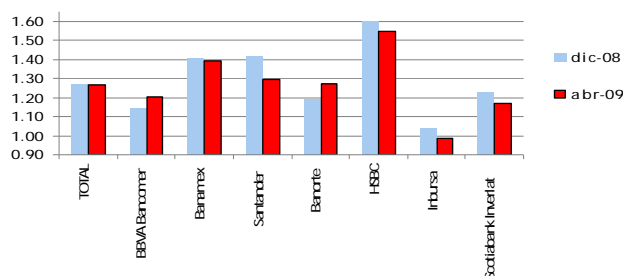
**Gráfica 9**  
Composición de la Captación en México. Abril de 2009 (%)



Fuente: CNBV, 2009.

En los recursos que la banca comercial capta respecto de los que otorga en préstamo, se observa que la captación supera casi en todos los casos a los préstamos, a excepción de Inbursa, donde la relación es prácticamente 1, lo anterior da cuenta de la aversión al riesgo por parte de la banca comercial y de que el crédito bancario se encuentra deprimido (ver gráfica 10).

**Gráfica 10**  
Captación / Cartera de Créditos. Diciembre de 2008 a Abril de 2009



Fuente: CNBV, 2008 y 2009.

De 1995 a 2007, el financiamiento total al sector privado no financiero pasó de representar el 62.8% del PIB al 32.6, es decir, significa que el sistema financiero destina casi 50% menos recursos de los que asignaba hace casi 13 años. El financiamiento interno pasó del 49.7% al 25.1% con respecto al PIB en el mismo período, es decir, 50% menos que en 1995. El crédito a los hogares se ha recuperado hasta alcanzar prácticamente el mismo nivel de 1995 cuando llegó a los 14.8% como porcentaje del PIB, sin embargo, aunque en proporción parece no haber variado su composición, sí lo ha hecho. Al inicio del período el crédito al consumo representaba el 16% del crédito total a hogares y el resto (84%) se destinaba a crédito a la vivienda. Para 2007, el primero era del 37% (es decir se duplicó), y el segundo bajo al 63% del total. El financiamiento interno a las empresas ha pasado del 35% del PIB en 1995 al 10.4% en 2007, es decir, representa una caída de poco más del 70% (ver cuadro 7).

Cuadro 7  
Financiamiento Total al Sector Privado no Financiero

	por ciento del PIB						Δ% real anual	
	dic-95	dic-00	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	Dic-05-Dic-08
<b>Financiamiento Total al Sector Privado no Financiero</b>	62.8	30.5	27.6	27.9	26.9	28.6	30.7	-51.1
<b>Externo</b>	13.0	9.5	7.1	6.8	6.7	6.6	8.0	-38.5
Financiamiento externo directo	7.7	5.9	4.9	4.3	4.6	4.4	5.7	-26.0
Emisión de deuda colocada en el Exterior	5.4	3.6	2.2	2.5	2.0	2.2	2.3	-57.4
<b>Interno</b>	49.7	21.1	20.5	21.1	20.3	22.1	22.7	-54.3
<b>de bancos comerciales</b>	38.1	12.7	9.4	10.3	10.9	13.0	13.7	-64.0
<b>de bancos de desarrollo</b>					0.5	0.4	0.6	
<b>de otros intermediarios</b>	7.5	2.9	3.6	3.6	2.5	2.1	1.7	-77.3
<b>Emisión de instrumentos de deuda</b>	1.0	1.5	2.1	2.0	1.7	1.7	1.8	80.0
<b>de INFONAVIT</b>	3.2	4.0	5.3	5.1	4.6	4.8	4.9	53.1
<b>Hogares</b>	14.8	9.4	11.4	12.4	12.2	12.8	12.5	-15.5
Consumo	2.4	1.1	2.8	3.7	4.1	4.7	4.4	83.3
Vivienda	12.4	8.2	8.6	8.7	8.0	8.1	8.1	-34.7
<b>Empresas</b>	48.0	21.2	16.2	15.4	14.8	15.8	18.2	-62.1
Financiamiento externo	13.0	9.5	7.1	6.8	6.7	6.6	8.0	-38.5
Financiamiento interno	35.0	11.7	9.1	8.6	8.1	9.3	10.3	-70.6
Financiamiento externo expresado en dólares	--	--			--	--		

Fuente: Banxico, Informe anual varios años

Nota: Cifras sujetas a revisión. Los saldos están expresados en por ciento del PIB promedio anual. Los saldos y los datos en por ciento del PIB pueden no coincidir con las sumas de sus componentes debido al redondeo de las cifras.

1/ Incluye proveedores extranjeros de empresas, crédito de banca comercial externa y otros acreedores. Fuente: Balanza de Pagos, no incluye PIDIREGAS de PEMEX.

2/ Papel comercial, bonos y colocaciones en el exterior. Fuente: Balanza de Pagos, no incluye PIDIREGAS de PEMEX.

3/ Incluye cartera de crédito total e intereses devengados y cartera asociada a programas de reestructura (UDIs y EPF IPAB-FOBAPROA).

4/ Incluye el crédito otorgado por la banca de desarrollo, empresas de factoraje, arrendadoras, uniones de crédito, SAPS y Sofoles. Excluye a los intermediarios financieros que se convirtieron en Sofomes.

5/ Corresponde a la cartera hipotecaria vigente y vencida del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT).

6/ Incluye Personas Físicas con Actividad Empresarial.

7/ El total del financiamiento otorgado por Factorajes, Arrendadoras y Uniones de Créditos se incluye dentro del financiamiento interno a empresas. El financiamiento otorgado por SAPS no se asigna a empresas ya que principalmente se destina a hogares.

8/ Expresado en millones de dólares. Variación nominal. No incluye PIDIREGAS de PEMEX.

Sin embargo, comparando 1995 con 2008, como porcentaje del PIB, el financiamiento total al sector privado no financiero presenta una caída del 51.1%, en lo que respecta al crédito a las empresas su contracción fue de poco más del 62%. Por otra parte, el crédito al consumo es uno de los que presenta los mayores incrementos, con un 83% al igual que el otorgado por INFONAVIT con un 53% de crecimiento a lo largo del período.

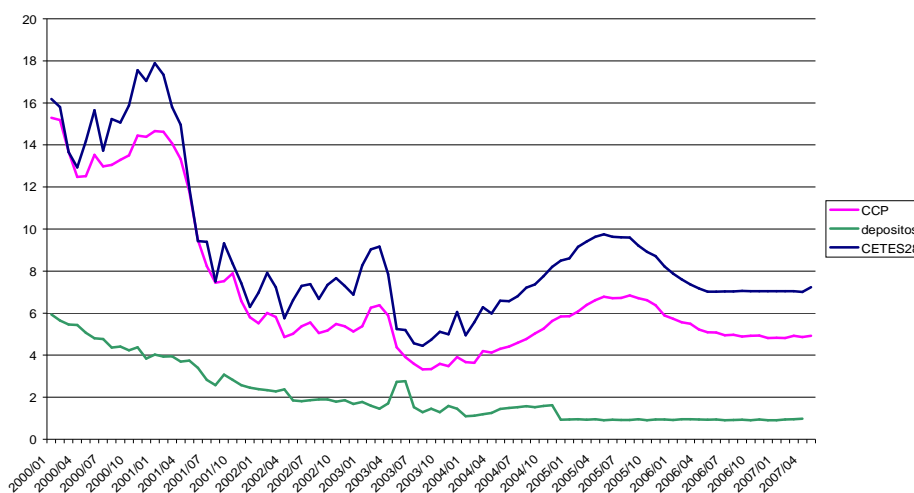
**e) Rendimientos bancarios y financiamiento productivo.**

Las utilidades bancarias no han disminuido a pesar de que los créditos no han fluido al sector productivo, lo anterior se explica en parte, por el incremento de servicios bancarios que se constituyeron como una fuente de ingresos hacia los bancos; los pagarés gubernamentales que respaldan los pasivos vendidos al Fobaproa se convirtieron en una fuente importante de utilidades; las fusiones con bancos extranjeros permitieron capitalizar a los bancos pero el otorgamiento de nuevos créditos se ha relegado.

En la siguiente gráfica se puede observar cómo la simple tenencia de Cetes y las bajas tasas de depósito que los bancos pagan a los ahorradores, hacen que reciban una renta monopólica (con cargo al erario) y afectando además la disponibilidad de crédito para el resto de la economía (ver gráfica 11).

**Gráfica 11**

Tasa de Cetes, Costo Porcentual de Captación y Tasa de Depósitos



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, 2007.

En general desde que el proceso de liberalización de 1989 inició, la tasa de interés real se ha mantenido positiva. Sin embargo, son sólo los grandes ahorradores los que tienen la posibilidad de recibir dichas tasas, para el resto de la población la tasa de interés que reciben del sistema bancario sigue siendo negativa, la tasa de interés de depósito no ha alcanzado el nivel de la tasa de interés real. Parece que la liberalización financiera sólo ha beneficiado a los grandes ahorradores e inversionistas en el sistema financiero pero no al promedio de los ahorradores en mexicanos.

En cuanto a las tasas de interés, cabe resaltar que las tasas activas de la banca comercial en México para los créditos hipotecarios, personales y empresariales, prácticamente duplican a las que cobran sus principales socios comerciales; lo anterior es una prueba

palmaria de que aún con tasas bajas de inflación como las alcanzadas por nuestro país en los últimos años no es suficiente para que las tasas de interés que cobran los bancos disminuyan (Condusef, 2006).

En lo que respecta a los intereses por créditos al consumo, HSBC por ejemplo, carga un costo anual total (CAT) por tarjeta de crédito en México de 77%, mientras que en el reino Unido éste es de sólo el 16%. Scotiabank cobra por el mismo producto 77% en el país y sólo 18% en Canadá. Por su parte BBVA carga el 80% aquí y el 25% en España; finalmente Citibank cobra el 85% en nuestro país y el 9% en Estados Unidos (ver cuadro 8).

**Cuadro 8**  
**Costo Anual Total de tarjetas de crédito (CAT)**

HSBC Mexico	77%
HSBC UK	16%
Scotiabank Mexio	77%
Scotiabank Canadá	18%
BBVA Mexico	80%
BBVA España	25%
Citibank Banamex Mexico	85%
Citibank USA	9%

CAT incluye anualidad, apertura, reposición, retiro de efectivo en diferentes modalidades, gastos de cobranza entre otros.

Fuente: Condusef, 2004.

Dentro de los factores que explican el alto diferencial de tasas de interés en México en comparación con otros países, se encuentran: la menor competencia en el otorgamiento de créditos, así como en la captación de ahorro; un riesgo crediticio relativamente mayor y altos costos de recuperación de créditos problemáticos.

Otra fuente importante de ingresos bancarios son las comisiones. En 2004, por ejemplo, representaron alrededor del 39% de los ingresos totales de la banca en nuestro país (muy por encima del 30% de España y Francia) mucho mayor al porcentaje que le representaban a la misma banca comercial en nuestro país en 1991 (13%)

**Cuadro 9**  
**Comisiones bancarias sobre ingresos totales**

Estados Unidos	44%	
Brasil	36%	
Inglaterra	36%	
Francia	33%	
España	30%	
México	2004	39%
México	1999	31%
México	1991	13%

Fuente: CONDUSEF, 2005

La comisión anual por tener una tarjeta de crédito es mayor (más del doble) en México que en Estados Unidos, Canadá o Reino Unido, países cuyo ingreso *per cápita* es casi 5 veces superior al nuestro. La banca en México (de propiedad extranjera en poco más del 80%), no trata de la misma forma a los clientes de sus países de origen, los cobros que hace por la prestación de sus servicios en nuestro territorio, son superiores a aquellos que hace en su nación de origen aún cuando nuestros niveles de ingreso promedio son mucho menores<sup>19</sup> (ver cuadro 9).

En 2005, las comisiones netas representaron cerca del 40% del margen financiero, de 2000 a 2005, el promedio fue un poco mayor, cercano a los 42.5%. Mientras que en 2000, 11 centavos de cada peso de ingreso se convertían en utilidades de operación, para 2006 eran ya 44 centavos de cada peso.

Otros de los factores que influyen en los altos costos que tienen que pagar los clientes por el uso de los servicios bancarios son: el bajo nivel de bancarización, pues al no existir información crediticia sobre los nuevos clientes de los bancos, los costos y riesgos de los bancos, son mayores cuando éstos quieren expandirse. El Banco de México identifica al alto costo regulatorio como un factor adicional que afecta negativamente a los usuarios de la banca en México, pues la base y la prima sobre la que se cobra el seguro de depósito en nuestro país es superior a la de otros países.

Los servicios financieros son controlados por siete bancos, sólo entre BBVA y Banamex concentran casi el 50% del total de comisiones y tarifas cobradas en 2008. Para el total del sistema bancario las comisiones y tarifas cobradas representan el 42.6% de sus ingresos de operación.

Cuadro 10

Comisiones y Tarifas Cobradas (millones de pesos)														
Institución	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2008	%
BBVA Bancomer	7,545	30.7	8,488	29.7	10,486	28.9	12,240	28.6	13,056	26.2	14,755	26.0	23,711.7	27.9
Banamex	7,460	30.4	9,131	32.0	12,061	33.2	13,268	31.0	15,254	30.6	14,692	25.9	18,225.0	21.4
Santander Serfin	2,783	11.3	2,960	10.4	3,729	10.3	4,729	11.0	5,672	11.4	7,082	12.5	11,783.7	13.9
HSBC	3,118	12.7	3,273	11.5	1,023	2.8	5,561	13.0	6,226	12.5	7,564	13.3	11,723.3	13.8
Banorte	1,033	4.2	1,055	3.7	2,235	6.2	2,511	5.9	3,263	6.6	4,417	7.8	7,856.6	9.2
Scotiabank Inverlat	711	2.9	711	2.5	893	2.5	1,049	2.4	1,106	2.2	1,754	3.1	2,292.8	2.7
Inbursa	474	1.9	629	2.2	389	1.1	838	2.0	1,058	2.1	596	1.1	2,326.8	2.7
Subtotal de 7 bancos	22,413	91.2	26,248	91.9	33,815	93.1	40,195	93.9	45,635	91.6	50,860	89.7	77,919.9	91.6
TOTAL	24,573	100.0	28,570	100.0	36,340	100.0	42,824	100.0	49,815	100.0	56,674	100.0	85,035.0	100.0

Fuente: Elaboración propia con datos de CONDUSEF, 2006 y Banxico 2009

<sup>19</sup> La parte de dichas comisiones correspondiente a los créditos al consumo fue de cerca del 50% del total de comisiones cobradas; el cobro por servicios de ventanilla representó cerca del 10%; las operaciones interbancarias el 17% y las cobradas por el uso de tarjetas de débito el 22%.

Las características oligopólicas muy marcadas en el sistema bancario del país, inciden de forma importante en el costo que los usuarios deben pagar y en el escaso crédito que otorgan.

En cuanto a la rentabilidad de los bancos comerciales, para 2006 las utilidades de operación fueron de alrededor de los 99.8 mil millones de pesos (22.5 % más en términos reales que el año anterior). Las utilidades netas fueron de cerca de los 66.7 mil millones de pesos (33.8% más en términos reales en el mismo período). El rendimiento neto como proporción del capital contable (ROE) para 2006 fue de 24.3 % y como proporción de sus activos fue del 2.3% (para los 6 bancos más grandes, Banxico, 2007).

Para 2008, los siete bancos más grandes obtuvieron arriba del 91.6% de las utilidades netas generadas por la banca comercial en nuestro país.

Cuadro 11

Institución	Utilidad Neta de la Banca Múltiple (millones de pesos)													
	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2008	%
BBVA Bancomer	1,468	10.9	5,098	41.2	5,400	47.9	6,211	21.2	5,624	22.2	8,517	17.7	18,520.4	35.2
Banamex	8,496	63.2	423	3.4	-110	-1.0	9,314	31.8	2,993	11.8	14,653	30.5	7,781.6	14.8
Santander Serfin	1,975	14.7	4,905	39.7	5,625	49.9	6,090	20.8	5,845	23.0	6,738	14.0	7,772.2	14.8
HSBC	740	5.5	401	3.2	191	1.7	1,553	5.3	3,100	12.2	4,200	8.8	2,631.7	5.0
Banorte	723	5.4	347	2.8	1,470	13.0	1,003	3.4	1,854	7.3	4,743	9.9	6,723.4	12.8
Scotiabank Inverlat		0.0	637	5.2	1,104	9.8	1,743	5.9	2,224	8.8	3,414	7.1	3,130.0	6.0
Inbursa	982	7.3	1,091	8.8	2,157	19.1	522	1.8	1,313	5.2	1,034	2.2	1,626.5	3.1
Subtotal de 7 bancos	14,484	107.7	12,902	104.3	15,837	140.4	26,436	90.2	22,953	90.4	43,314	90.2	48,185.8	91.6
TOTAL	13,452	100.0	12,365	100.0	11,283	100.0	29,302	100.0	25,377	100.0	47,999	100.0	52,592.0	100.0
Total 7 bancos /TOTAL	107.67	0.8	104.34	0.8	140.36	1.2	90.22	0.3	90.45	0.4	90.24	0.2	91.62	0.2

Fuente: Elaboración propia con datos de CONDUSEF, 2006 y Banxico 2009.

En comparación con la banca de otros países, la banca mexicana presenta mayores niveles de rentabilidad que la banca de los países desarrollados, pero menores a los de países de la región como Brasil, Perú y Colombia (columnas D y F). Otra de las características de la banca mexicana es su bajo nivel de riesgo y los altos niveles que aún así obtiene (columna C). De acuerdo al Banxico (2008), los ingresos de la banca mexicana por margen financiero y comisiones son superiores a los de países como Estados Unidos, Canadá, España y Chile, pero menores a los de Brasil y Perú, como resultado de la menor competencia que existe en el país y a que el proceso de bancarización se ha orientado a segmentos de la población más riesgosos (ver cuadro 12).



**Cuadro 12 Componentes de la rentabilidad bancaria  
Comparativo internacional**

	Utilidad de operación / ingresos totales		Ingresos totales / APR		APR/ activos totales		Utilidad de operación / Activos totales		Activos totales / capital		Utilidad de operación / capital contable		Índice de eficiencia		Provisiones / ingresos totales	
	A	X	B	X	C	X =	D	X	E	=	F	G	H			
	%	%	%	%	%	%	%	%	veces	%	%	%	%			
<b>Perú</b>	38.2	13.1	68.2	3.4	11.2	38.3	49.7	11.3								
<b>Brasil</b>	27.4	15.3	68.1	2.9	10.4	29.7	50.2	16.4								
<b>Colombia</b>	32.5	10.9	81	2.9	9.2	26.4	56	34.4								
<b>México</b>	33	11.4	64.2	2.4	9.8	23.8	50.5	21.6								
<b>Canadá</b>	38.9	6.2	43.9	1.1	22	23.3	73.9	5.4								
<b>Chile</b>	31.5	5.7	76.7	1.4	14.1	19.2	49.8	22.9								
<b>Estados Unidos</b>	36.5	4.8	78.6	1.4	9.7	13.4	45.1	14.3								

Cifras a diciembre de 2007.

1/ Véase también el Cuadro 8 de este Reporte.

2/ Activos Ponderados por Riesgo (APR): son aquellos cuyo valor cambia cuando varían las tasas de interés, el tipo de cambio o la calidad crediticia de los acreditados.

3/ Se define como la razón de gastos administrativos entre ingresos totales.

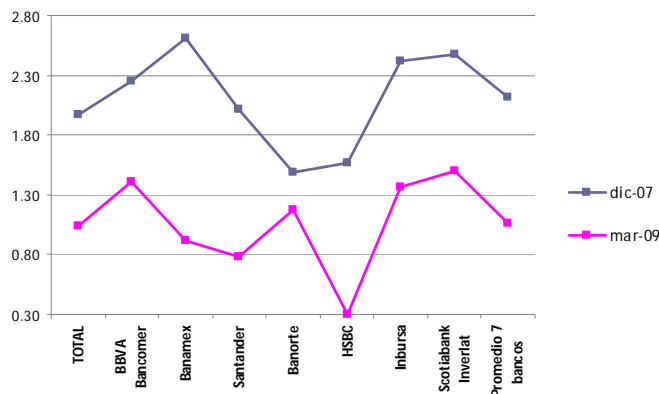
Fuente: Banxico, Reporte del sistema financiero 2008

De acuerdo al Banxico (2007), una forma de medir la competitividad de los bancos es la relación entre gastos administrativos y activos totales. Dicho indicador, mantiene en México un valor de 3.7; para Colombia de 5.3; Perú 4.5; Chile 2.1; 1.8 en Estados Unidos; 2.1 en Canadá y 1.0 en España. El riesgo crediticio (en 2006) medido mediante el índice de morosidad presentó un valor de 2.4 para México; 2.0 para Colombia; 1.9 en Estados Unidos; 1.6 en Perú; 0.8 en Chile; 0.6 en España y 0.4 en Canadá.

Los gastos de administración (como proporción de los ingresos) de la banca mexicana son mayores a aquellos de los Estados Unidos y América Latina (columna G) y los gastos por provisiones son mayores que en los países desarrollados (columna H), (Banxico, 2008). Para el caso de nuestro país, destaca el bajo grado de apalancamiento (columna E), el bajo perfil de riesgo y los altos niveles de rentabilidad de la banca.

Durante el último año, los rendimientos del sistema bancario se han visto reducidos sensiblemente. Contrario a las pérdidas en que han incurrido en algunas de sus oficinas matrices en países desarrollados, los rendimientos en México (aunque menores) continúan siendo positivos (ver gráfica 12).

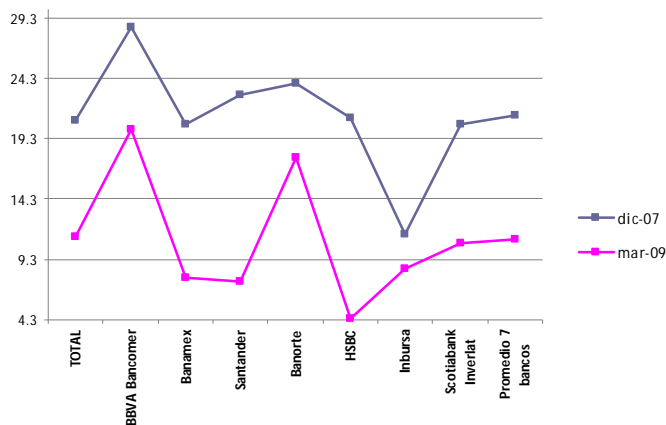
Gráfica 12  
ROA (retorno sobre activos) 2007-2009/1  
%



Fuente: CNBV, 2007 a 2009.

Comparando diciembre de 2007 con marzo del presente año para los 7 bancos más grandes, en promedio, los rendimientos presentan una caída cercana al 50% en el caso del ROA (rendimiento sobre activo), y una disminución de cerca del 48% en el caso del ROE (rendimiento sobre capital), (ver gráfica 13).

Gráfica 13  
ROE (retorno sobre capital) 2007-2009/1  
(%)



Fuente: CNBV, 2007 a 2009.

Para el total del sistema bancario las disminuciones fueron de alrededor del 47 y 46% respectivamente.

En lo que respecta al crecimiento de los agregados monetarios con respecto al PIB, es posible observar que los excedentes monetarios se canalizan al sector financiero formal de la economía, pero ello no significa necesariamente un mayor financiamiento para la

inversión productiva pues para el caso de nuestro país, las empresas utilizan un canal informal, no financiero (proveedores) y cuyo financiamiento es para capital de trabajo y no para inversión productiva.

El agregado monetario M4 que mide el ahorro financiero en instrumentos internos, creció 10.4% en términos reales en 2005 (superior al 7.5% del año anterior). En tanto que el ahorro financiero de los residentes (M2), representó el 49% del PIB (7.9% más que en el 2000, de acuerdo a Banxico). De acuerdo a Banxico, el ahorro financiero forzoso representó el 12% del PIB en 2005, creciendo a una tasa real anual de 14.2% con respecto al año anterior.

Para 2008, el M4 representó cerca del 50% del PIB, cuando en 1994 promediaba el 44% (un incremento del 13.6%), sin embargo, el crédito al sector privado como proporción del PIB se redujo un 51% comparado en el mismo período (ver cuadro 12).

**Cuadro 13**  
**Agregados monetarios**  
**Saldos como porcentaje del PIB**

	<b>Base monetaria</b>	<b>M1</b>	<b>M2</b>	<b>M3</b>	<b>M4</b>
1994	3.17	10.44	35.01	40.7	43.93
1995	2.73	7.51	34.01	37.49	41.33
1996	2.49	7.51	34.43	35.36	38.78
1997	2.63	8.41	35.74	36.71	39.25
1998	2.69	8.55	37.73	38.52	40.75
1999	2.85	8.59	40.1	40.51	42.2
2000	2.99	8.74	40.03	40.37	41.57
2001	3.17	9.52	43.32	43.75	44.75
2002	3.44	10.47	45.2	45.61	46.25
2003	3.3	9.71	41.81	42.28	42.76
2004	3.31	9.75	41.25	41.99	42.41
2005	3.44	10.04	43.38	44.68	45.11
2006	3.57	10.35	44.28	45.86	46.29
2007	3.73	10.51	45.34	47.21	47.78
2008	3.88	10.51	46.53	49.24	49.85

Fuente: Banxico, 2008.

El ahorro financiero de los no residentes es la principal causa del incremento en el ahorro financiero total medido vía los agregados monetarios. Sin embargo este mayor ahorro financiero como se observa no se está canalizando a incrementar la inversión productiva.

### **1.3.2 Banca de Desarrollo.**

En nuestro país la banca de desarrollo existe desde la década de los veinte y desde entonces es un instrumento de política económica nacional. Fue creada para proveer servicios financieros a los sectores prioritarios de la nación (CNBV, 2005). La banca de desarrollo ha pasado por tres etapas en su desempeño, primero se dedicó a la reconstrucción material del país tras la Revolución, después se concentró en la estrategia

de sustitución de importaciones y en las últimas dos décadas ha tratado de apoyar la modernización de los sectores productivos y de insertar la economía mexicana en los mercados mundiales.

Los bancos de desarrollo son instituciones que tienen como principio fundamental promover y fomentar el desarrollo económico en sectores y regiones con escasez de recursos financieros o en las que el sector privado ha fallado en atender para promover el bienestar social.

En la actualidad se cuenta con seis bancos de desarrollo que ponen atención en las necesidades de la pequeña y mediana empresa, la obra pública, el comercio exterior, la vivienda y la promoción de ahorro y crédito popular.<sup>20</sup> Estos bancos son Nafin (encargado de la promoción y el desarrollo industrial y regional atendiendo a pequeñas y medianas empresas y de carácter estratégico), Bancomext (se especializa en el comercio exterior con apoyos crediticios y asesoría técnica), Banobras (enfoca sus actividades en otorgar créditos para infraestructura a estados y municipios), Sociedad Hipotecaria Federal (SHF, es fiduciaria del Fondo de Operación y financiamiento a la vivienda, FOVI y su propósito es actuar con los agentes públicos y privados para ampliar la cobertura y mejorar la calidad de la vivienda), Banjército (se encarga del financiamiento de las actividades del ejército y fuerzas armadas, así como en los servicios bancarios que requieren sus empleados), Financiera Rural (FR, sustituyó a Banrural tras su liquidación y orienta las actividades financieras del campo: agropecuarias, forestales, pesca y otras vinculadas al medio rural), y el Banco de Ahorro Nacional y Servicios Financieros (Bansefi), encargado de promover el acceso de servicios financieros a estratos de la población de bajos ingresos.

En el modelo económico neoliberal a la banca de desarrollo no se le permite constituirse en el poderoso instrumento de desarrollo que podría ser. Los gobiernos desde 1983, han buscado redimensionar las actividades de la banca de desarrollo y han procurado que éstas no interfieran ni compitan con las realizadas por la banca comercial.

---

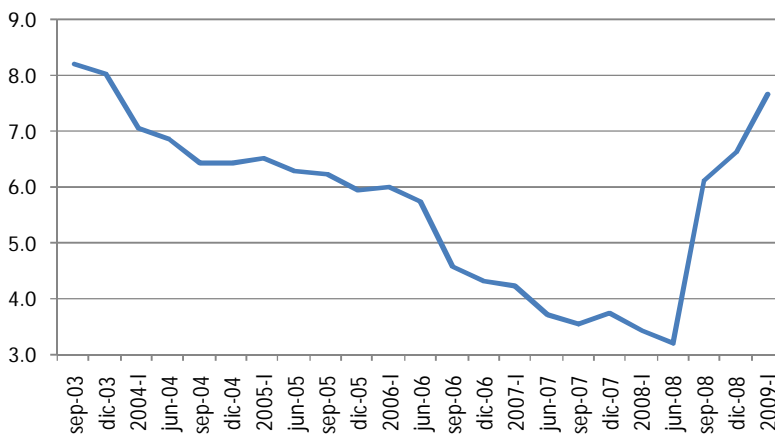
<sup>20</sup> Desde 1926 se crearon una gran cantidad de bancos nacionales de desarrollo aunque en la actualidad son sólo seis los principales: 1926, Banco Nacional de Crédito Agrícola; 1933, Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas; 1934, Nacional Financiera; 1935, Banco Nacional de Crédito Ejidal; 1937, Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos; 1937, Bancomext; 1937, Banco Obrero de Comercio Industrial; 1941, Banco Nacional de Fomento Corporativo; 1941, Banco del Pequeño Comercio del DF; 1943, Fondo de garantía de operaciones de crédito agrícola; 1946, Banco Nacional del Ejército y la Armada; 1947, Banco Nacional Cinematográfico; 1950, Patronato de Ahorro Nacional; 1953, Banco Nacional del Transporte; 1954, Fondo de garantía y fomento a la avicultura; 1957, Fondo de garantía y fomento al turismo; 1965, Banco Nacional Agropecuario; 1975, Banco Nacional de Crédito Rural.

La banca de desarrollo se ha venido desempeñando como una banca de segundo piso, es decir, corresponde a la banca privada promover y otorgar este tipo de recursos, actividad que en realidad no desempeñan.

Los activos con los que contaba la banca de desarrollo en nuestro país en el cuarto trimestre de 2005 ascendían a los 580,203 mdp (alrededor del 7% del PIB). Al cierre de diciembre de 2006, los activos fueron de 465,391 mdp, es decir, 114,812 mdp menos (22.91%) en relación con el mismo saldo de un año anterior. El total de activos de la banca de desarrollo en 2007 (442,076 mdp), representa una disminución de cerca del 8.5% con respecto al año anterior (ver gráfica 20).

Los activos de la banca de desarrollo han presentado una marcada tendencia a la baja, de septiembre de 2003 a junio de 2008, la caída en los activos totales con respecto al PIB fue de poco más del 60%. A partir de esa fecha los activos de la banca pública en relación con el PIB crecen de nuevo principalmente por la mayor inversión en valores que desde entonces presentan en sus balances, así como a una mayor cartera de crédito en los últimos meses.

Gráfica 14  
Activos de la Banca de Desarrollo / PIB

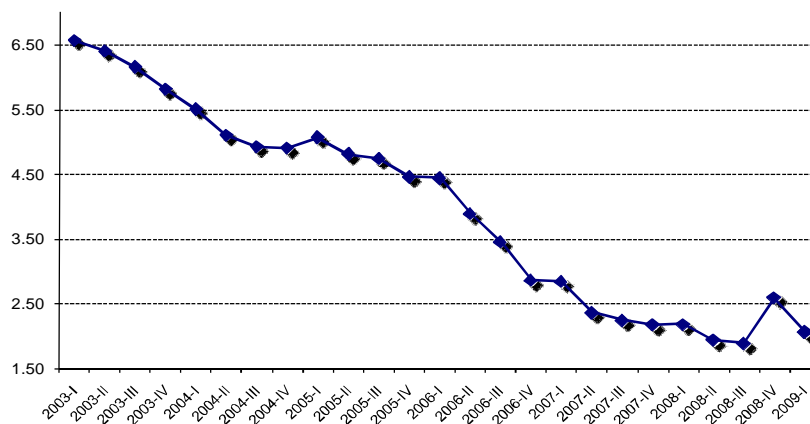


Fuente: CNBV, 2008.

La cartera de crédito de la banca de desarrollo al cuarto trimestre de 2005 se situó en 433,158 mdp (5% del PIB), con una elevada proporción de Nafin y Banobras principalmente, aunque los porcentajes de HF y Bancomext eran de alrededor del 35% de forma conjunta. Al cierre de 2006, el saldo de la cartera de crédito del total de la banca de desarrollo ascendía a 307,182 mdp, es decir, 31.58% menos que en diciembre de un año atrás. La cartera de crédito total en 2007 es 19.7% menor a la de 2006. Durante 2007 Nafin redujo su cartera en 38.8%, Bancomext 41.17% y SHF un 10.38%; mientras que Banobras incrementó su cartera un 16.3% y Banjército un 47.75% (ver gráfica 21).

Como proporción del PIB, la cartera de crédito de la banca de desarrollo de 2003 a la fecha presenta una disminución del 68.63%, a pesar de que en los últimos meses de 2009 ha tenido un incremento marginal.

Gráfica 15  
Cartera de crédito total / PIB



Fuente: CNBV, 2006 a 2009.

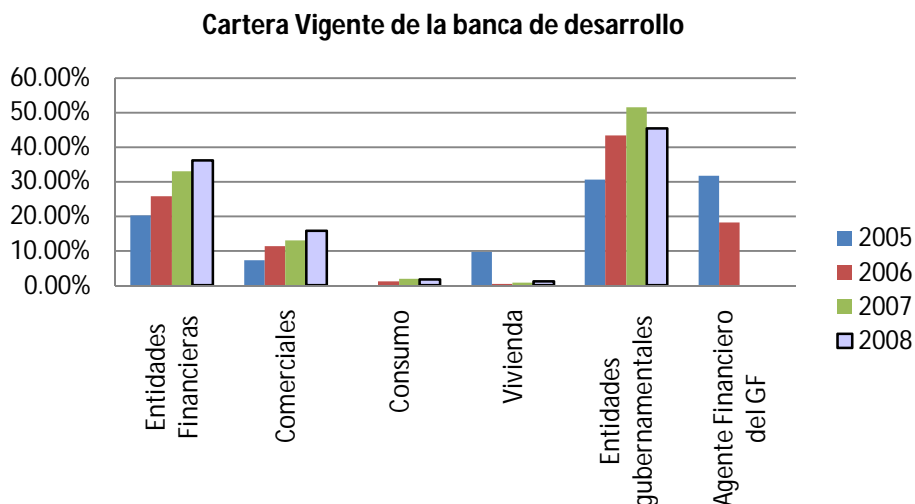
La distribución del crédito otorgado por la banca de desarrollo nacional se presentaba de la siguiente forma en 2005: cerca del 32% era otorgado al gobierno federal y a las entidades gubernamentales alrededor del 30%, mientras que el otorgado a las entidades financieras fue de poco más del 20%. La cartera vencida se situó en niveles de cerca de los 8,406 mdp (de los cuales 6,302, el 75%, corresponden a Bancomext). En conjunto, el índice de morosidad para el sistema de banca de desarrollo fue de 1.9%.

La cartera de crédito vigente en 2007 fue 19.3% menor que la de 2006. Durante 2007, Nafin redujo su cartera un 38.9% y Bancomext un 44.4%, situación explicada por la CNBV (2008) gracias al pago anticipado por el IPAB. La SHF, redujo su cartera un 10.45%; mientras que Banobras la incrementó en un 16.72% y Banjército en un 48.7%. El 97% se encuentra ubicada en el segmento Comercial, integrada a su vez por los rubros de entidades gubernamentales (51.5%); entidades financieras (33%) y Actividad empresarial o comercial (13%) (ver gráfica 22).

Poco más del 60% de la cartera vigente de la banca de desarrollo en el país se concentraba en el financiamiento de actividades tanto del gobierno federal como de las entidades federativas. Un 20 % más se va hacia otros agentes financieros, pues recordemos que nuestra banca de desarrollo principalmente funciona como banca de segundo piso y sólo el resto, alrededor del 17% se canaliza a créditos comerciales y vivienda para 2005. Para el año 2006 los porcentajes de participación en este rubro

cambiaron de forma importante. La cartera como agente financiero del gobierno federal (AFG) disminuyó 59.75% para quedar en 54,148 mdp (se redujo 75,134 mdp) a finales de 2006. Bancomext redujo su crédito en 79.68%; Banobras 64.54% y Nafin 54.75%. Los créditos a la vivienda se redujeron 48,298 mdp (97.46%), producto de la eliminación de este tipo de cartera por parte de SHF.

Gráfica 16



Fuente: CNBV, 2005-2008.

En diciembre de 2006, el saldo de la cartera vencida fue de 7,804 mdp una disminución de 295 mdp en el año. El crédito comercial y a entidades financieras es donde se ubica el mayor porcentaje de la cartera vencida, cerca del 95% del total. A pesar de que la cartera vencida en la banca de desarrollo disminuyó en este año, el índice de morosidad se deterioró pues pasó de 1.87 en 2005 a 2.54% en 2006. Excluyendo las operaciones de banca como AFG, el indicador pasó de 2.67 a 3.08% (ver anexo, cuadro A13).

En los últimos dos años los activos de la banca de desarrollo disminuyeron casi 23% y su crédito se contrajo casi 31%, lo anterior es una muestra de la clara política de reducción del papel del Estado en la economía y de un mayor impulso al mecanismo de mercado, pero a costa de la desaparición paulatina de las instituciones financieras públicas con que aún cuenta México.

El mercado no abastece de créditos a comunidades rurales y apartadas por lo que el Estado debe promover el abastecimiento de este tipo de servicios. Al contrario de lo que la teoría convencional propone, Bansefi debería competir con otras compañías de ahorro y préstamo en el otorgamiento de créditos pues puede fungir como referente y a la vez como parte del mercado, imponiendo tasas, cantidades y requerimientos que la competencia debe seguir.

En el estudio hecho por Despande Rani, *et al.* (2006), se hace mención de que las sociedades de ahorro y préstamo se sienten presionadas por la presencia de Bansefi y que por ello se ven obligadas a incrementar el pago de intereses a sus ahorradores. Lo anterior nos da una idea de cómo una sola institución puede ejercer presión sobre un nicho de mercado en especial, en este caso fijando un piso sobre la tasa de interés activa que reciben los pequeños ahorradores.

En cuanto a sus utilidades en 2006, la banca de desarrollo presentó una utilidad de 2,204 mdp (mayor a los 972 mdp de 2005). Destacan SHF con 1,326 mdp y Nafin con 840 mdp y las pérdidas de Bnacomext por 296 mdp. Salvo 2008, durante los últimos años el rendimiento sobre activos de la banca de desarrollo había sido negativo, en este último año fueron incluso comparables con aquellos que obtienen los bancos comerciales (ver cuadro 16).

Cuadro 14

<b>ROA (retorno sobre activos), Banca de Desarrollo</b>			
Consolidado con Fideicomisos UDIS y Subsidiarias			
	2006	2007	2008
Total	-14.4	-2.12	0.82
<b>Nafin</b>	0.35	0.64	0.05
Banobras	-32.27	-9.54	0.51
Bancomext	-50.46	-0.6	2.15
Banjercito	7.19	4.77	2.71
Bansefi	14.83	0.46	0.25
Hipotecaria Federal	1.31	1.63	1.35

Nota: Utilidad neta anualizada / capital contable promedio.

Fuente: CNBV.

En cuanto a los rendimientos sobre capital, al igual que en el caso anterior la banca de desarrollo obtuvo rendimientos en algunos casos mejores a los de los grandes bancos comerciales del país. Lo anterior refleja el potencial que tiene la banca de desarrollo en el financiamiento de las actividades productivas de la economía (ver cuadro 17).

Cuadro 15

<b>ROE (retorno sobre capital), Banca de Desarrollo</b>			
Consolidado con Fideicomisos UDIS y Subsidiarias			
	2006	2007	2008
Total	-1.49	-15.81	9.91
<b>Nafin</b>	0.02	6.6	0.83
Banobras	-3.47	-85.43	8.55
Bancomext	-4.18	-5.22	31.68
Banjercito	1.38	25.2	14.52
Bansefi	0.62	10.15	5.65
Hipotecaria Federal	0.36	5.44	5.98

Nota: Utilidad neta anualizada/ activo total promedio.

Fuente: CNBV.



## **1.4 El mercado de valores**

Los mercados financieros y en especial los de capitales amplían el acceso al financiamiento más allá de lo que permite el sistema bancario y movilizan flujos de capital a gran escala, los cuales tienen importante incidencia en el crecimiento económico.

Mientras los bancos acceden a información acerca de las empresas de forma más eficiente, cuando una compañía participa en el mercado de capitales reduce las asimetrías de información de forma permanente (la información financiera trimestral de las empresas emisoras en la BMV por ejemplo, está disponible para el público en general vía Internet). Una vez que las corporaciones actúan en el mercado de capitales tienen a permanecer ahí y a no regresar al sistema bancario (Redrado, 2007).

Lo anterior no significa que los sistemas financieros basados en los mercados de capitales sean mejores a los que se basan en los bancos. Levine (1997) encuentra que la estructura financiera es irrelevante para el crecimiento, lo que en realidad lo impacta es la cantidad total de financiamiento que el sistema financiero brinda a la economía.

Como el costo de obtener capital directamente en los mercados de capitales generalmente es menor, las grandes corporaciones acuden a él para obtener fondos debido a que de esa forma eliminan costos de intermediación. Por otro lado, es más factible que una pequeña empresa que carezca de reputación nacional e internacional, acuda a un banco para obtener financiamiento.

En teoría los mercados de capitales pueden servir como un respaldo al financiamiento en épocas de recesión, mientras que el crédito bancario generalmente se mueve de forma pro-cíclica (Redrado, 2007). Los bancos proveen de instrumentos de ahorro y crédito en etapas iniciales del desarrollo económico, mientras que los mercados de capitales se desarrollan al profundizarse el sistema financiero.

En los mercados de capitales de los países en vías de desarrollo la complementariedad entre ambas estructuras de mercado es deseable, lo que incide en el crecimiento económico es la existencia de mercados financieros profundos.

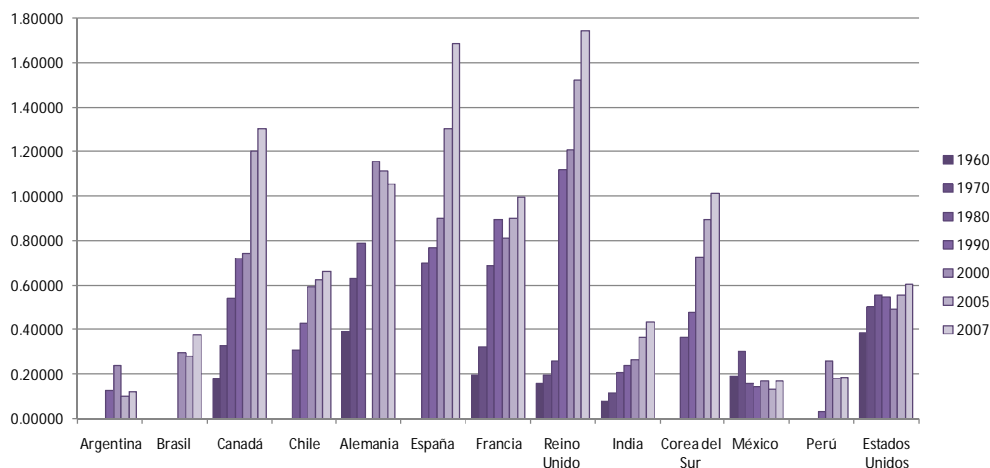
A pesar de las distintas modificaciones que ha tenido la Ley del Mercado de Valores para mejorar los derechos de los inversionistas minoritarios en los últimos años, el número de empresas emisoras en la BMV es cada vez menor (en 2007 fueron ocho las compañías que se retiraron del mercado y cinco más en 2008).

Una de las razones de lo anterior es el alto costo que se tiene que pagar por cotizar en la bolsa y por los intermediarios financieros que hacen públicas las emisiones (de acuerdo con la revista Expansión, 2007 existen compañías que tienen que pagar hasta 300 mil dólares para poder obtener 10 millones de dólares en el mercado). A lo anterior se añaden los gastos en auditorías, consejeros independientes e informes trimestrales que las compañías deben emitir, así como la amenaza de multas si infringen alguno de los artículos de la Ley del Mercado de Valores.

Las empresas mexicanas optan por retrasar el pago a sus proveedores para obtener financiamiento antes de recurrir a un banco o a buscar socios para expandirse; así lo demuestran los resultados de la evaluación coyuntural del mercado crediticio en los últimos años (Banxico, 2009).

Las economías latinoamericanas en general, presentan un bajo nivel de penetración bancaria. El crédito bancario al sector privado se sitúa en promedio en niveles menores al 30% con respecto al PIB, mientras que en países como Inglaterra o Estados Unidos es 175% y casi 60% respectivamente (ver gráfica 17).

Gráfica 17  
Crédito Bancario al Sector Privado como Porcentaje del PIB 2006

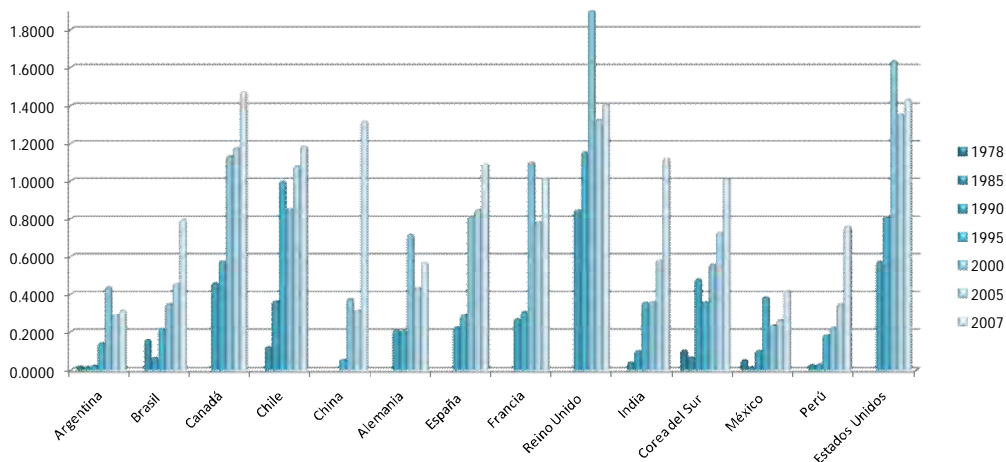


Fuente: World Development Indicators (WDI) del Banco Mundial, 2008.

El valor de capitalización del mercado accionario<sup>21</sup> en México fue para el año 2008 de alrededor del 26% con respecto al PIB. Ese mismo valor para otras economías latinoamericanas como la brasileña y la chilena presenta valores de más de 100%, lo que da cuenta del escaso desarrollo del mercado de capitales en el país (ver gráfica 18).

<sup>21</sup> El valor de capitalización se refiere a un cálculo que se basa en el número de acciones en circulación multiplicadas por el último precio de las mismas en el mercado.

**Gráfica 18**  
**Valor de capitalización del mercado accionario**  
**(% del PIB)**



Fuente: Banco Mundial, 2009.

La mayor parte de los títulos financieros que se negocian en la bolsa de valores en México son bonos gubernamentales, papel comercial y participaciones de capital de un número reducido de empresas. El mercado se caracteriza por su fragmentación y por ser incompleto, los instrumentos que permiten diversificar y transferir riesgo son escasos y el mercado de capitales se concentra nuevamente en deuda gubernamental (Redrado, 2007).

En México, durante 2005 se registraron sólo ocho ofertas primarias de acciones y se contaba con 154 emisoras. En 2006, hubo tres ofertas primarias de acciones y para el cierre del mismo año se contaba con 139 emisoras. En 2007 las empresas emisoras fueron 135 y de acuerdo al BANXICO, en 2008 se realizaron sólo dos ofertas primarias de acciones y al cierre del año se contaba con 136 emisoras. Para mayo de 2009 se podían contar 130 empresas emisoras en el portal de Internet de la BMV, muy pocas si las comparamos con las cerca de 370 del mercado brasileño, mil 600 de Corea y 500 de Tailandia.

### a) El Índice de Precios y Cotizaciones (IPC).

El principal indicador del rendimiento de la BMV es el IPC, el cual muestra el rendimiento del mercado accionario en función de las variaciones de los precios de una muestra representativa del conjunto de las acciones cotizadas en la bolsa.

El IPC se basa en dos conceptos que son la representatividad de la muestra (determinada a través de la bursatilidad de las emisoras) y en el valor de capitalización. Sus

características principales son: el número de series de la muestra varía entre 33 y 50, dependiendo de que cumplan los requisitos establecidos (mediana o alta bursatilidad e índice de capitalización del la emisión); una emisora puede estar representada por más de una serie y la muestra se revisa de manera anual<sup>22</sup>.

Sin embargo, es el IPC el indicador más representativo del mercado de capitales en México, éste ha mostrado excelentes rendimientos para los inversionistas, alrededor del 400% de 2001 a 2007 (Flores, 2007). El IPC es un promedio ponderado, por lo que los inversionistas a gran escala que cuentan con asesores especializados para conformar portafolios, pueden haber obtenido incluso rendimientos más altos.

Estas ganancias por parte de los inversionistas podrían haberse reflejado en menores costos de capital de las empresas que se financian a través de la BMV y además en mejores niveles de bienestar para la población, pues ésta obtendría importantes ganancias por la valoración de sus ahorros.

En países desarrollados es común encontrar, dentro de los participantes en el mercado accionario y de títulos de deuda, a trabajadores en activo, jubilados, estudiantes y amas de casa (Flores, 2007). Los trabajadores en México sólo tienen acceso indirecto al mercado de valores a través de las SIEFORES, donde no tienen la posibilidad de ejercer presión sobre la calidad ni el destino de los recursos que aportan.

Cuadro 16  
Principales índices bursátiles  
Rendimiento en dólares (%)

País	Índice	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Corea	KOSPI	77.2	-56.0	32.4	0.2	28.5	27.3	57.8	12.9	31.4	-58.1
Brasil	BOVESPA	69.2	-17.7	-24.9	-45.8	141.6	28.3	45.2	45.5	72.5	-41.0
México	IPC	<b>87.8</b>	<b>-21.2</b>	<b>18.0</b>	<b>-14.8</b>	<b>31.7</b>	<b>46.5</b>	<b>44.0</b>	<b>47.2</b>	<b>11.8</b>	<b>-39.2</b>
Japón	NIKKEI-225	51.6	-34.8	-33.5	-9.8	37.9	12.4	22.2	5.7	-5.4	-42.0
Chile	IGPA GENERAL	27.8	-11.3	-3.8	-14.6	37.6	30.3	11.5	29.4	21.6	-38.1
Singapur	STI	76.3	-25.4	-20.8	-12.1	34.3	22.0	11.5	37.5	24.5	-50.9
Argentina	MERVAL	28.0	-24.2	-29.2	-47.1	134.2	26.5	10.1	34.1	0.1	-50.0
Alemania	DAX	18.2	-13.6	-24.3	-33.9	64.5	15.5	10.0	35.9	35.1	-40.0
Francia	CAC 40	28.4	-7.0	-26.4	-21.9	39.4	15.6	6.9	30.9	11.9	-43.0
Reino Unido	FTSE 100	20.9	-17.0	-18.3	-16.4	26.0	15.5	4.8	25.9	5.1	-31.0
Hong Kong	HANGSEN	68.2	-11.3	-24.5	-18.2	35.5	13.0	4.8	33.8	38.9	-49.9
Estados Unidos	SP500	19.5	-10.1	-13.0	-23.4	26.4	9.0	3.0	13.6	3.4	-38.0

Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO y *World Federation of Exchanges*, reporte 2008.

<sup>22</sup> En el proceso de selección de la muestra se toman como criterios la rotación, que es la relación entre la cantidad de títulos negociados y títulos inscritos y el índice de bursatilización. Este último se calcula observando durante un año la importancia, el importe, volumen y días negociados de los títulos. Existen en el mercado otros índices como lo son: el Índice México (INMEX), que a diferencia del IPC toma en cuenta al mercado de derivados; el Índice de Mediana Capitalización (se conforma por 30 emisoras de ese mismo estrato); el Índice de Dividendos (IDIPC), que refleja el pago de dividendos de las emisoras que integran en IPC; el Índice de Rendimientos Totales (IRT) selecciona a las empresas líderes en bursatilidad; el Índice Hábitat, dedicado al sector de la vivienda y el Índice IPC CompMx, que refleja el comportamiento del mercado accionario en su totalidad.

En 2008 en relación a lo acontecido en los mercados internacionales, el IPC de la BMV tuvo una pérdida en dólares de alrededor del 39% (BANXICO, 2008). El Índice Bovespa de Brasil y el Merval de Argentina presentaron pérdidas de 41 y 50% respectivamente (ver cuadro 14).

La concentración dentro de la BMV ha venido incrementándose desde 1995, cuando la mitad del valor del mercado se explicaba por 12 empresas; para 2005 el 50% era ya explicado por sólo cinco empresas (Telmex, America Móvil, América Telecom, Cemex y Wal-Mart). De acuerdo a la World Federation of Exchanges (WFE, 2008), el 5 por ciento de las empresas más capitalizadas y comerciadas en México (sólo seis compañías) representan casi el 55% del valor del mercado y casi el 62% del valor comercializado en 2008 (ver cuadro 15).

**Cuadro 17**  
**Concentración de mercado**

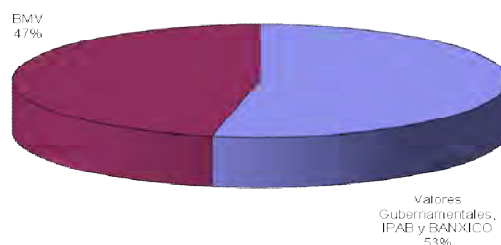
5% de las compañías más capitalizadas y comercializadas			
MERCADO	valor de mercado	Valor comercializado	Número de compañías
BRASIL	64.30%	60.60%	19
ARGENTINA	61.70%	46.90%	5
COLOMBIA	54.60%	61.80%	4
PERU	61.20%	47.90%	10
<b>MEXICO</b>	<b>54.70%</b>	<b>62.40%</b>	<b>6</b>
NYSE Euronext (US)	54.80%	30.30%	95
CHILE	48.50%	64.60%	12
HONG KONG	79.50%	80.90%	63
COREA DEL SUR	63.10%	58.00%	89
INDIA	74.80%	79.30%	71
FILIPINAS	60.10%	64.20%	12
CHINA- SHANGAI	71.30%	74.50%	43
SINGAPUR	52.80%	55.30%	23
ESPAÑA	68.10%	83.10%	15
INGLATERRA	88.80%	97.30%	121

Fuente: World Federation of Exchanges, reporte 2008.

## b) Títulos de Deuda

Las colocaciones de deuda también han tenido una importante participación en la BMV donde el sector público representa poco más de la mitad de ese mercado y donde las colocaciones de certificados bursátiles de PEMEX y CFE han sido bastante exitosas.

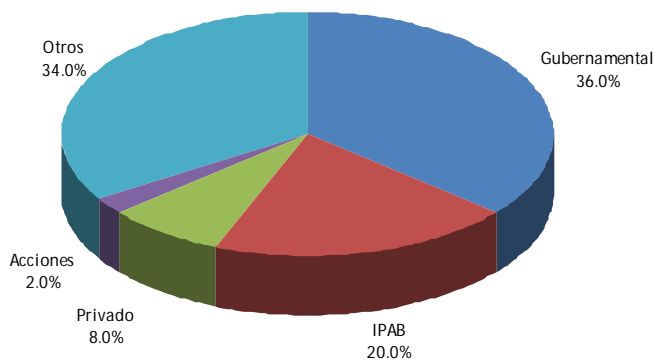
Gráfica 19  
Títulos de Deuda en Circulación, marzo de 2009.  
(%)



Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO.

Los emisores de títulos de deuda más importantes en el mercado mexicano son el Gobierno Federal, el IPAB y el Banco de México, las compañías públicas y algunas entidades estatales y municipales. Los principales tenedores de valores de deuda son los bancos comerciales, SIEFORES y casas de bolsa, en 2008 dichos agentes mantenían cerca del 50% del total del papel gubernamental en circulación (ver gráfica 15).

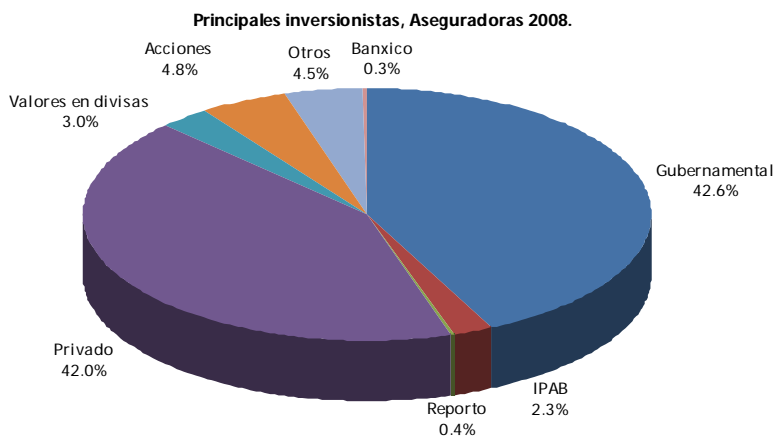
Gráfica 20  
Cartera de valores y acciones de los bancos comerciales 2008



Fuente: BANXICO, 2008.

Prácticamente la totalidad de la cartera de inversiones de las casas de bolsa y bancos comerciales (más del 80%) se encuentra en bonos gubernamentales; lo mismo sucede si se toma en cuenta a las SIEFORES, las aseguradoras y los fondos de inversión.

Gráfica 21



Fuente: BANXICO, 2008.

Para el primer trimestre de 2008, el BANXICO reportaba que alrededor del 67% de la cartera de las Siefores se encontraba en bonos gubernamentales, lo anterior, si bien da certidumbre y seguridad a los rendimientos de los fondos de inversión, resulta también una pesada carga para el erario público, pues en realidad se trata de financiar el gasto público mediante la compra de bonos gubernamentales y para el gobierno representa deuda.

Gráfica 22



Fuente: BANXICO, 2008.

## **Conclusión**

Durante el primer período de estudio, de acuerdo con la clasificación de Solís (1997), el financiamiento se centra en actividades productivas mientras que el financiamiento que el gobierno obtiene por parte del sistema financiero es de alrededor de una cuarta parte de los recursos con que cuenta la banca comercial. Esta situación comienza a cambiar desde 1976 año que coincide con el establecimiento de la banca múltiple.

El Banco de México consideraba que la transformación de banca especializada a múltiple significaría un gran avance en la liberalización de la intermediación crediticia y formaba instituciones que tenían riesgos más diversificados. Sin embargo, no tomó en cuenta que dicha transformación implicaba también que las instituciones se dedicarían, cada vez más, a la obtención de ganancias a corto plazo y que la banca múltiple favorecía el contagio de la volatilidad a todo el sistema financiero, y no sólo a una parte del mismo, como hubiera ocurrido si las instituciones de banca especializada no hubieran desaparecido.

A lo largo del período revisado, no se ha podido constatar la forma en que las reformas aplicadas al sistema financiero se hayan reflejado en una mayor intermediación financiera, ni en un ahorro interno más grande; tampoco se han visto elevados los créditos al sector productivo como porcentaje del PIB.

Al eliminar el encaje legal, el gobierno quedó a expensas de recurrir a las operaciones de mercado abierto como fuente principal de financiamiento y los bancos de obtener así una fuente importante de ganancias.

La banca extranjerizada no cambió el comportamiento rentista con que venía operando la banca nacional privada, no promovió tampoco una mayor competencia en el sector; mantuvo altos márgenes financieros, elevó sus ingresos por comisiones y no incrementó la disponibilidad de créditos productivos de manera importante.

Los bancos extranjeros se han convertido en los principales actores del sistema financiero en la mayoría de los países latinoamericanos. La expectativa era que estos bancos desempeñaran un papel útil en la modernización del sistema financiero. Asimismo se planteaba que con la entrada de instituciones financieras internacionales se daría solidez al sistema bancario interno y el nivel de créditos se ampliaría y estabilizaría. Sin embargo el crédito que otorga la banca comercial extranjera en nuestro país está aún muy por debajo del otorgado en años anteriores a la crisis de 1995.



El nivel de bancarización en nuestro país sigue siendo bajo y gran parte de la población carece de acceso a los servicios financieros más básicos. Este nivel es incluso menor que el de economías latinoamericanas con un nivel de ingreso *per cápita* inferior al nuestro.

Aun canalizando 50% menos crédito al sector privado, del cual ha sido 70% menos a empresas respecto al que se canalizaba en 1995, la banca comercial tiene cada año mayores ganancias. Los servicios que presta la banca son caros, al igual que las tasas de interés que la banca cobra a la población en comparación con sus países de origen, los ingresos que obtiene la banca extranjera por comisiones y cobro de servicios en nuestro país son mucho más altos. Esto se explica por las características oligopólicas del sector y por el sistema legal que da preferencia a los bancos e instituciones financieras en la tenencia de bonos gubernamentales.

Hace falta que el gobierno regule las tasas de interés o bien que participe y compita con los bancos comerciales para incidir y ser un referente de lo que las demás instituciones deben cargar a sus usuarios, pues las marcadas características de oligopolio bancario inciden sobre el costo por el uso de recursos y sobre el crecimiento económico.

El financiamiento no fluye al sector productivo nacional, continúa estancado y en cambio, se fomenta el crédito al consumo, lo cual resulta insostenible en un contexto de bajo crecimiento económico y donde las remuneraciones a los trabajadores tampoco crecen.

Cuando las empresas encuentran un mercado interno pequeño, restricción crediticia bancaria y no tienen la posibilidad de obtener financiamiento vía el mercado de capitales, optan por recurrir al financiamiento de proveedores, a los recursos propios, o bien, aunque en menor medida, al financiamiento externo.

En realidad, lo que ha sucedido es que el principal agente que utiliza los fondos financieros disponibles en el país es el mismo sector público; que usa los recursos que anteriormente se allegaba por medio del encaje legal, pero ahora por medio de bonos. No se libera de recursos para el sector privado pues son los mismos bancos y casas de bolsa los tenedores de los bonos gubernamentales; y lo mismo sucede con las Siefors y las aseguradoras.

Las altas ganancias de la BMV no han reflejado una mayor obtención de recursos por parte del grueso del aparato productivo nacional y mucho menos por parte de las pequeñas y medianas empresas. Los altos costos de entrada, permanencia, supervisión y

rendición de cuentas hacen que cada año sean menos las empresas que en ella participan. Lo anterior limita también las posibilidades de expansión de la economía en su conjunto.

En cuanto a la banca de desarrollo, existe claramente una política deliberada de disminución de sus actividades con vistas a una posible liquidación, prueba de ello son los cada vez menores créditos que otorga para el apoyo a las actividades, no sólo del sector privado sino también del sector público.

## **Capítulo 2**

### **Hipótesis de Profundización Financiera**

#### **Introducción**

El crecimiento en las economías modernas requiere la presencia de un sector financiero eficiente que asigne tanto el ahorro interno como los recursos externos a la inversión productiva. Donde las instituciones financieras no existen o no funcionan de forma adecuada se dejan de aprovechar oportunidades de negocio y, por tanto, de crecimiento económico.

Cuando los mercados financieros no operan adecuadamente o están escasamente desarrollados, se caracterizan por ser caros e ilíquidos, obligando a las grandes corporaciones locales a recurrir a mercados de capitales externos para hacerse de recursos; e impone restricciones de acceso y para el resto de las empresas, reduciendo así su tasa potencial de crecimiento.

El desarrollo financiero incrementa la eficiencia y la proporción de recursos que se canalizan a inversión. Si los mercados financieros no están lo suficientemente desarrollados, los recursos no asignan de forma eficiente ni se colecta todo el ahorro de que la sociedad puede disponer y éste se concentrará en la forma de activos improductivos (oro, materiales para construcción, ganado, etcétera).

Las instituciones financieras evalúan los proyectos productivos y financian aquellos con un mayor valor neto. De esta forma los mercados financieros recopilan información y seleccionan las actividades a las que les serán asignados los recursos. El crecimiento económico entonces promueve un mayor nivel de intermediación y ésta, a su vez, apuntala el crecimiento económico y el desarrollo financiero.<sup>23</sup> Según Greenwood y Jovanovic (1990) tanto el crecimiento como el desarrollo financiero están determinados de manera conjunta. Para ellos, la intermediación financiera engendra costos que son menos que proporcionales al volumen de fondos intermediado; a medida que la economía crece, el incentivo individual a participar en los mercados financieros también lo hace, pues los beneficios se incrementan de forma superior a los costos. La causalidad que ellos encuentran es ambigua, es posible que la causalidad estadística vaya en ambas direcciones.

---

<sup>23</sup> Joan Robinson (1952) en este mismo sentido argumentaba que el desarrollo financiero seguía al crecimiento de las empresas, es decir, el crecimiento económico demandaba la creación de contratos financieros y el sistema financiero respondía a estas necesidades.

Los mercados financieros desarrollados permiten a los individuos mantener sus ahorros en acciones de empresas y otros títulos, creando un portafolio diversificado a distintos plazos que pueden fácilmente volverse líquidos en el mercado secundario.

La liquidez de que son objeto estos activos no es impedimento para que la inversión a largo plazo se lleve a cabo; pues el que los mercados sean líquidos, eleva la productividad de la inversión y por lo tanto en el crecimiento económico. Los mercados de capitales permiten además la transferencia de la propiedad de los activos productivos sin afectar el capital invertido en las firmas.

Sin la existencia de mercados líquidos, los individuos que requirieran liquidez, se verían obligados a vender el capital que tienen invertido en sus empresas (y no sólo los títulos), lo que implicaría la liquidación de activos (planta, maquinaria, computadoras, etc.), reduciendo la productividad del capital y, por ende, el crecimiento económico.

Los mercados financieros ayudan a mitigar asimetrías de información y costos de transacción.<sup>24</sup> Al hacerlo, la infraestructura financiera contribuye a la diversificación de riesgos, la asignación eficiente de capitales, al monitoreo de los deudores y a la agilización del sistema de pagos.

Si bien es cierto que las economías avanzadas cuentan con un sistema financiero más desarrollado es preciso analizar la forma en que se puede alcanzar dicho desarrollo, pues es ahí donde se centra el debate entre la teoría neoclásica y poskeynesiana.

Los intermediarios financieros juegan un papel muy importante en incrementar la liquidez del mercado y reducir las asimetrías de información entre las firmas y los inversionistas. La estructura financiera difiere considerablemente entre países y cambia al desarrollarse la economía. Se espera que mientras un país se desarrolle y tenga mayores ingresos, los bancos comerciales otorguen más créditos que las instituciones no bancarias; que los fondos de pensiones crezcan en importancia y que el mercado de capitales se haga más grande en relación al PIB.

La estructura financiera y el crecimiento económico no son homogéneos entre países y no puede decirse que una misma estructura sirva o pueda servir para algún país en específico. La controversia clásica se ilustra al analizar los casos de Estados Unidos y Alemania. En este último caso el sistema financiero está basado en la banca y su cercana relación con la industria, lo cual reduce costos de información de las empresas. Lo anterior facilita la identificación de oportunidades de inversión, ayuda al control

---

<sup>24</sup> Incluyendo los costos de información, hacer valer contratos e intercambio de bienes y obligaciones financieras

corporativo y moviliza los ahorros a inversiones productivas. En el caso estadounidense, los bancos no están tan íntimamente ligados a las empresas, pero cuentan con un mercado de capitales más grande y desarrollado (Levine, 1997).

Con el propósito de contextualizar la controversia teórica en que se enmarca esta investigación, en el primer apartado del capítulo se expone brevemente la teoría neoclásica de la liberalización financiera, que es la base sobre la cual se alcanzan mayores niveles de profundidad financiera, y siendo ésta última la que posibilita un crecimiento económico más acelerado. En el segundo apartado se exponen algunas de las principales críticas a escuela de la liberalización y en el último apartado se presenta la teoría postkeynesiana y sus ideas centrales en cuanto al financiamiento productivo.

## **2.1 Teoría Neoclásica.**

La causalidad entre financiamiento y crecimiento económico es una de las relaciones macroeconómicas más importantes que tanto la teoría económica neoclásica como keynesiana han estudiado desde hace ya varios años.

Joseph Shumpeter (1934), establecía a principios del siglo pasado que el buen funcionamiento de los bancos impulsaba la innovación tecnológica pues identificaba y fondeaba a las empresas con mejores oportunidades de éxito y que además implementaban nuevos procesos productivos.

La visión deuda-intermediación de Gurley y Shaw (1955), establecía una clara interrelación entre desarrollo financiero y crecimiento económico. De acuerdo con estos autores, el crecimiento del ingreso incrementaría el deseo de diversificar portafolios y activos, y si las instituciones financieras son capaces de innovar y proveer dichas innovaciones financieras, generan una mayor capacidad de préstamos, impulsando aún más el crecimiento y formando así un círculo virtuoso. Sin embargo, para ellos los bancos y otros intermediarios financieros no crean fondos prestables, es decir, el sistema financiero tiene la capacidad de crear activos financieros que las unidades superavitarias pueden acumular pero sólo el ahorro tiene la capacidad de generar préstamos, es decir, el ahorro y el sistema financiero juntos, crean préstamos y ambos propician la diversificación de portafolios; por lo que su modelo es de ahorro previo.

Un supuesto común de la teoría neoclásica establece que el ahorro es una precondition para la inversión y el crecimiento económico, es decir se necesita de ahorro previo para incrementar la inversión. Por lo tanto, los ahorradores determinan la marcha del proceso de acumulación. En lo que concierne a la política económica, este argumento tiene consecuencias importantes, pues enfatiza la necesidad de contar con mecanismos

institucionales que estimulen el ahorro, que atraigan ahorro externo (mediante la apertura del sistema financiero a los flujos de capital externo) y que eliminen la llamada represión financiera.

La teoría neoclásica argumenta entonces que para elevar la tasa de crecimiento económico de un país es necesario primero incrementar su tasa de ahorro. Sin embargo, el papel del sistema financiero y de los bancos pasa a ser el de un simple intermediario entre ahorro e inversión y el financiamiento que éstos proveen se asume como dado. Gracias a que en los países en desarrollo el capital es escaso, la falta de ahorro se vuelve una restricción al crecimiento.

Esta teoría postula que la liberalización financiera, al hacer crecer la tasa de interés real, eleva el ahorro tanto interno como externo y permite asignar mayores recursos a las actividades más productivas e incrementar el crecimiento económico. Es decir, el ahorro determina la tasa a la que la capacidad productiva puede crecer y, por lo tanto, un incremento en la cantidad de activos financieros (ahorro financiero) tiene también la capacidad de elevar el crecimiento económico.

Según Kaminsky y Schmukler (2003), la liberalización financiera consiste en la desregulación de la cuenta de capitales externa, el sector financiero doméstico y del mercado de capitales. En un régimen totalmente liberalizado, los bancos y las corporaciones tienen la posibilidad de obtener préstamos en el extranjero de forma libre. Los requerimientos de reserva, si existen, deben ser menores al 10 por ciento. Tampoco existen tipos de cambio especiales para las transacciones tanto de la cuenta corriente como de la de capitales y no hay restricciones a la salida de capitales. No existen controles sobre las tasas activa y pasiva ni controles de crédito. Se permiten depósitos en moneda extranjera y los inversionistas extranjeros pueden poseer acciones nacionales sin restricciones; los dividendos, intereses y capitales pueden ser también repatriados libremente.

De acuerdo con esta teoría, a pesar de que altas tasas de interés tienen un efecto ambiguo en la cantidad de dinero que los agentes ahorran, el efecto en la forma en que lo hacen es claro: una mayor tasa de interés real incrementa el ahorro financiero sobre el ahorro no financiero. Es decir, las mayores tasas de interés incrementarán el ahorro financiero y de esta forma la profundidad financiera (activos líquidos con respecto al PIB, Beck *et. al.*, 2000). Es también importante hacer notar que de acuerdo a esta escuela, no sólo es importante la cantidad de inversión o financiamiento otorgado al sector productivo, sino también su calidad, es decir, el financiamiento es importante pero debe ir acompañado de una mayor productividad laboral (que refleje que hay progreso tecnológico y una mejora en condiciones de salud, educación y habilidades del trabajo).

En cuanto al financiamiento para el desarrollo, dos modelos han dominado el tema en la economía neoclásica: el modelo de “dos brechas” y el modelo de “McKinnon-Shaw”. El primero tiene que ver con el financiamiento externo para apoyar el proceso de desarrollo interno, mientras que el segundo, se refiere al incremento y movilización de recursos internos a través de un proceso de liberalización y desregulación del sistema financiero interno. Ambos modelos se basan en el supuesto de ahorro previo.

En el llamado modelo de dos brechas se define al ahorro externo como la diferencia entre la inversión interna y el ahorro interno, que es igual al resultado en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

$$Se = I - S = M - X$$

Donde *Se* representa al ahorro externo. Si continuamente se presentan problemas de déficit en cuenta corriente, el problema es de falta de ahorro interno, por lo que la solución es incrementarlo mediante la elevación de las tasas de interés, lo que atraería ahorro externo y disminuiría corrigiendo así el desequilibrio externo. La conclusión del modelo es que se requiere de ahorro externo para cerrar la brecha entre inversión planeada y ahorro; y en segundo lugar, para financiar la brecha entre importaciones planeadas y exportaciones. En el largo plazo se supone que los desequilibrios serían superados. Este tipo de modelos fueron tomados en cuenta por varios países latinoamericanos en la década de los 70's y fueron abandonados en los 80's cuando toma fuerza la hipótesis de liberalización financiera que se comienza a aplicar desde esa misma década y la siguiente, así como por los problemas que la deuda externa representaba en ese momento.

La idea principal de esta visión neoclásica es que la eficiencia del capital en los países subdesarrollados es mayor que en los desarrollados, como las tasas de interés internacionales serían menores al rendimiento de la inversión en los países en desarrollo, el capital debería fluir de los países avanzados a los atrasados en busca de oportunidades de ganancia.

### **2.2.2 Los postulados de McKinnon – Shaw.**

McKinnon y Shaw (1973) enfatizaron los peligros de la represión financiera y argumentaron a favor de la liberalización. Su visión influyó en gran medida las políticas recomendadas por el FMI y el BM en el diseño de políticas de reestructuración y ajuste. Las propuestas de estos autores han impulsado la literatura económica en torno a temas

vinculados con la liberalización financiera y el desarrollo financiero y su relación con el crecimiento económico.<sup>25</sup>

Los modelos de liberalización financiera basan su análisis en la idea de que las economías en desarrollo padecen de represión financiera y de una estrategia de desarrollo incorrecta con bajas tasas de interés y políticas selectivas de crédito. Su argumento es que la represión financiera inhibe al ahorro debido a que deliberadamente se mantienen las tasas de interés por debajo de su nivel de equilibrio. El incremento de las tasas de interés de depósito se ve entonces como la solución a los problemas de ahorro, inversión y crecimiento.

La falta de ahorro aunado a grandes déficits gubernamentales hace que los recursos disponibles para el sector privado sean escasos, por lo que la política financiera adecuada, de acuerdo a esta teoría, es aquella que incremente la demanda de dinero en forma de depósitos, es decir, elevar la tasa real de interés, esto aumentaría la cantidad de fondos prestables necesarios para financiar la inversión.

El sector financiero formal (consistente del banco central, los bancos comerciales y demás intermediarios financieros), puede presentar varias formas de “represión” financiera que frenan el crecimiento económico, pues el sector bancario privado puede estar sujeto a grandes requerimientos de reserva para financiar los déficits gubernamentales, por ejemplo. El Banco Central puede también imponer un racionamiento de crédito a la banca comercial o direccionar los préstamos hacia sectores que pretenda desarrollar. Las tasas de interés nominales artificialmente bajas desestimulan la adquisición de activos que generen rendimientos.

Para Mckinnon los agentes necesitan acumular balances antes de invertir. Las tasas de interés reales positivas son necesarias para aquellos que deseen acumular ahorros y la inversión se llevará a cabo siempre y cuando la tasa de retorno de ésta sea mayor a la tasa de interés real.

De acuerdo con R. Mckinnon (1973)<sup>26</sup>, la intervención pública en la economía era resultado de la gran fragmentación que se presentaba en ésta en los países

---

<sup>25</sup> Sus postulados sugieren que los instrumentos, mercados e instituciones reducen los efectos de los costos de transacción. El buen desempeño del sistema financiero reduce los costos de información y transacción, afectando de forma positiva la tasa de ahorro, las decisiones de inversión, la innovación tecnológica y la tasa de crecimiento económico de largo plazo.

<sup>26</sup> El análisis de McKinnon tiene dos supuestos: a) todas las unidades económicas deben autofinanciarse y b) indivisibilidad en la inversión. Los inversionistas deben primero acumular balances. Mientras más bajo sea el costo de oportunidad de acumular balances (o más alta la tasa de interés real de depósito) mayor es el incentivo a invertir. Como las empresas no pueden endeudarse para financiar su inversión, se trata de un modelo de dinero externo (Fry, 1988).

La función de demanda de dinero adopta la siguiente forma:  $M/P = f(Y, I/Y, d-\pi^e)$ . Donde M es la cantidad de dinero (M2), P es el nivel de precios, Y es el PIB real, I/Y es la relación de inversión bruta con el PIB, y  $d-\pi^e$  es la tasa de interés real de depósitos (d es la



subdesarrollados. La economía estaba fragmentada en el sentido de que las empresas se encontraban, hasta cierto punto, aisladas y enfrentaban distintos precios para acceder a materias primas, trabajo, capital y tecnología. En mercados intervenidos por el gobierno, los precios no reflejaban el grado de escasez de los factores en la economía. Por lo anterior, las pequeñas empresas no tenían acceso al capital ni manera de adquirir tecnología avanzada o trabajo calificado, pues el gobierno promovía la inversión y el empleo sólo en aquellas industrias que pretendía desarrollar.

En las economías desarrolladas, el mercado de capitales monitoreaba la manera en que se desarrollaba el stock de capital de las empresas y hacía que los rendimientos, tanto de los activos físicos como financieros, tendieran a ser iguales. Sin embargo, la fragmentación del mercado de capitales en los países en desarrollo, hacía que las empresas con oportunidades potenciales de producción, no contaran con suficientes, ni con acceso a financiamiento externo para sus necesidades de inversión.

La intervención gubernamental distorsionaba las tasas de interés y por lo tanto, éstas no reflejaban, la escasez del capital. Para McKinnon, los recursos estaban mal asignados y se reprimía de esta forma la acumulación de capital. La política gubernamental, que hacía que la tasa de interés real fuera negativa y la limitada disponibilidad crediticia reprimían a su vez, la innovación tecnológica y el ahorro.

Sumado a lo anterior existía otro problema, el proteccionismo (una de las principales estrategias de sustitución de importaciones en las economías en desarrollo) y que, junto a la exención de impuestos, incrementaba el flujo de efectivo hacia algunas empresas con el objeto de que sus costos de instalación fueran menores; sin embargo, dichas medidas según McKinnon(1973) no hubieran sido necesarias de existir un mercado de capitales desarrollado<sup>27</sup>, en el cual las empresas tuvieran la posibilidad de allegarse los recursos que necesitaban.

En lo referente a las tasa de interés real (siguiendo a McKinnon), si ésta era negativa, una gran proporción del capital físico de una economía se almacenaría en inventarios de bienes terminados y semiterminados, es decir, serían recursos que no se utilizarían. De esta manera, encuentra que la calidad del *stock* de capital está directa y positivamente relacionada con la tasa de interés real pasiva. Sin embargo, el propio autor consideraba que esta tasa de interés positiva debía permanecer por debajo de la tasa de rendimiento de

---

tasa de depósitos y  $\pi^e$  es la inflación esperada). Su función de Inversión tiene la forma:  $I/Y = f(r, d-\pi^e)$ , donde  $r$  es el retorno del capital físico.

<sup>27</sup> La escuela neoclásica considera las licencias de importación hacia bienes de capital o intermedios como un privilegio y como otra forma de subsidio que incrementaba el flujo de caja de sólo algunos productores. Ese tipo de privilegios junto con el otorgamiento de créditos a bajas tasas de interés y exenciones de impuestos propician corrupción, pues su otorgamiento es discrecional (McKinnon, 1973).

las inversiones productivas potenciales con el objeto de no afectar negativamente la inversión productiva<sup>28</sup>.

Por su parte, Edward Shaw (1973) resaltaba también la importancia que el sector financiero tenía en el desarrollo económico, y establecía que en una economía donde dicho sector estaba reprimido se destruían los impulsos al desarrollo. Para él no había una verdadera profundización financiera en los países en desarrollo sino un financiamiento superficial con distorsiones de precios que reducían la tasa de crecimiento económico y el tamaño del sistema financiero, tales como la tasa de interés y el tipo de cambio, Por lo que eran necesarias medidas de liberalización que impulsaran el proceso de profundización financiera y a la vez el crecimiento económico.<sup>29</sup>

Según Shaw (1973), en economías con financiamiento superficial, la tasa de interés real era negativa por lo que los ahorradores no recibían la correspondiente recompensa por sus activos, sino que eran penalizados. Lo que un proceso de profundización financiera debía hacer era implementar una serie de acciones y políticas tendientes a incrementar la tasa de retorno de los activos financieros.<sup>30</sup>

La definición de Shaw acerca de la profundización financiera es que ésta es resultado de una política financiera apropiada, es decir, de la aplicación de tasas de interés reales positivas y no de distorsionar los precios del financiamiento.

La represión financiera sobrevaluaba la moneda, no estimulaba el ahorro ni las exportaciones y, al contrario, sí promovía el consumo y las importaciones. Por lo tanto, la liberalización permitiría una mejor asignación de ahorros, diversificaría el mercado de capitales y las oportunidades de inversión, dicho mercado de capitales se integraría a un mercado más amplio y se abrirían nuevas oportunidades de ahorro e inversión<sup>31</sup>.

---

<sup>28</sup> Los topes a las tasas de interés, hacían que los rendimientos pagados a los depositantes fueran muy bajos e incluso negativos si las tasas de inflación eran altas. La propuesta era la de no establecer límites a las tasas de interés. El gobierno debía asegurarse de que la inflación fuera baja, pues de lo contrario, dicha medida no resultaría benéfica para la economía y los préstamos otorgados serían solo de muy corto plazo. En caso de presentarse inflación, lo que el autor proponía era controlarla mediante el incremento de las tasas de interés y no mediante la contracción del crédito precisamente para no afectar el financiamiento al sector privado (McKinnon 1973). También establecía que después de la liberalización, los grandes flujos de capital hacia el interior de la economía no permitirían que la devaluación fuera lo suficientemente grande como para equilibrar el comercio externo y expandir las exportaciones, es decir, los flujos de capital podrían apreciar la moneda.

<sup>29</sup> Para Shaw (1973), la profundización financiera (entendida como la acumulación de activos financieros a un ritmo mayor al de la acumulación de activos no financieros) tendería a incrementar el ahorro doméstico. La profundización financiera debería también incrementar el retorno real de los activos financieros.

<sup>30</sup> Existen varios indicadores que registran la profundidad financiera de acuerdo con Shaw, uno de ellos es la reserva de liquidez en los *stocks* financieros. Estos últimos deben compararse con los activos tangibles. Cuando un sector financiero se profundiza, la madurez de los activos se incrementa y una mayor variedad de deudores tiene acceso a los mercados financieros; el menú de activos financieros se diversifica por lo que los deudores ajustan sus estructuras y los prestadores sus portafolios por lo que los márgenes se ven reducidos.

<sup>31</sup> De acuerdo con Shaw (1973), en una economía reprimida, se aplican medidas proteccionistas, se racionan los préstamos y los créditos están mal asignados debido a la corrupción existente en estos países. Para la mayoría de los empresarios que no cuentan con acceso a créditos bancarios, las opciones son el autofinanciamiento o acudir a otro tipo de mercados informales en donde las tasas de

Shaw mantiene la visión de deuda-intermediación que inició junto con Gurley en 1955. Para él, existen grandes diferencias entre los sistemas financieros de los países desarrollados y en desarrollo. Los primeros poseen instituciones financieras sofisticadas que facilitan la intermediación entre ahorradores e inversionistas, por lo que el papel de los intermediarios en la asignación de recursos es un determinante importante en los niveles de ingreso per cápita.

La profundización financiera, afirma Shaw (1973), reduce la demanda por ahorros externos, disminuye la velocidad del dinero y revierte las fugas de capital. Asimismo, establece que en un contexto de financiamiento superficial, el sistema bancario representa costos muy altos y obtiene grandes ganancias oligopólicas. La profundización financiera implica además, que las tasas de interés deben reportar de forma más precisa las oportunidades que existen para sustituir inversión y consumo. Este diferencial tendería a disminuir tanto a corto como a largo plazo.

De acuerdo con Shaw (1973), una política monetaria que profundice financieramente una economía debería incluir un objetivo en la tasa de depreciación tipo de cambio y en la tasa de crecimiento de la inflación. Si se establece un tipo de cambio flexible, los flujos de capital hacia el interior de la economía serían fácilmente absorbidos de forma productiva, por lo que no se vería perjudicado el sistema monetario interno. Sin embargo, también acepta que una estrategia de liberalización no es la solución para todos los problemas que enfrenta una economía en desarrollo, no obstante, puede hacer que su tasa de crecimiento óptima sea más fácil de alcanzar. Otras de las medidas que debían acompañar el proceso de profundización eran el mantenimiento de niveles bajos de inflación, la exogeneidad de la oferta monetaria, es decir, el dotar de autonomía a los bancos centrales.<sup>32</sup>

La diferencia entre los planteamientos de McKinnon y Shaw se encuentra en el uso de dinero interno y externo (este último para el caso de McKinnon)<sup>33</sup>; y gran parte de sus recomendaciones de política provienen de las reformas financieras hechas en Taiwan y Corea en las décadas de 1950-1960.

---

interés son demasiado altas y los préstamos de muy corto plazo; por lo que la liberalización y profundización financiera eran una forma de impulsar el crecimiento económico, incrementar el ahorro, la inversión, el empleo y una salida del subdesarrollo.

<sup>32</sup> Shaw acepta que no sólo la reforma financiera ayudaría a los países en desarrollo a tener un mayor crecimiento, sino que ésta debía ir acompañada de una reforma agraria, nuevos planes educativos, planificación familiar así como de una reforma fiscal progresiva principalmente.

<sup>33</sup> “Money created as loans to the private sector is termed inside money because it is based on the internal debt of the private sector... Outside money is backed by loans to the government. A change in outside money does change private wealth as conventionally measured because the increased money held by the private sector is not matched by any change in private sector liabilities. Outside money is not available to finance private sector investment. If money is entirely outside money, banks hold government bonds and make no loans to private sector”. (Fry, 1995: 17).

McKinnon enfatiza el papel de los depósitos para estimular la inversión financiada por los mismos agentes. Una tasa de interés más alta estimula la demanda de capital haciendo la acumulación de ahorros más atractiva e incrementando la cantidad de inversión financiada internamente. Shaw (1973) tiene un planteamiento diferente. Su visión es de deuda-intermediación y se enfoca en el papel de la expansión de depósitos en el incremento de la capacidad de préstamo de los intermediarios financieros.

Visto en retrospectiva, esta primera generación de modelos de liberalización financiera establecen a la demanda de dinero como función de la tasa de interés real. Una baja tasa de interés real de depósitos estimula a los agentes a mantener activos improductivos en lugar de depósitos que podrían ser utilizados para financiar inversiones, por lo que la tasa de crecimiento económico se reduce. La implicación política de estos modelos es que el crecimiento económico puede estimularse eliminando los topes a las tasas de interés, eliminando los programas selectivos de créditos y suprimiendo los requerimientos de reservas al sistema bancario, asegurando así que el sistema financiero opere bajo condiciones de competitividad.

Tanto McKinnon como Shaw (1973) enfatizan que la baja tasa inflacionaria es una parte fundamental de un programa de desarrollo financiero. Fry (1995) argumenta que el éxito de los países asiáticos y el fracaso de América Latina en sus reformas financieras se debe a la estabilidad de precios, la disciplina fiscal y a la credibilidad de políticas presentes en los primeros países, pero ausente en los segundos.

Se puede concluir que de acuerdo a lo establecido por esta teoría, si una economía decidiera terminar con sus políticas de represión financiera, el nivel de ahorro e inversión se incrementaría, así como también lo harían la productividad y el empleo.

En el Reporte de Desarrollo Mundial del Banco Mundial en 1989 se recogen los planteamientos teóricos neoclásicos mencionados anteriormente y se establecen una serie de medidas que debían ser consideradas por los países en desarrollo a fin de reformar sus sistemas financieros y estar en posibilidades de propiciar un mayor crecimiento económico después de años de estancamiento y represión financiera.

El Banco Mundial enfatizaba en ese momento la necesidad de que antes de iniciar con las reformas era necesario mantener el déficit fiscal bajo control y establecer un proceso de estabilidad macroeconómica. El gobierno debía disminuir sus programas de asignación de crédito y mejorar los sistemas contables y legales para dar mayor certidumbre a los contratos, así como para incrementar la supervisión a las instituciones financieras.

El siguiente paso, de acuerdo con el Banco Mundial consistía en promover el desarrollo de mercados e instituciones en un ambiente competitivo, e incluso podrían establecerse las tasas de interés pasivas y activas y controlar los movimientos de capital. Sin embargo, una vez alcanzada la estabilidad macroeconómica y controlada la fuga de capitales, el gobierno podía entrar en la etapa final de la reforma que era la liberalización de la tasa de interés, la eliminación de los programas de asignación de crédito, la relajación de los controles a los movimientos de capital y la eliminación de las restricciones al establecimiento de instituciones financieras extranjeras (Banco Mundial, 1989).

También se establecía que la expansión monetaria debía limitarse y los subsidios que se otorgaran debían establecerse en el presupuesto y no financiarse con emisión monetaria, lo que a su vez daba cuenta de la necesidad de establecer bancos centrales autónomos. La privatización de los bancos estatales era una forma de incrementar la eficiencia, pero ésta debía llevarse a cabo una vez que la calidad de su cartera hubiera sido mejorada. Tenían que reformarse y recapitalizarse las instituciones financieras para que conformaran mercados de dinero y capitales robustos.<sup>34</sup>

### **2.2.3 Segunda Generación de Modelos de Desarrollo Financiero.**

La segunda generación de modelos de desarrollo financiero (con autores como Honohan 2004; Levine 1993; Pagano 1993; etcétera), no presta atención al proceso dinámico de la liberalización y estabilización; ni considera los costos sociales en que se incurre al desregular el sistema financiero.

King y Levine (1993), por ejemplo, encontró evidencia que apunta a que el desarrollo financiero es una variable significativa y que contribuye a la explicación del crecimiento económico. Patrick Honohan (2004) por su parte, acepta que incluso puede haber quienes han encontrado una relación positiva entre financiamiento y pobreza, pues establece que para algunos, los altos salarios pagados en el sector financiero contribuyen a empeorar la distribución del ingreso. Otra forma en el que el financiamiento incrementa la pobreza se presenta cuando amplios sectores de la economía no pueden pagar los costos de hacer uso de los servicios financieros afectando de la misma forma la distribución del ingreso. Sin embargo, en general, también reconoce un vínculo positivo entre financiamiento y crecimiento y asevera que este último es indispensable para reducir los niveles de pobreza de una nación.

---

<sup>34</sup> Es importante hacer notar que el propio Banco Mundial establecía que la liberalización por sí misma no incrementaría la disponibilidad de crédito en el largo plazo. La apertura de la cuenta de capitales promovería el mejor alineamiento de la tasa de interés interna con la internacional, incrementará la disponibilidad de fondos del extranjero y las posibilidades de diversificación de riesgos.

Existen dos canales por medio de los cuales la función financiera puede afectar el crecimiento económico, según la teoría neoclásica: la acumulación de capital y la innovación tecnológica. En el primer caso, se afecta la acumulación de capital ya sea por alterar la tasa de ahorro o por la reasignación de ahorros a través de las diferentes tecnologías productivas. De esta manera puede decirse que se afecta el estado estacionario de una economía, pues se altera la tasa de innovación tecnológica y ahorro.

Existen también otros factores que influyen en el funcionamiento financiero y el crecimiento económico, como son el sistema legal y las instituciones políticas. Sin embargo, los sistemas financieros son una característica fundamental del proceso de crecimiento económico y de los factores que lo provocan (Honohan, 2004).

La teoría neoclásica argumenta que primero se consolidan los intermediarios financieros y es con base en éstos que se propicia un mayor crecimiento económico. La insuficiencia en el desarrollo financiero crea una “trampa de pobreza” que obstaculiza el crecimiento económico incluso cuando un país haya establecido ya otras condiciones para que éste genere crecimiento económico (como estabilidad macroeconómica, apertura comercial, un buen sistema educativo, etc. -Levine, 1997-).

Estos nuevos modelos establecen que el desarrollo financiero puede ayudar incluso a predecir el crecimiento económico simplemente porque como ellos suponen, se desarrolla con anticipación al crecimiento económico. La existencia de diferencias entre el desarrollo financiero de distintas regiones, puede alterar las tasas de crecimiento económico durante un amplio horizonte temporal (Beck, Levine y Loayza, 2000).

Otro indicador que afecta el crecimiento económico y que tiene que ver con la profundidad financiera es la liquidez. Esta puede medirse como el total de títulos y acciones comerciadas en un país en relación con el PIB.<sup>35</sup>

En su modelo, King y Levine (1993) utilizaron las obligaciones líquidas y el crédito doméstico al sector privado como porcentajes del PIB, como medidas de intermediación financiera, y la actividad económica la miden con las tasas de crecimiento del PIB total y *per cápita*. Ambos autores encontraron una correlación negativa entre crecimiento e intermediación financiera en años previos y posteriores a períodos de crisis. En el caso del crédito privado, su correlación es fuertemente negativa previo a la crisis y se vuelve neutral en una segunda etapa, es decir, auges crediticios anteceden los períodos de crisis

---

<sup>35</sup> Este valor varía entre países, por ejemplo para el caso de Estados Unidos se presenta un valor de cerca del 0.3 de 1973 a 1993, mientras que para el caso de México el valor es de apenas 0.04. De acuerdo con Levine, si México hubiese tenido el nivel de liquidez del mercado estadounidense en 1993, su PIB podría haber sido 8% mayor al observado (Beck, Levine y Loayza, 2000).

bancarias y la relación entre la intermediación financiera y el crecimiento es negativa en los años que rodean a las crisis bancarias.

Los mismos autores, encontraron una relación positiva entre el tamaño inicial de la intermediación financiera y el desempeño económico subsecuente, es decir, los sistemas financieros más desarrollados llevan a un mayor crecimiento. Sin embargo, el mismo estudio realizado para América Latina lleva a resultados en los que la relación es negativa, lo que puede ser, según ellos, resultado de las repetidas crisis financieras que ha sufrido la región (King y Levine 1993).<sup>36</sup> De los 74 países de su estudio, 31 experimentaron crisis bancarias y 20 de éstos correspondieron a países de América Latina y el Caribe. El efecto de crecimiento de la profundización financiera en América Latina es menor que para el resto de los países, sin embargo su argumento al final es que dicho impacto es positivo.

En el largo plazo, de acuerdo con los mismos autores (el crecimiento económico), está positiva y significativamente relacionado y con la intermediación financiera. Por otro lado, los coeficientes que encuentran para el corto plazo son negativos, por lo que concluyen que el signo de la relación entre crecimiento económico e intermediación financiera depende de si los movimientos son cíclicos o permanentes. Mediante el uso de métodos econométricos de datos de panel encuentran una relación positiva en el largo plazo entre la intermediación financiera y el crecimiento del ingreso que coexiste con una relación negativa en el corto plazo (King y Levine 1993).

En otro trabajo presentado por Levine y Beck (2000) para comprobar la relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico<sup>37</sup>, encuentran una fuerte relación positiva

---

<sup>36</sup> King y Levine (1993) estimaron una regresión dinámica usando datos de panel, su ecuación incluía un nivel inicial de ingreso *per cápita* como variable a explicar.

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = (\alpha-1)y_{i,t-1} + \beta'CV_{i,t} + \delta FD_{i,t} + \mu_t + \varepsilon_t + v_{i,t}$$

Donde  $y$  es el logaritmo del ingreso real *per cápita*,  $CV$  son las variables de control (nivel inicial de PIB *per cápita*, consumo gubernamental como porcentaje del PIB, volumen de comercio como porcentaje del PIB y la tasa de inflación);  $FD$  es un indicador de profundidad financiera (ellos lo definen como obligaciones líquidas y crédito privado doméstico como porcentaje del PIB);  $\mu$  es un efecto específico del tiempo;  $\varepsilon$  es el efecto específico de un país no observado y  $v$  es el término de error. Sin embargo, su regresión tuvo que incluir variables dummy para el caso de América Latina.

<sup>37</sup> Levine y Beck (2000) miden el desarrollo financiero por medio de cuatro indicadores todos en relación con el PIB real. El primero mide el tamaño de la intermediación financiera y es igual a los títulos líquidos del sistema financiero divididos entre el PIB. Se encuentra que los ciudadanos de los países desarrollados mantienen dos terceras partes del PIB en activos líquidos en instituciones financieras mientras que los ciudadanos de los países subdesarrollados lo hacen sólo a razón del 25%. Su estudio encuentra también una alta correlación entre PIB y profundidad financiera.

La segunda medida de desarrollo financiero mide el grado en el que el banco central y los bancos comerciales asignan créditos. La tercera medida es igual al crédito asignado a las empresas privadas en relación al total del crédito interno. La cuarta medida se refiere al crédito otorgado a las empresas privadas dividido por el PIB. En sus resultados, Levine encuentra que hay una relación estadísticamente significativa entre el PIB *per cápita* y los créditos otorgados al sector privado (se trata de un modelo hecho en sección cruzada para 77 países de 1960 a 1989).

Su modelo tiene la siguiente forma:  $F(i)$  representa el valor del  $i$ -ésimo indicador de desarrollo financiero promediados en el período 1960-1989;  $G(j)$  representa el valor del indicador  $j$ -ésimo de crecimiento económico promediado en el período de 1960-1989, la  $X$  representará una matriz de información condicional para controlar otros factores asociados al crecimiento económico ( ingreso *per cápita*, educación, estabilidad política, tasa de interés, comercio, políticas fiscal y monetaria).

$$G(j) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon$$

entre cada uno de los indicadores de desarrollo financiero y el crecimiento económico. Sus regresiones indican que la profundidad financiera de 1960 está significativamente correlacionada con cada uno de los indicadores promedio de crecimiento a lo largo del período de estudio. Por lo que sugieren que el nivel inicial de desarrollo financiero permite predecir tasas subsecuentes de crecimiento económico, acumulación física de capital y eficiencia económica en un período de alrededor de 30 años. Lo anterior incluso controlando estadísticamente variables como educación, ingreso, estabilidad política y medidas de política monetaria, comercial y fiscal.

En cuanto a los modelos de crecimiento endógeno (Pagano, 1993) el producto agregado es función lineal del *stock* de capital y se puede expresar de la siguiente forma:

$$Y_t = AK_t$$

Esta expresión puede considerarse como una función de producción reducida. (Romer<sup>38</sup>, por ejemplo usa una función similar asumiendo que las empresas tienen rendimientos constantes a escala pero con una productividad como función creciente del stock de capital). Suponiendo que en una economía cada firma produce un ingreso:

$$y_t = Bk_t^{1-\alpha}$$

En este caso se supone que B responde al stock de capital promedio, por lo que:

$$B_t = Ak_t^{1-\alpha}$$

Por lo tanto, el producto agregado puede expresarse de la forma:

$$y_t = Ny_t$$

Se asume que en el modelo AK puede expresarse el parámetro  $K_t$  como una composición de tanto capital físico como humano (Lucas, 1988) y asumiendo que los dos tipos de capital son reproducibles y las tecnologías idénticas (por simplicidad también se supone que la población es estacionaria y que la economía produce un solo bien que puede ser consumido o invertido; si se invierte, se depreciaría a la tasa  $\delta$  por período). De esta forma la inversión bruta podría expresarse como:

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t$$

---

<sup>38</sup> Romer, P. *Capital accumulation and the theory of long-run growth*. (Harvard University press, Cambridge MA)



En una economía cerrada sin gobierno, el equilibrio del mercado de capitales requeriría que el ahorro bruto  $S_t$  se iguale a la inversión total  $I_t$ , sin embargo una proporción  $1 - \phi$  del flujo de ahorros se pierde en el proceso de intermediación financiera.

$$\phi S_t = I_t$$

La tasa de crecimiento en el período  $t + 1$  se puede expresar como:

$$g_{t+1} = Y_{t+1} / Y_{t-1} = K_{t+1} / K_{t-1}$$

Usando la ecuación de la inversión y eliminando los subíndices, la tasa de crecimiento de estado estacionario puede escribirse como:

$$g = A \frac{I}{Y} - \delta = A\phi s - \delta$$

Donde  $I/Y$  se denota como  $s$ . Esta ecuación muestra cómo para la teoría del crecimiento endógeno el desarrollo financiero puede afectar el crecimiento: a) puede incrementar  $\phi$ , la proporción del ahorro disminuida de la inversión; b) puede también incrementar  $A$ , que es la productividad marginal del capital y c) puede elevar  $s$ , que representa la tasa de ahorro privado.

En cuanto a la primera forma, en el proceso de transformación de ahorro en inversión, los intermediarios financieros absorben recursos, por lo que un dólar ahorrado genera menos de un dólar en inversión. Esta absorción ( $\phi$ ) es una recompensa por los servicios ofrecidos por parte de los bancos y a la vez, refleja la ineficiencia y el poder de mercado de los intermediarios. Si el desarrollo financiero reduce el parámetro  $\phi$ , también incrementará la tasa de crecimiento del producto.

Una segunda forma en que la intermediación financiera incide en el crecimiento económico, de acuerdo con Pagano (1993) es la asignación de fondos a proyectos con una productividad marginal de capital mayor. De esta forma, los intermediarios incrementan la productividad del capital  $A$ , por lo que el crecimiento económico se eleva. Los intermediarios recolectan información y reducen el riesgo de los inversionistas propiciando que estos decidan mantener activos cada vez menos líquidos pero a la vez más productivos. Los ahorros canalizados a través de los intermediarios financieros se supone serán asignados de forma eficiente y la mayor productividad del capital tendrá como resultado un mayor crecimiento.

La tercera forma en que la intermediación financiera puede afectar el crecimiento es alterando la tasa de ahorro. Sin embargo aquí, el signo muestra resultados ambiguos pues el desarrollo financiero también puede disminuir el ahorro y por lo tanto el crecimiento. Mientras más se desarrolla el mercado de capitales, los individuos pueden diversificar su riesgo de mejor manera, además de que la obtención de créditos se hace de forma más fácil y barata. El desarrollo financiero supone también reducir la brecha entre las tasas de interés pagadas por las firmas y por los individuos. Cada uno de estos factores afecta el ahorro, pero el resultado, de acuerdo con la teoría, es ambiguo.

En la teoría de crecimiento endógeno, el ahorro puede caer y reducir el crecimiento debido a que el desarrollo financiero incrementa la seguridad del mercado y por lo tanto los individuos ahorran menos por tener menores motivos precautorios.

En general, el impacto que tienen las tasas de interés reales sobre el nivel de ahorro también es ambiguo y los estudios empíricos que se han realizado para comprobar su signo no son concluyentes.

### **2.3 Límites de la escuela neoclásica.**

La evidencia empírica de la liberalización financiera y sus efectos en elementos clave, tales como el ahorro, la inversión y el crecimiento es ambigua para muchos países en desarrollo. Como se mencionó antes, las elevadas tasas de interés reales pueden incrementar el ahorro financiero, el cual es sólo una parte del ahorro total, por lo que hay una sustitución entre activos financieros y otros activos, dejando el ahorro total sin cambios.

La liberalización financiera ha sido una de las principales causas de la inestabilidad financiera ocurrida en el mundo desde 1997 (en Argentina, Tailandia, Rusia, Uruguay, Indonesia, Kenya y Corea), está asociada a los rápidos procesos de liberalización financiera. La crisis de Corea de noviembre de 1997, por ejemplo, fue antecedida por la desregulación de las tasas de interés, la apertura de la cuenta de capitales, la liberalización del tipo de cambio, el otorgamiento de nuevas licencias para la operación de bancos y el desmantelamiento de los mecanismos de monitoreo por parte del gobierno (Arestis, 2003).

Demiguc-Kunt y Detraguiache (1998), realizan un estudio para 53 crisis bancarias ocurridas entre 1980 y 1995 y encuentran que el 78% de éstas estuvo ligado a períodos de liberalización financiera. Las crisis resultaron ser la regla más que la excepción que enfrentan los países al liberalizar sus sistemas financieros.

La teoría de la liberalización supone un modelo competitivo y lo que empíricamente se constata en un mercado financiero real es profundamente distinto, pues existen asimetrías de riesgo e información que son menos evidentes que en los mercados de bienes. Lo anterior se transforma en problemas de riesgo moral y selección adversa.

La visión de McKinnon y Shaw se basa en la idea de financiamiento vía intermediarios financieros que simplemente establecen una tasa de interés que equilibra la oferta y demanda de ahorros. La evidencia econométrica hasta ahora encontrada tiene dificultad para establecer la causalidad entre financiamiento y desarrollo. Diversos estudios muestran que el principal determinante del ahorro es el nivel del ingreso y no la tasa de interés real (Gupta, 1987). El efecto sobre la tasa de ahorro es relativamente pequeño y positivo en algunos otros estudios (como en Bandiera *et al.*, 2000). Si existiera algún incremento en el PIB debido a la liberalización financiera se presentaría debido a una mejor asignación de recursos (Fry, 1995).

En otros estudios, Demetriades y Devereux (1992), y Greene y Villanueva (1991), para distintos países se encuentra una relación negativa entre la tasa de interés real y la inversión. Mientras el incremento en la oferta de crédito afecta la tasa de inversión positivamente, parece existir un efecto negativo y de las tasas de interés reales positivas sobre la inversión; manteniendo la oferta de crédito constante, el efecto neto de las tasas de interés reales sobre la inversión es negativo.

De Gregorio y Guidotti (1993) sugieren que la relación entre tasas de interés reales y crecimiento tiene la forma de una U invertida, pues afirman que tasas reales negativas no promueven el desarrollo financiero ni el crecimiento, mientras que tasas reales muy altas reducen el crecimiento al afectar negativamente la inversión. El crecimiento se maximizará en algún punto intermedio. Fry (1995) intenta probar esta hipótesis y encuentra que de entre 85 países, de 1971-1995 se puede apoyar dicha idea y que la tasa de interés real que maximiza el crecimiento es cero.

Otra limitante de la teoría neoclásica se encuentra en el hecho de que el racionamiento del crédito no se elimina necesariamente con políticas de liberalización financiera, ni los recursos se asignan de forma eficiente. Stiglitz y Weiss (1981) muestran que los bancos presentan el problema de selección adversa, debido a que existe información asimétrica en su actividad.

Stiglitz y Weiss (1981), mostraron que el racionamiento del crédito no era especial de los regímenes de represión financiera y que no necesariamente se elimina después de la liberalización financiera como se asume usualmente. La información limitada con la que cuenta el sector financiero hace que el crédito se racione por parte de los bancos

comerciales. Lo anterior se debe a que a mayores tasas de interés, el riesgo total del sistema bancario crece, pues los proyectos menos riesgosos no generan las ganancias suficientes a la tasa de interés establecida, por lo que las empresas se ven obligadas a emprender los proyectos más riesgosos. Los bancos deciden racionar el crédito pues saben que las tasas de interés más altas implican que los agentes, que requieren de préstamos, tienen proyectos más riesgosos. En este contexto, los autores afirman que es preferible la represión financiera por parte del gobierno que por parte de los bancos comerciales, ya que en el primer caso las tasas de interés son menores y el riesgo para todo el sistema financiero también lo es.

Bandiera (*et al*, 2000) sugiere que la liberalización financiera tiene poco impacto en la disponibilidad de crédito en el sector formal en ocho países en desarrollo (su estudio incluye a Chile, Ghana, Indonesia, Corea, Malasia, México, Turquía y Zimbabue). La razón principal a este respecto yace en el hecho de que los bancos continuaron utilizando la misma metodología para el otorgamiento de préstamos, es decir, exigencias de colaterales, capacidad de pago, capital inicial, historial de la empresa y de crédito, entre otros requerimientos que no tienen las empresas medianas y pequeñas en estos países. Además, la implementación de las reformas en un ambiente macroeconómico inestable tendió a elevar las tasas de interés. Con altas tasas de inflación, las tasas nominales de interés se elevaron a niveles significativos, impidiendo el acceso de las pequeñas y medianas empresas al crédito.

Gupta y Lensink (1996) por su parte, establecen que un estudio acerca del impacto de la liberalización financiera en el crecimiento económico no debe dejar fuera aspectos como el efecto de la tasa de interés en la inversión; el efecto de la eficiencia en la asignación de la inversión y el de la eficiencia bancaria en la inversión. Si bien ellos encuentran, un efecto positivo de la liberalización en la inversión y el crecimiento económico, también hacen énfasis en que los mercados de crédito informal en los países en desarrollo tienen una importancia tal, que de no ser considerados en estudios y modelos posteriores, haría que los resultados que se puedan obtener difieran de la realidad.<sup>39</sup> Ellos mismos establecen que existe incluso la posibilidad de que la liberalización financiera reduzca el nivel de ahorros, por lo tanto, afecte el nivel de inversión y reduzca la eficiencia del capital. Lensink (1996) en un estudio, observa que en países del África subsahariana, por ejemplo, los ahorros disminuyeron al igual que la eficiencia de la inversión ante reformas liberalizadoras enfocadas principalmente al sector bancario formal.

---

<sup>39</sup> En general se piensa que en los mercados informales de crédito se cargan elevadas tasas de interés y que la intermediación financiera que proveen es ineficiente (de hecho así lo establecen en sus textos McKinnon y Shaw en 1973); sin embargo, Gupta y Lensink (1996) encuentran que esto puede no ser así en muchos casos. El financiamiento informal suele ser de corto plazo entre individuos que se conocen mutuamente. Estos autores demuestran que este tipo de financiamiento sí está relacionado con actividades productivas (principalmente en el sector rural), y que a pesar que de sus costos sí suelen ser mayores, se mantiene debido al racionamiento del crédito por parte de los bancos comerciales.

El programa de liberalización implementado en estos países no tomó en cuenta que el sector bancario formal de la economía no era un ente importante en el financiamiento de proyectos, pues la mayor parte de la población tenía poco que ver con el uso de instituciones de ahorro y préstamo. Los bancos en este caso carecían de información, con lo que presentaban problemas de riesgo moral e información imperfecta, características opuestas a las del sector informal. En este último, el prestamista conoce al grupo de clientes con el que usualmente trabaja y vive en la misma villa. Como el prestamista tiene mejor información sobre el prestatario que en los banqueros, tiene también mejores oportunidades de discriminar entre sus clientes con altos y bajos riesgos a quienes además carga diferentes tasas de interés, particularmente a proyectos rurales.<sup>40</sup>

Ante un proceso de liberalización financiera, es posible cambiar la asignación de recursos del sector informal bien informado al sector formal mal informado, lo que reduciría la eficiencia en el proceso de asignación. Por lo tanto, un proceso de liberalización financiera que ignore la existencia y la importancia del sector informal, puede empeorar la asignación de recursos y la calidad de la inversión. Los agentes financieros informales operan tanto en zonas urbanas como rurales y representan en algunos casos la principal fuente de crédito para muchas empresas pequeñas.

Por otro lado, la liberalización financiera lleva a las economías a caer en contextos de alta vulnerabilidad externa, pues al permitir el libre flujo de capitales, pasan a estar sujetas a las acciones especulativas, lo cual obliga a los países a trabajar con políticas monetarias y fiscales restrictivas para asegurar la estabilidad de la moneda, eliminar incertidumbre y evitar prácticas especulativas (Huerta, 2004). Es por ello que se han tenido que establecer políticas macroeconómicas dirigidas a crear las condiciones de confianza, estabilidad y rentabilidad para atraer a dichos capitales y mantenerlos en el país.

Los crecientes requerimientos de entrada de capitales y la liberalización financiera, impiden a los gobiernos tener políticas macroeconómicas a favor de la inversión productiva y del crecimiento del mercado interno, ante el temor de que ello sea inflacionario. El problema se agudiza debido a que las políticas monetarias y fiscales restrictivas establecidas para evitar presiones inflacionarias, recrudecen los problemas de productividad y competitividad de la producción nacional frente a las importaciones, y actúan en contra de los niveles de rentabilidad de la esfera productiva. Además se impide

---

<sup>40</sup> Lensink encuentra una interacción horizontal en la cual los individuos primero acuden al sector formal, pero el exceso de demanda los lleva al mercado informal. La interacción vertical se refiere al hecho de que los prestamistas informales tienen acceso a fuentes formales de crédito y ellos reciclan los fondos en el mercado informal. En este último caso queda la duda en cuanto a si una mejora en las condiciones de crédito en el sector formal son a la vez transferidas al sector informal (por ejemplo, menores tasas de interés y plazos más largos). El autor considera que este tipo de interacciones debe ser tomado en cuenta al diseñar e implementar políticas de liberalización.

contar con condiciones de repago de los préstamos que otorga el sector bancario, pues dichas políticas no generan condiciones de crecimiento económico.

Existen en realidad una serie de problemas fundamentales en la hipótesis de liberalización financiera, primero, en el sentido en que toda la inversión es autofinanciada; otro problema es que presupone que existe un sistema financiero sofisticado, pues habla de la tasa que se le paga a los ahorradores como un promedio de las tasas nominales para todas las formas de depósitos. Sin embargo, los mercados de capitales nunca han operado de esta forma ni siquiera en los países desarrollados, donde lo que existe es fragmentación en el sentido de que hay varios instrumentos con diferentes niveles de riesgo e incertidumbre y no hay nada que los unifique en cuanto a un pago futuro esperado.

## **2.4 La crítica poskeynesiana**

Como se mencionó anteriormente, desde 1995 en México y más tarde en 1997 en Argentina, Ecuador, Tailandia, Rusia, Uruguay, Colombia, Indonesia, Kenia, Corea, Brasil, se presentaron períodos de crisis financieras cuya característica común es que les habían precedido reformas financieras como la liberalización de las tasas de interés, la apertura de la cuenta de capital, liberalización del tipo de cambio, licencias de operación a nuevos bancos y el desmantelamiento de los mecanismos de control gubernamental, es decir, estuvieron precedidas de procesos de liberalización financiera (Arestis, 2003).

La ocurrencia de crisis se debe a que la liberalización financiera yace sobre la base de premisas teóricas débiles y es por eso que sus resultados no se han reflejado en la mayoría de los casos, en tasas de crecimiento económico superiores, en los países en desarrollo. El primer problema con la tesis de liberalización es que se basa en el supuesto de que toda la inversión debe ser autofinanciada (debido al supuesto de ahorro previo).<sup>41</sup> Otro de los supuestos erróneos de la teoría neoclásica es el de un mercado competitivo, lo cual está lejos de describir el mercado financiero de los países en vías de desarrollo, donde una de las características principales es la información asimétrica y el alto nivel de riesgo. Los mercados no son tampoco eficientes en el sentido de Pareto (donde el precio representa el costo marginal), pues el precio que paga el usuario de los servicios financieros es demasiado alto y no se iguala a los beneficios marginales de utilizar capital (Arestis, 2003).

---

<sup>41</sup> Sólo en etapas muy tempranas de desarrollo, los bancos dependen de depósitos previos para crear crédito; sólo en esta etapa el ahorro precede a la inversión. La aceptación de notas bancarias como medios de pago le brindan a éstos la capacidad de crear crédito. En la teoría keynesiana el financiamiento está determinado por el deseo de los bancos de crear depósitos y créditos y no por las preferencias de los ahorradores. La tasa de interés es un fenómeno monetario y está determinada por la política monetaria, las estrategias de crédito de los bancos y la preferencia por la liquidez de los tenedores de activos. (Chick, 1992).

Otra de las principales diferencias entre la teoría neoclásica y la poskeynesiana se refiere a que la primera tiene como uno de sus axiomas principales la neutralidad del dinero.<sup>42</sup> Keynes, en cambio, rechaza dicha neutralidad utilizando además al dinero como un medio de establecer contratos y donde la liquidez juega un papel fundamental.

La teoría neoclásica basa su análisis en la Ley de Say y en dos axiomas adicionales: la sustitución bruta y la ergodicidad. La sustitución bruta significa que ante cambios en los precios relativos de los bienes, los consumidores comprarán una mayor cantidad del bien más barato y una menor cantidad del más caro, gastando al final, la misma proporción de su ingreso. La existencia de este axioma permite llegar a la conclusión de que si los precios son flexibles, todos los mercados, se vaciarían y por tanto no existiría desempleo.

El axioma de ergodicidad, por su parte, establece que el futuro puede ser estadísticamente calculable con la información pasada y presente. Este axioma es además fundamental para la escuela neoclásica de expectativas racionales.

Si la realidad económica fuera ergódica y por tanto inmutable, la sociedad no podría establecer leyes para cambiar su comportamiento. Bajo esta concepción, los seres humanos no tendrían la posibilidad de alterar su futuro económico a largo plazo. La realidad del hombre es por tanto transmutable, es decir, es un sistema no ergódico, donde algunos aspectos del futuro económico son creados por las acciones humanas de hoy y del futuro (Davidson, 2002). Es esta realidad transmutable la que hace que no se acepte el axioma de ergodicidad en la teoría keynesiana y poskeynesiana, y que se apoye en cambio, la existencia de incertidumbre, es decir, el futuro en el largo plazo es incierto y no puede predecirse con confiabilidad con las herramientas estadísticas y con la información pasada y presente.

Keynes a diferencia de la escuela neoclásica establece que el dinero tiene dos propiedades esenciales: una elasticidad de producción igual a cero (es decir, que no puede producirse con el uso de trabajo en el sector privado), y una elasticidad de sustitución entre los activos líquidos y los bienes y servicios producidos por la industria igual a cero. El hecho de que en una economía monetaria una parte del ingreso se ahorre en la forma de activos financieros no producibles (dinero) en lugar de bienes y servicios industriales, tiene como consecuencia la existencia de desempleo involuntario.

Este resultado es contrario a lo dicho por la teoría neoclásica pues ésta establece que sólo los bienes y servicios brindan utilidad y sería irracional un agente que acumulara un activo sólo por su liquidez; sin embargo, en el mundo real, la gente sí mantiene sus

ahorros en la forma de dinero y lo hace porque en un mundo donde el axioma de ergodicidad no es aplicable, es sensata la decisión de mantener una proporción del ingreso en la forma de dinero (Davidson, 2002).

Dadas las características de la realidad aquí descritas, los empresarios deben tomar decisiones cruciales de inversión en un ambiente no ergódico y transmutable, con expectativas exógenas y creatividad. Es este medio ambiente incierto (no ergódico) lo que obliga a la existencia de contratos hechos sobre la base de dinero (el dinero es por tanto, no neutral), donde además los precios de los bienes se establecen sobre la misma base, el dinero.

Los agentes esperan que el proceso de producción e intercambio organizado sobre la base de contratos monetarios continúe en el futuro. por lo tanto, el dinero no sólo sirve para establecer los contratos en el presente, sino también obligaciones futuras. El dinero tiene entonces la posibilidad de actuar como vehículo de poder de compra futuro (Davidson, 2002).

#### **a) Inversión.**

El crecimiento del ingreso depende de la acumulación de capital, y ésta requiere de inversión y de una cantidad igual de ahorro. Ambos, tanto inversión como ahorro, son dos de los temas más importantes para las economías en desarrollo. El cómo estimular la inversión y provocar un incremento en el nivel de ahorro para fondearla es un aspecto clave para cualquier economía que pretenda salir del subdesarrollo. Este fondeo es distinto del financiamiento de la inversión, éste último sólo requiere de la disposición de las instituciones financieras para otorgar créditos, incluso sin la existencia de ahorro previo. La inversión entonces no está restringida por el ahorro; el ahorro debe igualar a la inversión planeada (*expost*) para que la inversión real de capital se realice (Thirlwall, 2003).<sup>43</sup>

La inversión es la compra de un activo durable sobre el que se tiene la esperanza de que genere flujos de efectivo futuros en un período de tiempo y por una cantidad que exceda su precio de compra, es decir, que genere una tasa de retorno positiva. La inversión se aplica tanto a la compra de acciones, deuda y activos financieros intercambiados en los

---

<sup>43</sup> Para Keynes, la igualdad entre ahorro e inversión es una “consecuencia necesaria”, pues el ingreso es igual al consumo más la inversión ( $Y=C+I$ ) y el ahorro es igual al ingreso menos el consumo ( $S=Y-C$ ) y “cualquier grupo de definiciones que satisfaga las condiciones anteriores lleva a la misma conclusión, que sólo puede eludirse negando la validez de una u otra” (Keynes, 1936: 62). Sin embargo, debemos resaltar que para la teoría keynesiana esta igualdad es *expost* y no *exante*. Keynes establece, que esto es así pues “no se puede obligar a nadie a poseer el dinero adicional correspondiente al nuevo crédito bancario, a menos que deliberadamente prefiera guardar más dinero que en otra forma de riqueza” (Keynes, 1936: 82) y hace referencia a que no es necesaria la existencia de “ningún ahorro genuino” para que el sistema bancario pueda otorgar un nuevo crédito que permita estimular la inversión.



mercados financieros como a la compra de bienes durables reales (equipo, planta, etc.) que se utilizan en el proceso productivo para generar un flujo de efectivo.

En una economía monetaria<sup>44</sup>, todas las transacciones se hacen en un mercado *spot* o en uno de futuros. En el primero, los compradores y vendedores acuerdan pagar y entregar inmediatamente el objeto de la compra-venta. En el mercado a futuro tanto el comprador como el vendedor acuerdan el pago (o pagos) y la entrega del objeto en cuestión, en fechas futuras.

En la teoría neoclásica no se toman en cuenta este tipo de transacciones, las acciones de compra-venta sólo se realizan sobre la base de mercados *spot*, es decir, las empresas producen sin existir contratos u órdenes de compra; al concluir su producción llevan sus productos al mercado y los venden al precio *spot* que aparecerá en ese momento.

En el mundo real, sin embargo, existen ese tipo de contratos y órdenes de compra en un sistema empresarial. Los contratos denominados en dinero son los que se utilizan para organizar la producción y el intercambio. El dinero es lo que permite pagar las obligaciones contractuales y la liquidez es la habilidad de cumplir con dichas obligaciones en el plazo convenido.

La liquidez se vuelve un problema fundamental en una economía keynesiana, donde la producción se lleva a cabo sobre la base de contratos a futuro y órdenes de compra. Para la mayoría de las empresas e individuos, el balance entre los flujos de efectivo que reciben y los que pagan es el problema económico más importante día con día y, por tanto, requieren de mantener dinero en efectivo para hacer frente a sus obligaciones.

Los agentes tienen que decidir qué hacer con su ingreso, deciden cuánto destinan al consumo y cuánto al ahorro. Una vez que deciden lo que van a ahorrar deben tomar otra decisión (de preferencia por liquidez), entre lo que asignarán a diferentes activos financieros líquidos y a dinero en efectivo. Es importante notar que el ahorro no se canaliza a activos físicos y productivos (como establece la teoría neoclásica) sino a activos líquidos y a mantener dinero en efectivo. Los ahorradores se interesan por mantener y quizá incrementar el valor de sus activos financieros y quieren una fuente de liquidez para algún momento en el futuro. Si un ahorrador mantuviera activos físicos productivos no podría venderlos fácilmente, y si lo hiciera, es probable que incurra en una pérdida de capital por el uso o la depreciación de dicho activo.

---

<sup>44</sup> En una economía monetaria (donde los bienes se compran con dinero y los contratos se fijan en unidades monetarias), para invertir se necesita la existencia de dinero; una empresa puede bien haber acumulado dinero de sus ganancias pasadas o recurrido a los bancos o al público, mediante la emisión de deuda, para hacerse de dinero y llevar a cabo sus gastos de inversión.

**b) Preferencia por la liquidez.**

En la Teoría General, Keynes distingue tres motivos para mantener dinero líquido: el motivo transacción, el motivo precaución y el motivo especulación. Un año más tarde en 1937 agrega un motivo más por el cual se puede demandar liquidez, el motivo financiamiento.

Las familias mantienen saldos líquidos dependiendo de las obligaciones que tengan que cubrir, de las fechas y de la periodicidad en que reciben sus pagos, y de su gasto planeado entre los intervalos en que reciben sus ingresos.

De forma similar, los negocios requieren mantener efectivo para cumplir con sus obligaciones contractuales, y la compra de materiales para mantener su empresa en operación. La cantidad de efectivo que requieren depende de sus planes de gasto y el grado de integración vertical de la empresa. A esa cantidad debe añadirse la que se necesita para cubrir los contratos a futuro y las órdenes de compra que tradicionalmente surte. Sin embargo, si las decisiones de invertir crecen, la empresa productora de bienes de inversión necesitará de financiamiento extra, lo que representará una demanda de dinero adicional. El incremento en las ganancias esperadas hace que el empresario ordene más bienes de inversión pues cree además que puede obtener fondeo y utilizarlo cuando los bienes de capital que ordenó le sean entregados.

Cuando los productores de bienes de capital reciben más órdenes (contratos) de compra, requerirán de más capital de trabajo o financiamiento para poder pagar a sus empleados, materia prima y productos semiterminados para su producción. Para hacerlo, entrarán en contacto con sus bancos para solicitar este financiamiento, entregando como colateral los nuevos contratos de compra. Si este nuevo financiamiento es otorgado por los bancos, la oferta monetaria estará creciendo endógenamente (sin necesidad de ahorro previo). El capital de trabajo fluiría al productor de bienes de capital hasta que éste lo entregara a su cliente. El pago por parte del cliente sirve para pagar a su vez al banquero por el préstamo que sirvió para financiar la fabricación del nuevo bien de capital.

Como este tipo de bienes generalmente son muy caros, el comprador tiene que fondearlo mediante la emisión de títulos (acciones, deuda, etc.) que vende a los ahorradores de este tipo de instrumentos.

El financiamiento del capital de trabajo provee al inversionista con el dinero para pagar por la fabricación de los bienes de producción durables, mientras el fondeo le permite pagar el precio de compra de un proyecto de inversión completo. En este proceso de fondeo, el inversionista vende un activo financiero líquido (acciones o bonos)

directamente o mediante los intermediarios financieros, a una gran cantidad de pequeños ahorradores en la economía. Por tanto, los mercados financieros juegan un papel de suma importancia, pues permiten el fondeo externo de inversiones a gran escala.

Si la oferta monetaria no hubiera cambiado en respuesta al incremento del gasto planeado en incrementar la producción, entonces la demanda adicional de capital de trabajo por parte de los productores de bienes de capital hubiera incrementado la tasa de interés antes de que la producción adicional se llevara a cabo (debido a la competencia por los fondos disponibles). Si el sistema bancario y las autoridades monetarias pretenden mantener el nivel de tasas de interés ante un incremento en la demanda de financiamiento, la oferta monetaria debe crecer endógenamente antes de que se incremente la producción de las empresas. Este aumento de la oferta monetaria, anterior a la expansión de la producción es mal interpretado por los monetaristas como una prueba de que el incremento en la oferta monetaria causa un incremento del producto (Davidson, 2002).

Un alza en la demanda de dinero induce un crecimiento endógeno de la oferta monetaria si los banqueros tienen el deseo y la posibilidad de satisfacer dicha demanda. Este incremento ocurre al mismo tiempo que hay más contratos de compra. Como la producción lleva tiempo, algunos economistas han descrito el proceso equivocadamente como si el incremento de la oferta monetaria incrementara la producción; lo correcto es que el incremento endógeno de la oferta de dinero permite incrementar la producción, pero el proceso fue iniciado por el mayor número de órdenes de compra de bienes de capital dadas las expectativas de obtener mayores ganancias. Un incremento de la oferta monetaria por medio de operaciones de mercado abierto sólo puede incrementar la demanda por bienes de inversión si disminuye la tasa de interés que las empresas utilizan para verificar la viabilidad de sus proyectos, o bien, si reduce la cantidad de racionamiento de crédito experimentada por los agentes. No existe garantía de que un simple incremento de la oferta monetaria incremente al mismo tiempo la demanda agregada.

La existencia de un sistema bancario con la capacidad de crear dinero y de mercados financieros bien organizados que creen liquidez permite a las empresas tomar decisiones de inversión que serían incompatibles con la asignación de preferencias del público a las tasas de interés prevalecientes. Si los inversionistas pueden obtener compromisos de fondeo de intermediarios como bancos de inversión, pueden también firmar contratos de compra de bienes de inversión. En una economía monetaria son el financiamiento y el fondeo lo que permiten incrementar estos últimos (Davidson, 2002).

En una economía monetaria, los flujos de inversión no se realizan hasta que el financiamiento bancario de corto plazo se otorga. Una vez hecho esto, el ahorro aparece

al mismo tiempo que el flujo de inversión. Una vez construidos, los bienes de inversión existen aunque el proceso de fondeo de largo plazo no sea exitoso (Davidson, 1986). El financiamiento creado por los bancos es distinto del que se obtiene de los mercados financieros de largo plazo, éste último requiere que el público se deshaga de una cantidad de liquidez igual a los ahorros reales que se requieren en el proceso del fondeo de la inversión.

La tasa de interés<sup>45</sup> no es el factor que iguala la oferta con la demanda de ahorros. La tasa de interés para Keynes no puede ser la recompensa al ahorro, más bien es la “recompensa por privarse de liquidez durante un período determinado” (Keynes, 1936: 166). Para Keynes, la tasa de interés es un factor que “al menos en circunstancias normales ejerce gran influencia, aunque no decisiva, sobre la tasa de inversión” (Keynes 1936: 163), es decir, son las expectativas las que finalmente determinan su nivel. La curva de eficiencia marginal de capital “rige los términos en que se demandan fondos disponibles para nuevas inversiones, mientras que la tasa de interés rige las condiciones en que se proveen corrientemente dichos fondos” (Keynes 1936: 164).

### **c) Financiamiento y Fondeo.**

En una economía monetaria, las empresas compran planta y equipo de otras empresas especializadas en la producción de bienes de capital necesarios en el proceso productivo de la empresa que desea invertir. Incluso las empresas fabricantes de planta y equipo, generalmente compran sus herramientas de otros fabricantes.

Como el proceso productivo lleva tiempo y como los bienes de capital son aquellos que por lo común tienen largos períodos de gestación, la mayoría de ellos se ordenan mediante contratos de compra futuros (órdenes adelantadas). Este contrato asegura al fabricante la venta de su producto (un bien de capital). Con el contrato firmado, el productor de bienes de inversión puede solicitar a su banco financiamiento de corto plazo para cubrir los costos de producción en que incurrirá al producir dichos bienes.<sup>46</sup>

El comprador, por su parte, necesita tener la liquidez necesaria (u obtenerla del mercado de capitales) para cumplir con la obligación que contrajo. Por ello, tanto el productor como el comprador del bien de capital, se benefician del contrato monetario a futuro.

---

<sup>45</sup> La tasa de interés es un fenómeno estrictamente monetario determinado por la oferta y la demanda de dinero. La tasa de interés que es el premio por no atesorar no influye en el ahorro. La tasa de interés es la recompensa por mantener activos financieros (no dinero), es decir, es el pago por desprenderse de liquidez (Levy, 2001). La tasa real de interés esta determinada por la cantidad de dinero y la preferencia por la liquidez.

<sup>46</sup> Para Wray (2007) la producción comienza con el crédito, pues la firma necesita contratar factores antes de que el producto pueda venderse. Este crédito puede tomar varias formas: puede ser un crédito comercial otorgado por los proveedores, un crédito bancario, depósitos acumulados en un banco, o incluso salarios no pagados a los trabajadores. La venta del producto permitirá a la empresa cancelar su deuda inicial.

Si el comprador no tiene suficiente efectivo para pagar por el proyecto, requerirá de fondeo externo para el día de entrega del proyecto. La empresa puede acudir a un banco de inversión para que éste lo provea de fondos y éste a su vez emita títulos a un período y una tasa de interés determinadas.<sup>47</sup> De esta forma ambas partes esperan no tener problemas financieros (o de liquidez) para cumplir con sus compromisos.

Los bancos comerciales crean dinero cada vez que incrementan el número de préstamos que existe en la economía. Si el proyecto de inversión es adicional al flujo corriente de inversión, y si existen recursos desempleados disponibles para producir los bienes de capital adicionales que requiere el nuevo proyecto, entonces la inversión real se incrementa tan pronto los recursos ociosos son empleados (pues se les paga con el incremento del crédito bancario). Todo lo que se necesita para iniciar este proceso de inversión real adicional es un incremento en el financiamiento de capital de trabajo otorgado por los bancos. En esta etapa, no se necesita de incrementar el ahorro para financiar los nuevos proyectos pues los bancos pueden crear financiamiento mediante las prácticas contables aceptadas. Las obligaciones creadas por los bancos son suficientes para contratar los recursos necesarios para comenzar con el nuevo proyecto de inversión (Davidson, 1986).

Suponiendo que existen recursos ociosos, sólo una restricción de liquidez resultante de la negativa de los bancos a otorgar financiamiento a proyectos rentables de inversión puede frenar el incremento de la inversión real.

Una vez que la inversión real se produce y al productor de bienes de capital se le ha remunerado, la empresa debe emitir títulos, cuyo valor nominal debe ser igual al precio de compra de la inversión. Si el emisor puede vender todos sus títulos a la tasa de interés acordada, entonces obtendrá ganancias. A esa tasa de interés de largo plazo, el público se habrá deshecho de una cantidad de recursos líquidos igual a la liquidez adicional creada por el sistema bancario y usada por el productor de bienes de capital para cumplir con sus compromisos de producción. Incluso si el emisor no logra vender todos sus títulos a la tasa de interés esperada, se tendrá que pagar al vendedor de los bienes de capital aún teniendo una pérdida en su emisión.

De esta forma el inversionista tiene suficientes fondos para pagar por su orden de compra, el vendedor puede pagar su préstamo bancario y este dinero lo utilizará el banco como un

---

<sup>47</sup> Si recurre a los bancos, puede hacerse de los recursos que necesita si el banco decide crear dinero adicional otorgándole un préstamo (en este caso no hay ningún efecto de *crowding out*). La creación de dinero para mantener los gastos planeados de las empresas es el financiamiento, es simplemente una operación de registro contable en la que el banco compra un activo, creando una obligación contra sí mismo. No es necesaria la existencia de ahorro previo para llevar a cabo esta operación, el financiamiento se vuelve simplemente la creación de dinero necesario para llevar a cabo un gasto planeado (Cardim, 1992).

fondo revolvente de financiamiento de corto plazo para permitir a otros productores de bienes de capital financiar sus operaciones.

#### **d) El papel del ahorro.**

Existen tres tipos de ahorro interno privado: el ahorro voluntario, el involuntario y el forzoso. El ahorro voluntario se refiere a lo que cada individuo (o empresa) decide dejar de consumir como proporción de su ingreso o de sus ganancias. El ahorro involuntario como su nombre lo indica son reducciones no voluntarias del consumo (los esquemas impositivos y los de préstamos obligatorios al gobierno, así como las contribuciones a la seguridad social son formas de este tipo de ahorro). El ahorro forzoso es resultado del incremento de precios, ante el cual los individuos necesitan reducir su consumo si es que desean mantener sus mismos saldos reales (efecto de balances reales); también es posible que el ahorro se incremente al elevarse los precios pues puede redistribuirse el ingreso hacia el segmento de la población con una propensión al ahorro más alta (Thirlwall, 2003).

El ahorro voluntario depende de la capacidad y el deseo de ahorrar, a su vez, la capacidad depende del nivel, el crecimiento y la distribución del ingreso (*per cápita*). El deseo de ahorrar depende principalmente de la tasa de interés, la existencia de instituciones financieras, la disponibilidad de activos e instrumentos financieros y de la tasa de inflación.

El crecimiento del ingreso también es importante en la determinación del nivel de ahorro, si el ingreso crece a través del tiempo, significa que las ganancias y el consumo de cada grupo de edad serán mayores que el que le precede. Si cada grupo de edad ganara cada vez más, cada grupo buscaría tener un mayor nivel de consumo al retirarse, por lo que el volumen de ahorro de los agentes activos sería mayor que el desahorro de los agentes que se retiran.

El deseo de ahorrar como se acotó antes, puede estar positivamente relacionado con el nivel de tasas de interés reales. Esta idea está detrás de los programas clásicos de liberalización financiera que buscan maximizar el ahorro, la inversión y el crecimiento. Sin embargo, durante los últimos 30 años se ha intentado en diversos estudios probar la hipótesis de liberalización y, particularmente el impacto de las tasas de interés reales en el nivel de ahorro. La mayor parte de los resultados son ambiguos y no concluyentes.

Un determinante importante más de la disposición a ahorrar es la existencia de instituciones financieras y la cantidad y disponibilidad de activos financieros que satisfagan las distintas necesidades de los ahorradores (profundidad financiera). El

número, densidad y distribución (proximidad) de las instituciones financieras resulta también importante (Thirlwall, 2003).

La inversión, entonces, no está limitada por la oferta de ahorros, pero sí por la oferta de créditos y por una tasa de interés mayor a los beneficios esperados (Thirlwall y Warman, 1994). El incremento de las tasas de interés puede aumentar el ahorro pero en su modalidad de ahorro financiero, canalizándose principalmente a la esfera especulativa y no a la productiva, generando ganancias sin sustento productivo y sin impacto positivo perceptible en el sector real de la economía.

De acuerdo con Thirlwall (2003) la inversión se promueve en un ambiente macroeconómico estable y a través de la creación y el crecimiento de instituciones financieras dispuestas a otorgar financiamiento. Sus investigaciones muestran que el grado de profundidad financiera es importante para la determinación del ahorro. El gobierno tiene el papel de proveer un marco legal y regulatorio adecuado, en el que el sistema bancario pueda operar de forma segura y eficiente.

El papel del ahorro entonces, es fondear (pero no financiar)<sup>48</sup> la acumulación de capital, y su papel más importante consiste en mantener la estabilidad financiera en el crecimiento económico. De esta manera se puede decir que la teoría poskeynesiana tiene tres supuestos en lo que se refiere al financiamiento y crecimiento económicos: 1) el financiamiento y no el ahorro, es la precondition a la inversión; 2) los bancos y no los ahorradores tienen el papel más importante en el proceso de financiamiento y, 3) el ahorro fondea pero no financia la acumulación (Studart, 1995).

La tasa de apalancamiento entonces, establece una relación entre el sector monetario, el financiero y el real de la economía. Las instituciones financieras son clave en el proceso de creación de financiamiento y fondeo de la inversión. Incrementan la capacidad de compra y recolectan el ahorro generando instrumentos financieros de largo plazo. El crecimiento estable depende de la generación de financiamiento por parte de los bancos comerciales y la creación de instrumentos de fondeo por parte de instituciones financieras. Si no existe un mercado de capitales desarrollado para que el sector financiero o las propias empresas puedan emitir esta clase de instrumentos, estos deben ser reemplazados por créditos de largo plazo, donde los bancos de desarrollo estatales deberán jugar un papel fundamental, convirtiéndose en mecanismos compensatorios que relacionen al capital productivo con el financiero (Levy, 2001).

---

<sup>48</sup> La emisión de títulos de largo plazo capaces de liquidar los créditos de corto plazo, es lo que se llama fondeo.

**e) Inestabilidad financiera.**

Como hemos ya señalado, la creación de dinero para iniciar el proceso productivo no es lo único que se necesita para mantenerlo. Se necesita de suficiente financiamiento de corto plazo y de eventualmente fondear las obligaciones de corto plazo vía la emisión de títulos de largo plazo.

En realidad, cuando los bancos otorgan financiamiento se vuelven ilíquidos de forma temporal. Los bancos generalmente otorgan préstamos de corto plazo que están en última instancia, respaldados por los activos ilíquidos de la empresa a quien otorgó financiamiento. El banco entonces se encuentra en una posición riesgosa.

La empresa también se encuentra en una posición de riesgo ya que su financiamiento es de corto plazo mientras que su inversión es de largo plazo. Tanto los bancos como la empresa están pues en una situación vulnerable como resultado de su operaciones. El proceso de transformación de obligaciones de corto plazo a obligaciones de largo plazo es el fondeo. Para hacerlo posible se requiere de la existencia de tenedores de riqueza que deseen obtener activos de largo plazo. Estos agentes son los ahorradores.

Si se persuade a los nuevos ahorradores a mantener títulos, es decir, usando sus ahorros para comprar deuda de largo plazo emitida por la empresa, se podrá hacer frente a las obligaciones de corto plazo y se mantendrá un equilibrio en el futuro. Este proceso, que sería el ideal, no se presenta con frecuencia. Los ahorradores demandan activos pero no necesariamente la clase de activos que a las empresas les gustaría emitir. Si como se mencionó antes los ahorros están parcialmente formados por la incertidumbre acerca del futuro, es poco probable que los ahorradores decidan mantener activos poco líquidos. No es una cuestión de qué tan alta es la propensión a ahorrar, sino de qué tan alta es la preferencia por la liquidez de los ahorradores.

La existencia de instituciones financieras permite que los ahorros sean usados para fondear la inversión y mantener la liquidez de los ahorradores. Las instituciones financieras diversifican riesgos y permiten transformar los activos de corto plazo en activos de plazos más largos. Mientras más diversificado y sofisticado sea el sistema financiero en cuanto al tipo de instrumentos y la duración de los contratos, más eficiente será la intermediación de recursos entre ahorradores e inversionistas (Cardim, 1992).

En la ausencia de mercados financieros líquidos, las pequeñas sumas de los ahorradores no podrían destinarse al fondeo de grandes proyectos de capital. Sin embargo, estas inversiones parecen sólo ser líquidas para el individuo y no para toda la comunidad, es decir, no existe problema si un ahorrador decide deshacerse de sus bonos o títulos, pues los intercambia fácilmente por dinero con un costo de transacción muy bajo; pero si son



todos los inversionistas los que temen ante la incertidumbre y todos quieren deshacerse de sus títulos, se crea una crisis de liquidez que termina por desestabilizar a la economía en su conjunto. La cuestión fundamental es la creación de intermediarios financieros que sean capaces de satisfacer a los participantes del mercado de fondos.

De acuerdo a Minsky, los agentes siguen estrategias que combinan diferentes clases de contratos y riesgos que los ponen en diferentes niveles de vulnerabilidad ante cambios en la operación de los mercados financieros. La secuencia descrita por Keynes que inicia con la creación de financiamiento por parte de los bancos; la inversión que crea ahorro en la misma cuantía y la distribución de los ahorros para el fondeo que promueven las instituciones financieras, no tiene que ser necesariamente en ese orden.

El modelo presentado por Minsky señala las posibles implicaciones de los diferentes plazos entre la maduración de las inversiones y los activos que existen. En vez de seguir el camino propuesto por Keynes de financiamiento a fondeo, la visión de Minsky reconoce que es muy probable que no se obtenga el fondeo suficiente para reemplazar el financiamiento de corto plazo.

El incremento en la fragilidad financiera<sup>49</sup> conducirá, en caso de no ser mitigada, a una crisis y a una deflación por deudas como resultado del *boom* de crédito e inversión que se llevó a cabo en períodos anteriores.

El comportamiento de las empresas entonces, tiene que ver con sus expectativas de ganancias futuras. Los empresarios, de acuerdo con Minsky (1992), son entusiastas mientras que los banqueros se muestran escépticos. En una economía capitalista, el presente y el pasado se relacionan no sólo por las características de los activos de capital y la fuerza de trabajo, sino también por relaciones financieras. Las expectativas de ganancia determinan los flujos de financiamiento y el precio de los contratos. Si las ganancias se realizan, las firmas podrán cumplir cabalmente con sus obligaciones financieras.

---

<sup>49</sup> De acuerdo a la hipótesis de fragilidad financiera de Minsky, el crecimiento económico es seguido de un incremento en la fragilidad financiera; que puede ser mitigada vía el fondeo (o mediante un creciente gasto público), por ejemplo, mediante la emisión de títulos a largo plazo por parte de las empresas inversoras. Es precisamente en este proceso de fondeo, donde el ahorro adquiere importancia en el crecimiento económico pues sirve para completar dicho mecanismo.

Suponiendo que las reservas del banco permanecen sin cambio, los bancos deben reducir su liquidez a fin de financiar inversión. Sin embargo, como los depósitos permanecen en el sistema bancario, el financiamiento a la inversión no representa una pérdida de efectivo para la totalidad de los bancos. En el proceso de financiamiento para la inversión, el banco incrementa su vulnerabilidad financiera (definida como la relación entre sus préstamos y sus activos netos). Si en una economía los bancos en conjunto deciden no cubrir la demanda de financiamiento, los inversionistas buscarán hacerse de fondos en el mercado de dinero, incrementando la tasa de interés.

La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky incorpora la forma en la que la deuda es validada por medio de los tres distintos tipos de firmas existentes: cubiertas, especulativas y ponzi. Las empresas cubiertas serán aquellas que sólo invierten cuando primero obtienen su fondeo, es decir, no siguen el camino descrito por Keynes. Generalmente se tratará de empresas muy conservadoras con la capacidad de atraer ahorros previos. Una empresa cubierta entonces puede hacer frente a su deuda con lo que obtiene de su inversión.

Las empresas especulativas tienen una madurez de obligaciones menor a las de sus activos, el ingreso generado por su inversión no será suficiente para hacer frente a la deuda contratada y debe hacer algún tipo de reestructuración, en este caso la empresa puede hacer frente a los intereses pero debe reestructurar el principal. La empresa es especulativa en el sentido de que cuando compró sus activos productivos no sabía si los bancos le otorgarían préstamos o si los ahorradores comprarían sus títulos para fondear su inversión. Si las condiciones en los mercados financieros se vuelven adversas, este tipo de empresas serán insolventes.

Finalmente las empresas *ponzi* son aquellas que no sólo requieren reestructurar sus principales sino que tampoco pueden hacer frente al pago de intereses; obviamente, esta posición es mucho más riesgosa que la especulativa. Las proporciones de operaciones cubiertas, especulativas y *ponzi* determinan el grado de fragilidad financiera de la economía. La mezcla de los tres tipos de unidades y su tipo de financiamiento en una economía es el determinante en su estabilidad o inestabilidad financiera (Minsky, 1986).

Los cambios en las posiciones financieras de las empresas afectan las condiciones generales del crédito y los precios en los mercados financieros. Si los bancos consideran que los riesgos de sus clientes se han incrementado, racionarán el crédito, es decir, incrementarán su preferencia por liquidez afectando aún más el nivel de actividad económica.

El deterioro de la posición financiera de las empresas de acuerdo con Studart (1995), hace que las empresas especulativas y ponzi intenten vender activos en los mercados de capitales para pagar sus deudas. El incremento de la preferencia por la liquidez de los empresarios y de los accionistas reducirá el valor de los títulos con lo que empeorará la situación de las empresas y la fragilidad financiera se verá incrementada. Lo anterior puede conducir a un proceso llamado deflación por deuda, detonado cuando las empresas intentan vender sus títulos para hacer frente a sus obligaciones y reestablecer sus posiciones de liquidez.

Arestis y Glickman<sup>50</sup> extienden la hipótesis de fragilidad financiera de Minsky<sup>51</sup> a una economía abierta y liberalizada, y focalizan su explicación a la inestabilidad endémica de los mercados financieros. La liberalización financiera es vista en este caso, como el factor que induce euforia a la economía y es ésta la que lleva a una crisis final, pues hace que no se tomen en cuenta los riesgos en que se incurre y que en otro caso sí serían considerados<sup>52</sup>.

Al desregularse el sistema financiero interno y al abrirse la cuenta de capital, se incrementa la fragilidad financiera al impulsarse los flujos de inversión especulativos. La entrada masiva de capital externo puede provocar inflación en el precio de los activos financieros y estos a su vez servir como colateral de nuevos préstamos y alimentar la euforia de los mercados. Por otro lado los flujos de capital pueden apreciar el tipo de cambio deteriorando la cuenta corriente y afectando al sector industrial interno. Eventualmente los precios de los activos financieros comenzarán a descender incrementando los riesgos de incumplimiento y de madurez al comenzar a salir los flujos de capital de corto plazo en respuesta al empeoramiento de las hojas de balance de los bancos. Al final, la economía termina con elevadas tasas de interés, contracción del crédito, inflación importada y una demanda interna menor (Arestis, 2003).

En caso de que la mayor parte de la inversión privada se financie con capital altamente volátil, el conjunto de la economía se vuelve vulnerable a este tipo de fragilidad financiera, pues los proyectos de inversión se vuelven dependientes de la disponibilidad y tasa de interés de este tipo de capitales.

Los mercados financieros tienen entonces un papel importante pero ambiguo en el crecimiento económico. Intermedian entre demandantes de títulos y las firmas que desean fondear sus obligaciones de corto plazo. Sin embargo, no debemos olvidarnos de la inestabilidad que generan, producto de la naturaleza especulativa de sus operaciones. Los mercados financieros pueden reducir la fragilidad financiera al transformar los activos de corto plazo, demandados por los ahorradores, en fuentes de fondeo a largo plazo; con lo anterior, el ahorro y los mercados financieros juegan un papel fundamental en el proceso de crecimiento económico estable.

De acuerdo con Studart (1995), un sistema financiero es funcional al proceso de desarrollo económico cuando expande el uso de los recursos existentes con el mínimo

---

<sup>50</sup> Arestis, Philip and Murria Glickman, (2002), "Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minsky Way", Cambridge Journal of Economics, vol. 26, no. 2, pp. 237-260.

<sup>51</sup> Minsky, Hyman P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Heaven: Yale University Press.

<sup>52</sup> La fragilidad financiera se refiere a la vulnerabilidad de los deudores tanto privados como públicos ante choques internos y externos, si los deudores financian sus actividades de largo plazo con créditos de corto plazo propician una asimetría en la madurez de sus activos o financiamiento ponzi. El predominio de este tipo de financiamiento en una economía incrementa el riesgo de crisis financiera ya que este tipo de deudores son vulnerables a cualquier tipo de movimiento en las tasas de interés y oferta crediticia.

crecimiento de fragilidad financiera. La funcionalidad tiene dos dimensiones, una (macroeconómica) relativa a la estabilidad del sistema financiero y la otra (microeconómica) a la asignación de recursos.<sup>53</sup>

## **Conclusiones**

La falta de realismo de los supuestos de la teoría neoclásica tales como la neutralidad del dinero, la exogeneidad de la oferta monetaria, la ergodicidad y el asumir al ahorro una función positiva de la tasa de interés, hacen difícil el explicar los resultados de la aplicación de las políticas desreguladoras en el sistema financiero mexicano.

La teoría keynesiana con sus supuestos de incertidumbre, no ergodicidad, no neutralidad del dinero, endogeneidad de la oferta monetaria, preferencia por liquidez, la igualdad *ex post* entre ahorro e inversión y la inestabilidad financiera, así como la relación existente entre tasas de interés e inversión, nos ayudan a comprender de mejor manera lo ocurrido en el sistema financiero mexicano durante los últimos años.

La economía neoclásica basada en mercados competitivos propone un mejoramiento en las condiciones de oferta en el sistema financiero para así lograr una mayor asignación de recursos y elevar la productividad y el crecimiento económico; sin embargo, los resultados en nuestro país han sido precarios a la luz de casi veinte años de la implementación de la reforma financiera.

La remoción de controles a las tasas de interés, la supresión del encaje legal y de los créditos selectivos y la apertura de la cuenta de capitales no han traído consigo un mayor nivel de intermediación financiera. Los estudios más recientes proponen llevar a cabo mejoras en otras condiciones de oferta, como son dar mayor certidumbre a las instituciones financieras en la recuperación de sus deudas y mejores medidas de control y prudencia.

La teoría del crecimiento endógeno por su parte concluye que la intermediación financiera puede afectar el crecimiento económico actuando sobre la tasa de ahorro, sobre

---

<sup>53</sup> La funcionalidad existe si el sistema financiero tiene capacidad de crear crédito y la usa para satisfacer la demanda adicional por créditos para financiar la inversión en una economía en crecimiento tiene capacidad de fondeo puede mantenerse estable ante el proceso de crecimiento asegurándose de que el incremento en la fragilidad financiera no degenerará en inestabilidad financiera, y además, si decide no sobreendeudarse en moneda extranjera (Stuart, 1995). La oferta de financiamiento a largo plazo por parte de los bancos privados depende de la existencia de mecanismos de fondeo. El gobierno puede crear ventanillas de redescuento para préstamos de largo plazo o bien, crear sus propias agencias de desarrollo. Los sistemas financieros basados en el crédito no pueden aspirar a altas tasas de crecimiento si no crean arreglos financieros que permitan superar la falta de mecanismos de fondeo y la fragilidad financiera. Si no existen estos mecanismos que posibiliten reducir la brecha entre desarrollo financiero y desarrollo económico, el crecimiento será menor.

la fracción del ahorro que se le descuenta a la inversión; o bien, sobre la productividad marginal del capital.

La visión poskeynesiana permite entender mejor las razones de los resultados tan precarios y propone la creación de instituciones y mecanismos que impulsen y detonen el crecimiento económico por medio de la actividad bancaria y financiera. Es necesario no sólo estimular la creación de créditos sino de mecanismos que permitan fondear la inversión de las empresas en el largo plazo y el crecimiento económico. Los mercados no aparecerán de forma espontánea por lo que el Estado debe participar y competir con los bancos comerciales; en realidad no les arrebataría mercado pues el otorgamiento de financiamiento a la actividad productiva es una función que de hecho los bancos comerciales no realizan.

Al contrastar lo propuesto por la teoría neoclásica con los resultados obtenidos por la economía mexicana después de un largo proceso de liberalización financiera, se observa que no se cumple con los objetivos de las políticas desreguladoras. El diferencial de tasas de interés pasivas y activas continúa siendo alto; el crédito al sector productivo no fluye en la cantidad que se requiere; las comisiones cobradas por las instituciones financieras cobran a los usuarios son demasiado altas en comparación con las cobradas en sus países de origen y en cuanto a sus utilidades, gran parte de ellas provienen de la simple tenencia de bonos gubernamentales, los cuales se han convertido en el activo principal del mercado de valores y de las carteras de las distintas instituciones financieras que operan en México.

La represión financiera, que de acuerdo a Shaw, sobrevaluaba la moneda, no estimulaba el ahorro ni las exportaciones, y al contrario, si promovía el consumo y las importaciones parecería no haber desaparecido, pues esas mismas características se encuentran presentes en nuestro país, años después de haber implantado las políticas liberalizadoras que la escuela neoclásica promovía. El mismo Shaw establecía que en un contexto de financiamiento superficial, el sistema bancario representa costos muy altos y obtiene altas ganancias oligopólicas y esto mismo se presenta aún después de haber liberalizado el sistema financiero.

Como se ha podido observar, la elevación de tasas de interés que suponía incrementar el financiamiento y la profundidad del sector en la economía no ha resultado en lo predicho por los teóricos de la liberalización. El sistema financiero mexicano presenta muchas de las características que tenía aún cuando se encontraba reprimido como son el gran diferencial entre las tasas de depósito y de préstamo; racionamiento de créditos, que ahora se observa en la dificultad que el sector productivo tiene para obtenerlos, las altas tasas de interés y el tipo de cambio sobrevaluado, por ejemplo. Por lo que puede

asegurarse que no se ha alcanzado una profundización financiera resultante de las políticas de desregulación. Dicha profundidad puede ser resultado de otras medidas y no precisamente de las que fueron aplicadas.

Las crisis financieras que se han presentado en los países en desarrollo no han sido provocadas por una secuencia de reformas inapropiadas en el tiempo, como sugiere McKinnon (1993), sino que son el resultado inevitable de la adopción de políticas basadas en un entendimiento muy superficial de las relaciones dinámicas entre financiamiento y desarrollo.

Así como es importante dotar a la población de servicios de salud y educación, lo es proveerle de acceso a créditos y servicios financieros. La población debe estar equipada con los conocimientos necesarios para sacar ventaja de los servicios financieros y manejar sus deudas. Si la informalidad y la pobreza no son tomadas en cuenta en un proceso de liberalización sólo serán beneficiados aquellos que ya tienen acceso a servicios financieros y que ya tienen ventajas de los servicios que ofrece el mercado.

### **Capítulo 3**

#### **Evidencia empírica para el caso de México**

El viejo debate en torno de si un sistema financiero estable y bien desarrollado promueve el crecimiento económico o a la inversa ha sido ganado por un creciente número de estudios y análisis empíricos, que constatan que el desarrollo financiero promueve el crecimiento económico.

No obstante, el proceso en el que se pretende desarrollar el sistema financiero no está libre de riesgos, principalmente si se intenta alcanzar este objetivo vía la liberalización financiera. La teoría neoclásica sostiene que ésta última tiene un impacto positivo en el crecimiento económico, pues mejora la asignación de recursos; pero si ésta no está acompañada de un ambiente macroeconómico e institucional adecuado puede tener el efecto contrario al esperado en el corto plazo.

Un estudio acerca del impacto de las reformas del sector financiero en el crecimiento económico de México es complicado, pues las medidas implementadas en el sector coinciden con otras reformas en otros ámbitos (como en el TLCAN, por ejemplo), lo que dificulta el aislamiento de los efectos. Estas dificultades se ven acentuadas por las distintas crisis que se han presentado en la economía (1982 y 1995, principalmente), y que hacen que las series estadísticas no sean lo suficientemente estables.

No obstante estas dificultades, el Banco de México (2006) asegura que el impacto de las reformas ha sido positivo pues el agregado monetario amplio M4 con respecto al PIB es de poco más del 50% comparado con el 30% que presentaba en la década de los setenta y ochenta. También asegura que después de la liberalización financiera las tasas de interés reales positivas han tenido una tendencia más estable, lo que les sugiere un mejor funcionamiento del mecanismo de precios en el sistema financiero.

La teoría neoclásica predice que la tasa de interés real tendrá un impacto positivo en el nivel de ahorro, sin embargo, los resultados empíricos van muchas veces en dirección opuesta y en favor de la teoría keynesiana, es decir, la tasa de interés tiene un efecto negativo en el nivel de ahorro y la tasa de inflación positivo y significativo como lo sugiere el motivo precaución keynesiano. A pesar de esto, la evidencia empírica de distintos autores no encuentra una relación estadísticamente significativa y positiva entre la tasa de interés real y el nivel de ahorro.

En una muestra de nueve países africanos, Seck y Yasmin (1993) encuentran una relación positiva entre la tasa de interés real de depósitos y la inversión, sin embargo su coeficiente de ajuste fue de sólo 0.03.

King y Levine (1993) elaboran una regresión donde intentan explicar el crecimiento económico con base en el nivel inicial de profundidad financiera (M2/PIB y crédito al sector privado como porcentaje del PIB) y controlando los determinantes tradicionales del crecimiento, encuentran que el desarrollo financiero causa el crecimiento económico (aunque sus resultados muestran una débil significancia estadística). Más adelante, Beck, Levine y Loayza (2000) encuentran que el desarrollo financiero incrementa el crecimiento económico vía el aumento en la productividad más no por la acumulación de capital o el crecimiento de los ahorros.

Recientemente, otros estudios como el de Townsend y Ueda, (2003) se apegan más a lo postulado por Greenwood y Jovanovic (1990), en los que se encuentra evidencia que apoya la teoría en la que la profundidad financiera y el crecimiento se refuerzan mutuamente.

En este apartado se presenta evidencia empírica que muestra la relación existente a largo plazo entre el ahorro financiero y la tasa de interés en México, en el período que va de 1960 a 2006. Se presenta también evidencia de la relación entre ahorro financiero e inversión; crédito bancario otorgado al sector privado e inversión y finalmente entre estas medidas de profundidad financiera (es decir, ahorro financiero, tasa de interés real y crédito otorgado al sector privado) con el crecimiento económico. Se utiliza como base el modelo que Warman y Thirlwall elaboraron en 1994 y se contrastan sus resultados con los obtenidos al ampliar el número de años que se introducen en la regresión.<sup>54</sup>

Thirlwall y Warman (1994) prueban la hipótesis de la liberalización financiera que postula que un incremento en las tasas de interés reales provoca un crecimiento del ahorro, en la inversión y, por lo tanto, en el crecimiento económico, haciendo una importante distinción entre ahorro financiero y ahorro total. Para el caso de México de 1960 a 1990, encuentran que el ahorro financiero, tiene una relación positiva con la tasa de interés real, a través de los flujos de capital y a través de la sustitución de activos domésticos. Encuentran también que la inversión está positivamente relacionada con la oferta de crédito por parte del sistema bancario, pero el efecto neto de las tasas de interés

---

<sup>54</sup> Existen además una serie de estudios que toman como concluyentes los resultados del trabajo hecho por Warman y Thirlwall (1994), tales como los de Mkandawire y Soludo (2002) para el caso de África; el de García Páez (2008) para el caso de la IED en México; Nyawata (2004) para Sudáfrica; Hussein, K. (1999) para Egipto; Puchet, M. (1996) en el caso de la determinación y medición de ahorro; y del mismo Thirlwall (2003) para un caso general de países subdesarrollados. Sin embargo, el modelo propuesto sólo toma en cuenta los dos primeros años (1989 y 1990) del proceso de liberalización de la cuenta de capitales en México no abarcó años posteriores que podían haber sido de gran relevancia para el estudio teórico del proceso de liberalización. En particular, el estudio no considera la crisis de 1995, el período de recuperación y de estancamiento económico que se extiende hasta la actualidad.



sobre la inversión es negativo. El círculo virtuoso del modelo de crecimiento económico de McKinnon no muestra efectos favorables de la tasa de interés en el crecimiento económico.

Los autores llegan a la misma conclusión que Fry(1995) poco tiempo después, es decir, que cualquier efecto favorable de la liberalización financiera y de las más altas tasas de interés en el crecimiento económico estará dado por el incremento en la productividad de la inversión, más no por dichas medidas de política financiera asumidas.

El modelo especificado por Warman y Thirwall (1994) tenía como propósito mostrar evidencia empírica de la hipótesis clásica de liberalización de Mckinnon. El presente capítulo intenta además mostrar evidencia de que el proceso de liberalización financiera no ha tenido como resultado una mayor profundidad financiera (medida como crédito otorgado al sector privado con respecto al PIB) sino que sólo se ha traducido en volúmenes adicionales de ahorro financiero, que no se vinculan de forma importante a la inversión en activos productivos vía canalización de créditos bancarios.

En esa perspectiva, la primera sección presenta la relación entre ahorro y tasa de interés real, haciendo la importante distinción entre ahorro financiero y ahorro interno bruto. El modelo de Warman y Thirlwall (1994) se basa posiblemente en el presentado por Fry (1988) aunque este último distingue entre ahorro financiero, ahorro total y ahorro público y privado.

También se incluye la variable que representa la diferencia entre la tasa de interés real interna y la de Estados Unidos como una medida que tiene impacto sobre las fugas de capital, como lo hiciera en su modelo Pánicos Demetriades y Michael Devereux (1992).

$$S = f (GDP, r , r-r_{us}, Pv )$$

Donde S representa al ahorro; DGP al PIB, r la tasa de interés real;  $r-r_{us}$  es el diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos en este caso y Pv representa los precios.

La teoría neoclásica esperaba tener un impacto positivo y significativo en la tasa de ahorro por parte de de todas las variables, excepto de la volatilidad de los precios. Después de hacer las regresiones para esta función, introdujimos la tasa de interés nominal de depósitos y encontramos que la demanda por activos financieros es más sensible a cambios en la tasa de interés real que lo que lo es el ahorro nacional. Lo anterior sugiere que las tasas de interés afectan la asignación dentro del portafolio pero no su tamaño.

Se intenta encontrar también una relación entre el crédito bancario otorgado al sector privado y el ahorro financiero (medido en este caso como el M4-M1). En cuanto a nuestra ecuación de inversión, se introduce la variable que representa el acelerador de la inversión, que muestra al *stock* de capital deseado  $K^*$  como proporción del producto real, (Fry, 1988):

$$K^* = \alpha y$$

Que puede expresarse en términos de la proporción deseada de inversión con respecto al producto  $(I/Y)^*$ :

$$(I/Y)^* = \alpha \gamma$$

Donde  $\gamma$  es la tasa de crecimiento en el producto.

Se introduce una ecuación para explicar el crecimiento económico, una vez más basados en Fry (1988), donde el crecimiento económico está determinado por la relación inversión/PIB a precios constantes, la tasa de interés real y el crecimiento de las exportaciones a precios constantes como una variable de control.

$$G = f(r, \gamma, X)$$

Donde X representa la tasa de crecimiento de las exportaciones.

En esta etapa del trabajo es necesario aclarar que con la estimación se busca encontrar la forma en que variables como la tasa de interés real han afectado el ahorro financiero, la inversión, el crédito bancario otorgado al sector privado, etc. El propósito no es el pronosticar el nivel de ahorro financiero o del PIB, por ejemplo, sino mostrar cómo las variables seleccionadas han afectado el desempeño económico de México.

Al contrario de otros estudios sustentados en datos de corte transversal para un gran número de países, aquí se presentan un análisis de series de tiempo y exclusivamente para el caso mexicano.

Se utiliza como medida de ahorro financiero el agregado monetario M4 descontándole el M1 y como proporción del PIB (y no el M2 con respecto al PIB como proponían los autores). Este trabajo utiliza la metodología de Engle y Granger para hacer frente a los problemas de autocorrelación. Lo anterior tiene por objeto analizar que las series

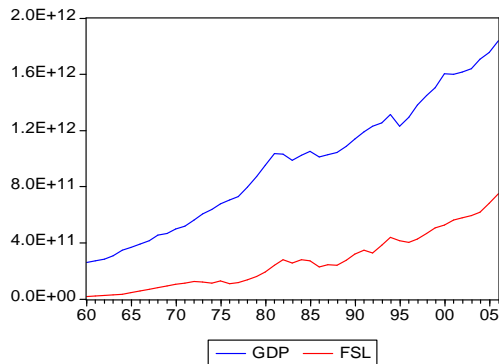
originadas con los errores de las distintas regresiones sean estacionarias y que, por ende, las regresiones no sean espurias (Pesaran, 1997).

Lo que se pretende es aportar evidencia empírica nueva, y abonar con series de largo plazo a los hallazgos hechos por los autores descritos con anterioridad. Se incorporan cambios pertinentes en las medidas de ahorro financiero, se amplía el período de estudio y se complementa y adecua la metodología econométrica implementada.

### 3.1 Ahorro financiero y tasa de interés real.

El análisis exploratorio de datos para el caso del ahorro financiero real (FSL) y del PIB real (GDP) describe una tendencia creciente de ambas variables a lo largo del tiempo. Las demás variables incluidas en la primera regresión, como son: el diferencial de tasas de interés reales entre México y Estados Unidos, así como la tasa de interés real en México y la desviación estándar de la inflación muestran un comportamiento muy parecido (DIR, representa el diferencial de tasas de interés entre Estados Unidos y México; IR la tasa de interés real en México y, DVP la desviación estándar de la inflación; FSL el ahorro financiero en niveles y GDP el PIB).

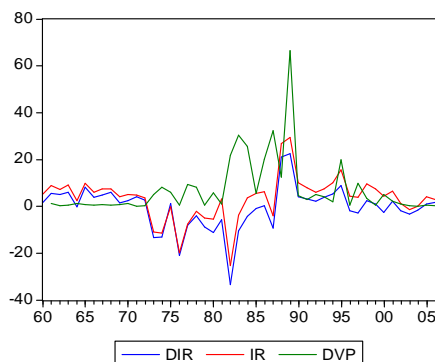
**Gráfica 23**  
**PIB (GDP) y Ahorro Financiero (FSL) 1960-2006**



Fuente: Elaboración propia con datos de WDI, del Banco Mundial. Varios Años.

Gráfica 24

Diferencial entre la tasa de interés real de México y Estados Unidos (DIR), tasa de interés real (IR) y Desviación estándar de la inflación (DVP) 1960-2006



Fuente: Elaboración propia con datos de WDI, del Banco Mundial. Varios Años.

Todas las variables incorporadas en las regresiones mostraron tener una raíz unitaria (es decir, tienen un orden de integración 1, I(1)), a excepción de la tasa de interés real en México, la desviación estándar de la inflación y el diferencial de tasas de interés reales entre México y Estados Unidos, las cuales mostraron ser estacionarias al aplicar las pruebas Dickey Fuller Aumentada (ADF) y Phillips-Perron (PP) (es decir, son I(0), ver anexo tabla A1).

A pesar de que el orden de integración de las series no es el mismo, se considera que si es posible encontrar que la relación estadística existente entre ellas lleva a una combinación en que los errores ( $U_t$ ) son I(0), es decir que son estacionarios, se concluye que las variables están cointegradas (Engle y Granger, 1991).

La serie de residuales obtenida en una regresión previa (llamada  $U_{tfs1}$ ) es I(0) con un valor del estadístico-t de -2.061 y una probabilidad de (0.010) para el caso de la prueba ADF. Para el caso de la prueba PP encontramos los siguientes resultados t(-2.89) P(0.004). Por lo que se puede concluir también que las variables están nuevamente cointegradas.

Se muestran a continuación los resultados de nuestra regresión incluyendo la serie de residuales rezagada un período.

$$LFSL = -19.85 + 0.0021*IR - 0.001215*DIR + 1.6685*LGDP - 0.0005*DVP + 0.787*UTLFSL(-1)$$

(-26.9) (0.33)      (-0.19)      (61.40)      (-0.46)      (9.05)

R2 = 0.99    DW = 1.77

El signo del diferencial de tasas de interés real aparece negativo en esta regresión, aunque su impacto es muy pequeño y estadísticamente no significativo. La tasa de interés real

tiene un impacto positivo, aunque muy pequeño y no significativo en la determinación del ahorro financiero.

Ahora considérese la relación entre ahorro financiero y la tasa de interés nominal (DEPR), así como con la tasa de inflación (INF). En la siguiente regresión también se incluye al PIB y se encuentra evidencia de ilusión monetaria en el sector financiero de la economía. La tasa de interés de depósito tiene un impacto positivo y estadísticamente significativo en el ahorro financiero, y la tasa de inflación tiene un impacto negativo y significativo en la determinación de la misma variable.

$$\text{LOG(FSL)} = -22.38 + 0.092 \cdot \text{LOG(DEPR)} + 1.776 \cdot \text{LGDP} - 0.0972 \cdot \text{LOG(INF)} + 0.81 \cdot \text{RESL FSL1(-1)}$$

(-27.55)      (3.41)                      (60.1)                      (-4.62)                      (10.47)

R<sup>2</sup> = 0.99    DW = 1.84

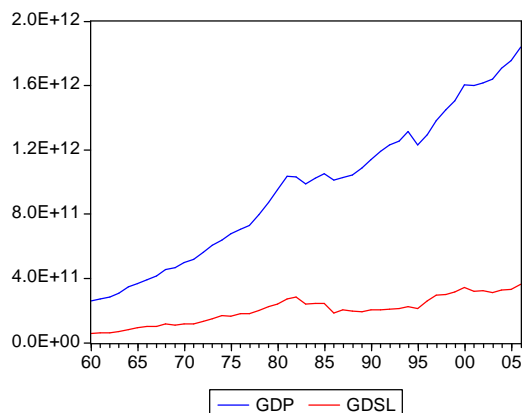
Este resultado es interesante porque arroja evidencia empírica que implica que los agentes en el sector financiero no responden a la tasa de interés real, como indica la teoría económica convencional, sino que la respuesta de los agentes es ante cambios en la tasa de interés nominal, es decir, los resultados hasta aquí obtenidos permiten observar la existencia de ilusión monetaria en la determinación del ahorro financiero.

Es destacable además el hecho de que la tasa de interés real no tiene un impacto significativo en la determinación del ahorro financiero, para el cual el principal determinante es el nivel de ingreso.

### **3.1.2 Ahorro total y tasa de interés real.**

Si se analiza primero el comportamiento del ahorro interno bruto (GDSL) y el PIB de forma gráfica, se observa que mantienen en un principio, una tendencia similar aunque las tasas de crecimiento del ahorro son mucho menores a las del producto y que se separan desde la década de los ochentas.

**Gráfica 25**  
**PIB (GDP) y Ahorro Interno Bruto (GDS) 1960-2006**



Fuente: Elaboración propia con datos de WDI, del Banco Mundial. Varios Años.

A continuación se muestra la regresión incluyendo la serie de residuales rezagada un período.

$$\begin{aligned}
 \text{LGDSL} = & 3.12 + 0.001246 \cdot \text{IR} - 0.008 \cdot \text{DIR} + 0.83 \cdot \text{LGDP} - 0.0008 \cdot \text{DVP} + 0.601 \cdot \text{RESGDS}(-1) \\
 & (4.68) \quad (0.22) \quad (-1.36) \quad (33.80) \quad (-0.78) \quad (4.25) \\
 R^2 = & 0.97 \quad \text{DW} = 1.76
 \end{aligned}$$

Los resultados de la aplicación de las pruebas ADF y PP a los residuales de la regresión tuvieron los resultados siguientes: la variable llamada  $Ut_{gds}$  presentó un valor del estadístico t para la prueba ADF de (-4.86) y una probabilidad de  $p(0.000)$ . Los resultados de la prueba PP fueron los siguientes:  $t(-4.85)$   $P(0.000)$ . Por lo que se puede concluir que las variables usadas en la regresión cointegran.

El principal determinante del ahorro interno bruto es como esperaría la teoría keynesiana, el nivel de ingreso, representado en este caso por el PIB.

La tasa de interés real tiene un efecto positivo, aunque muy pequeño y estadísticamente no significativo en la determinación del ahorro interno bruto; mientras tanto, el diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos y el nivel de precios tienen un impacto negativo en la determinación del nivel de ahorro. No obstante, al igual que en el caso de la tasa de interés real, resultan ser muy pequeños y estadísticamente no significativos.

Las tasas de interés reales positivas parecen no tener ningún impacto en el ahorro interno bruto. Sin embargo se tiene que considerar que el cambio de cualquier precio tiene dos

efectos. De acuerdo con la teoría económica, el primero es un efecto sustitución y el segundo es un efecto ingreso. Con una tasa de interés real más alta, un ahorrador tendrá un incentivo no para ahorrar más sino menos, si es que desea mantener la misma cantidad de ingreso al final de un período, es decir, si la tasa de interés que recibirá por sus ahorros son ahora mayores, en realidad necesita ahorrar menos para tener en el futuro la cantidad de ahorro que desea.

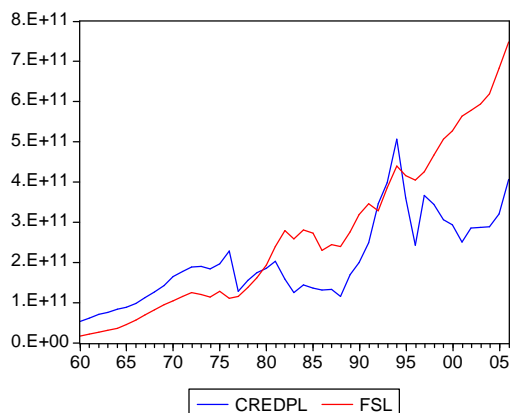
Este tipo de efectos es lo que se ha encontrado al analizar la economía mexicana, es decir, se reporta evidencia en el sentido de que existe un efecto sustitución que eleva el ahorro financiero que, sin embargo, deja el ahorro total sin cambios notables.

Los resultados obtenidos hasta aquí, al igual que de los varios estudios hechos por distintos autores no son concluyentes, sin embargo, se encuentra evidencia que apoyan lo postulado por la teoría keynesiana, es decir, el determinante principal del ahorro, tanto financiero como total, es el nivel de ingreso. El impacto negativo de las tasas de interés sobre el nivel de ahorro y el impacto positivo de la inflación confirman el motivo precaución dada la especulación que se presenta en la esfera financiera de la economía y que ocasionan un incremento en la preferencia por liquidez por parte de los agentes.

### **3.2. Crédito bancario y ahorro financiero.**

La medida de profundidad financiera que utilizamos en nuestro análisis es el crédito bancario otorgado al sector privado. Gráficamente se puede apreciar que los cambios en el ahorro financiero llevan inicialmente la misma tendencia que el crédito de la banca al sector privado de la economía; se puede observar también que las variables se mueven juntas en los períodos de crecimiento económico (1960-1975), que muestran una tendencia similar en los años de crisis posteriores (1982 y 1995). Sin embargo, es a partir de la crisis de 1995 y la posterior inestabilidad bancaria tanto interna como externa (como en la crisis asiática, de 1997) cuando, el ahorro financiero y el crédito bancario al sector privado toman caminos distintos el uno del otro y la distancia entre ambas variables se acrecienta.

**Gráfica 26**  
**Crédito Bancario al Sector Privado (CREDPL) y Ahorro Financiero (FSL) 1960-2006**



Fuente: Elaboración propia con datos de WDI, del Banco Mundial. Varios Años.

El determinar por qué las variables observadas parecen alejarse es complicado debido a que las fechas coinciden con acontecimientos económicos importantes en la economía nacional e internacional. En el ámbito interno la banca extranjera ha tomado ya para ese año una proporción importante de las actividades del total del sistema bancario. En esa época además se privatizan los fondos de pensiones de los trabajadores incorporados al IMSS, por lo que a partir de esa fecha los recursos para el retiro de la mayor parte de los trabajadores en el sector formal de la economía se canalizan al sistema financiero formal. En el ámbito internacional, la crisis asiática que comienza en 1997, y la inestabilidad brasileña en 1998, pueden haber tenido cierto efecto en el comportamiento del crédito de la banca nacional, dada la volatilidad de las economías emergentes.

Lo anterior es importante pues teóricamente el ahorro financiero y el crédito bancario al sector privado de la economía son variables que deberían llevar una tendencia bastante cercana, pues como se indicó en el capítulo 2 el ahorro es igual a la inversión. La separación existente parece ser evidencia de que el incremento en el ahorro financiero y en los agregados monetarios como proporción del PIB, no necesariamente significa una mayor profundidad financiera y de que el mayor nivel de agregados monetarios no es condición suficiente para que se apoye el financiamiento productivo.

Lo que puede observarse es que el crecimiento de los agregados monetarios se canaliza al sistema financiero formal como ahorro financiero, pero que éste no se orienta en su mayor proporción al financiamiento de la inversión productiva.



A lo largo de todo el período, se encuentra que el ahorro financiero está positivamente relacionado con el crédito otorgado por los bancos al sector privado de la economía (CREDPL), aunque el coeficiente no fue muy alto (0.45).

$$C = a_2 + b_2(FS) \quad (3)$$
$$\text{LOG(CREDPL)} = 13.79 + 0.4675*\text{LOG(FSL)} + 0.77402*\text{UTCREDPL}(-1)$$
$$(19.11) \quad (16.85) \quad (7.97)$$
$$R^2 = 0.88 \quad DW = 1.94$$

Nuevamente se incluye la prueba ADF y PP a la serie de residuales y se encuentran los siguientes resultados: ADF:  $t(-2.33)$   $P(0.021)$ ; PP:  $t(-2.44)$   $P(0.016)$ ; por lo que se concluye que nuestras variables están cointegradas.

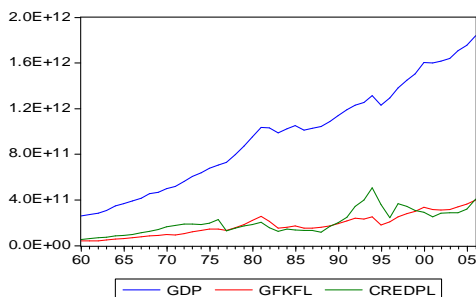
### **3.3 Crédito bancario e Inversion.**

El análisis gráfico de los datos nos permite observar el comportamiento que presentan tanto la Inversión (GFKFL) como el crédito privado bancario al sector privado de la economía (CREDL). Es claro cómo a partir de la entrada en vigor de las reformas de liberalización financiera (1990), el crédito se dispara y en el año de 1994 alcanza su máximo para después caer y cambiar de tendencia a la baja.

El crédito al sector privado en 2006, se mantenía en los mismos niveles que aquel otorgado en 1992, sin embargo, como proporción del PIB, representa menos de la mitad del que se otorgaba a principios de los noventa.

De 1960 a 1990 el crédito y la formación bruta de capital fijo parecen moverse juntos, sin embargo a partir de entonces las series toman rumbos distintos. A principios de los noventa el crédito bancario al sector privado es mayor a la inversión en capital fijo realizada en México, pero tras la crisis de 1995 ambas variables presentan una tendencia al estancamiento.

**Gráfica 27**  
**Producto Interno Bruto (GDP), Formación Bruta de Capital Fijo (GFKFL) y Crédito Bancario al Sector Privado (CREDPL) 1960-2006**



Fuente: Elaboración propia con datos de WDI, del Banco Mundial. Varios Años.

La estimación de la ecuación de inversión obtiene los siguientes resultados:

$$\begin{aligned} \text{Log I} = & c + \alpha(r) + \delta \log(C) + \Delta\text{GDP}_{-1} + \lambda D(80) - \mu D(81) - \kappa D(95) & (4) \\ \text{LGFKFL} = & -4.62 - 0.0039*IR + 0.9208*LGDP + 0.197*\text{LOG}(\text{CREDPL}) - 0.23*\text{DUMM95} + \\ & (-8.68) \quad (-3.6) \quad (28.3) \quad (5.56) \quad (-3.24) \\ & 0.17*\text{DUMM81} + 0.589*\text{RESLGFKFL1}(-1) \\ & (-3.2) \quad (3.63) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.98 \quad DW = 1.85$$

La inversión se encuentra negativamente relacionada con la tasa de interés real y positivamente relacionada con el crédito que provee el sistema bancario al sector privado, se encuentra a la vez directamente relacionado con el PIB.

El efecto neto de la tasa de interés real es muy pequeño, negativo y estadísticamente significativo. Las pruebas ADF y PP aplicadas a las series de residuales de la regresión anterior arrojaron los siguientes resultados: en la prueba ADF se obtuvo que  $U_{\text{tgfkfl}}$ :  $t(-4.347)$   $P(0.000)$ ; para la prueba PP:  $t(-4.269)$   $P(0.000)$ , por lo que se concluye nuevamente que nuestras variables están cointegradas.

En la siguiente regresión incluimos las tasas de crecimiento de nuestras variables y obtenemos los siguientes resultados:

$$\begin{aligned} D(\text{LGFKFL}) = & -0.042 + 0.0019*IR + 2.23*D(\text{LGDP}) + 0.047*D(\text{LOG}(\text{CREDPL})) - 0.15*\text{DUMM83} - \\ & (-3.43) \quad (2.49) \quad (9.37) \quad (1.35) \quad (-3.77) \\ & 0.1671*\text{DUMM95} + 0.25*\text{RESID03}(-1) \\ & (-3.38) \quad (1.58) \end{aligned}$$

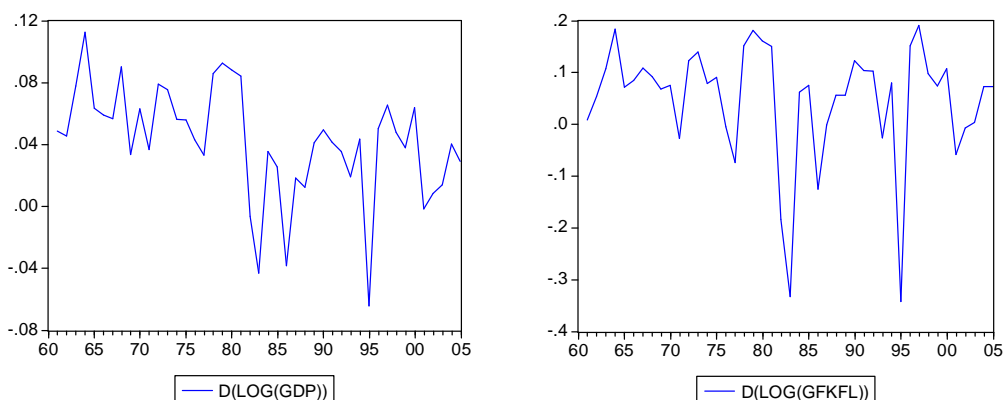
$$R^2 = 0.89 \quad DW = 2.006$$

En la última ecuación se observa un impacto muy pequeño, pero positivo y significativo de la tasa de interés real en la inversión. El impacto del crédito otorgado por el sector bancario al sector privado es positivo pero no significativo. El PIB es siempre una variable significativa y positiva y la podemos incluir, a la vez, como una variable de control (Warman y Thirlwall, 1994) para probar las relaciones entre nuestras variables seleccionadas.

### 3.4 Crédito, Inversión y Crecimiento.

Gráficamente es posible observar que las tasas de crecimiento de ambas variables mantienen una tendencia muy similar. Sin embargo, los cambios registrados en la tasa de inversión parecen ser mucho mayores que los cambios registrados en la tasa de crecimiento del PIB.

**Gráfica 28.**  
**Tasa de crecimiento del PIB (D(LOG(GDP))) y tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo (D(LOG(GFKFL))) 1960-2006**



Fuente: Elaboración propia con datos de WDI, del Banco Mundial. Varios Años.

Se encuentra una relación positiva entre el crédito otorgado por el sistema bancario y la inversión, y a pesar de que el nivel de ajuste no fue demasiado elevado, se encuentra que el crédito estaba positivamente relacionado con el ahorro financiero.

Mientras tanto, la relación entre el ahorro financiero y la tasa de interés real fue positiva, pero estadísticamente no significativa, y la relación entre la formación bruta de capital fijo y la tasa de interés real resultó ser negativa y estadísticamente significativa. El efecto neto de la tasa de interés real fue muy pequeño pero negativo.

A continuación se revisa la relación entre la tasa de crecimiento del PIB y la tasa de crecimiento de la inversión, la tasa de interés real y también incluimos la serie de residuales -que resultaron nuevamente I(0)- en nuestra regresión.

Se puede observar el impacto negativo y significativo de las tasas de interés reales en el crecimiento económico y el impacto positivo de la inversión. También introdujimos la variable del crecimiento de las exportaciones como una variable de control.

$$D(\text{LGDP}) = 0.024 - 0.000342 \cdot \text{IR} + 0.2968 \cdot D(\text{LGFKFL}) + 0.051 \cdot D(\text{LOG}(\text{XL})) + 0.400 \cdot \text{RESGDP1}(-1)$$

**(7.09)    (-1.40)            (13.13)                    (2.025)                    (2.069)**  
R<sup>2</sup> = 0.89   DW 1.76

## **Conclusión**

La tasa de crecimiento del PIB está determinada por la tasa de crecimiento de la inversión, y ésta, está, en parte, por el crédito al sector privado canalizado por el sistema bancario y éste último, también está influido por el nivel de ahorro financiero.

En este sentido, validamos la hipótesis referente a que el desarrollo financiero promueve el crecimiento del PIB. Lo que no se valida es la forma en que un país puede incrementar el ahorro financiero. No encontramos una fuerte relación entre éste y la tasa de interés real, lo que se encuentra es una relación positiva pero no significativa de las tasas de interés reales positivas en el ahorro financiero y de hecho su efecto neto (una vez comparado con su efecto en el PIB), además de negativo resulta muy pequeño. El principal determinante del ahorro (financiero e interno bruto) es el ingreso. El nivel de precios y el diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos también tienen un impacto negativo y no significativo en la determinación de los niveles de ahorro.

Las tasas de interés reales positivas no parecen tener algún impacto en el ahorro interno bruto. Considerando que el cambio de cualquier precio tiene dos efectos de acuerdo a la teoría económica, efecto sustitución y efecto ingreso, parece ser que una tasa de interés real más alta, provoca que un ahorrador no tenga incentivos para ahorrar más, sino menos, en caso de que desee mantener la misma cantidad de ingreso al final de un período. Esto es lo que hemos encontrado al analizar la economía mexicana, es decir, hemos encontrado evidencia de un efecto sustitución en el ahorro financiero, que deja al ahorro total sin cambios notables.

Por otra parte, hay evidencia robusta que apoya el hecho de que parece existir ilusión monetaria en los agentes en el sistema financiero pues el nivel de ahorro financiero resultó estar influenciado por la tasa de interés nominal de depósito, más que por la tasa de interés real propuesta por la teoría económica convencional.

## Apéndice estadístico capítulo 3.

obs	CREDPL	DEPR	DIR	DVP	GDSL	GDP	GFKFL	IR	XL
1960	53,619,387,200.0000	8.1500	1.7200		55,758,000,000.0000	260,440,000,000.0000	41,008,000,000.0000	5.2200	22,124,378,000.0000
1961	60,959,703,200.0000	8.6200	5.4740	1.1390	60,406,000,000.0000	273,460,000,000.0000	41,383,000,000.0000	8.9700	23,014,667,060.0000
1962	70,327,116,200.0000	8.7400	4.9510	0.2915	62,898,000,000.0000	286,220,000,000.0000	43,683,000,000.0000	7.1100	24,492,704,060.0000
1963	75,300,451,200.0000	8.7100	6.1200	0.4288	71,410,000,000.0000	309,420,000,000.0000	48,648,000,000.0000	9.1100	25,780,255,560.0000
1964	83,763,756,600.0000	8.5900	-0.2710	1.2330	81,005,000,000.0000	346,260,000,000.0000	58,502,000,000.0000	2.3900	26,443,183,680.0000
1965	88,316,460,000.0000	9.2000	8.0550	0.8710	91,565,000,000.0000	369,000,000,000.0000	62,877,000,000.0000	9.7500	28,183,482,000.0000
1966	97,547,563,300.0000	9.1500	3.9360	0.4611	100,270,000,000.0000	391,490,000,000.0000	68,416,000,000.0000	6.0000	29,227,468,930.0000
1967	112,479,162,200.0000	9.1500	4.8560	0.8533	101,500,000,000.0000	414,410,000,000.0000	76,267,000,000.0000	7.5400	28,464,579,670.0000
1968	127,225,543,200.0000	9.1500	6.0890	0.4783	118,380,000,000.0000	453,470,000,000.0000	83,574,000,000.0000	7.4700	31,911,137,370.0000
1969	142,857,641,400.0000	9.9300	1.5280	0.7292	111,320,000,000.0000	468,970,000,000.0000	89,494,000,000.0000	4.1700	35,351,896,540.0000
1970	164,372,286,000.0000	10.1800	2.4320	1.3030	117,110,000,000.0000	499,460,000,000.0000	96,512,000,000.0000	5.1300	38,707,650,540.0000
1971	176,954,694,400.0000	9.8600	4.1220	0.0376	117,530,000,000.0000	518,260,000,000.0000	93,872,000,000.0000	4.8200	39,596,100,520.0000
1972	189,017,691,000.0000	9.6400	2.5540	0.1886	133,030,000,000.0000	560,900,000,000.0000	106,220,000,000.0000	3.5300	45,231,536,900.0000
1973	190,596,049,600.0000	10.2800	-13.2950	4.9840	149,820,000,000.0000	604,990,000,000.0000	122,120,000,000.0000	-10.9800	50,899,623,670.0000
1974	183,720,374,600.0000	11.3600	-13.0430	8.2767	167,080,000,000.0000	639,940,000,000.0000	132,220,000,000.0000	-11.4200	53,827,913,160.0000
1975	197,105,321,700.0000	11.9700	1.2690	6.0792	165,240,000,000.0000	676,710,000,000.0000	144,720,000,000.0000	-0.1800	46,653,064,110.0000
1976	227,864,368,000.0000	9.9400	-20.9290	0.4498	178,970,000,000.0000	706,600,000,000.0000	144,090,000,000.0000	-19.9000	59,990,340,000.0000
1977	127,760,332,800.0000	10.0700	-7.9710	9.3433	180,050,000,000.0000	730,560,000,000.0000	133,770,000,000.0000	-7.5200	75,379,180,800.0000
1978	154,843,934,700.0000	10.9700	-4.0570	8.1618	200,420,000,000.0000	795,990,000,000.0000	155,610,000,000.0000	-2.1600	83,332,193,100.0000
1979	174,611,804,300.0000	15.5700	-8.9150	0.5048	225,900,000,000.0000	873,190,000,000.0000	186,560,000,000.0000	-4.8900	97,718,650,540.0000
1980	184,733,920,800.0000	22.4200	-11.1090	5.7885	241,470,000,000.0000	953,810,000,000.0000	219,090,000,000.0000	-5.4400	102,105,360,500.0000
1981	202,893,500,000.0000	28.1000	-5.5940	1.1139	273,050,000,000.0000	1,037,500,000,000.0000	254,650,000,000.0000	3.0700	107,993,375,000.0000
1982	157,835,790,000.0000	41.0500	-33.4470	21.9102	282,490,000,000.0000	1,031,000,000,000.0000	211,890,000,000.0000	-25.1800	158,062,610,000.0000
1983	124,135,392,800.0000	59.9100	-10.3590	30.2908	238,640,000,000.0000	987,710,000,000.0000	151,970,000,000.0000	-3.7800	187,684,654,200.0000
1984	144,493,846,000.0000	51.3600	-4.3580	25.6116	245,180,000,000.0000	1,023,400,000,000.0000	161,730,000,000.0000	3.6300	177,877,154,000.0000
1985	136,644,485,000.0000	57.7400	-1.0290	5.5086	243,020,000,000.0000	1,049,900,000,000.0000	174,430,000,000.0000	5.6300	161,842,085,000.0000
1986	131,688,360,000.0000	78.4300	0.3100	20.1451	184,120,000,000.0000	1,010,500,000,000.0000	153,850,000,000.0000	6.2800	175,230,805,000.0000
1987	133,034,392,000.0000	94.9600	-9.3560	32.2334	205,610,000,000.0000	1,029,200,000,000.0000	153,670,000,000.0000	-4.0600	200,673,416,000.0000
1988	115,818,994,000.0000	55.2200	12.4917	12.4917	197,530,000,000.0000	1,042,100,000,000.0000	162,550,000,000.0000	26.7400	207,669,688,000.0000
1989	168,939,622,000.0000	33.3700	22.6200	66.5719	190,900,000,000.0000	1,085,800,000,000.0000	171,900,000,000.0000	29.4400	206,269,426,000.0000
1990	199,092,416,000.0000	30.4000	4.0870	4.6984	203,880,000,000.0000	1,140,800,000,000.0000	194,460,000,000.0000	10.0000	212,200,208,000.0000
1991	248,798,250,000.0000	17.9700	3.0890	2.8238	204,900,000,000.0000	1,189,000,000,000.0000	215,830,000,000.0000	7.8890	194,579,850,000.0000
1992	345,471,914,000.0000	15.8800	2.1780	5.0563	207,260,000,000.0000	1,232,200,000,000.0000	239,230,000,000.0000	6.0380	187,762,636,000.0000
1993	398,516,888,000.0000	16.6900	3.9030	4.0722	214,460,000,000.0000	1,256,200,000,000.0000	233,180,000,000.0000	7.5230	191,545,376,000.0000
1994	507,230,910,000.0000	15.0300	5.2610	1.9696	226,460,000,000.0000	1,312,200,000,000.0000	252,750,000,000.0000	9.9830	220,305,258,000.0000
1995	359,470,566,000.0000	39.8200	8.7840	19.8208	213,450,000,000.0000	1,230,600,000,000.0000	179,440,000,000.0000	15.6350	373,634,772,000.0000
1996	242,813,274,000.0000	26.4000	-1.9280	0.4378	259,080,000,000.0000	1,293,900,000,000.0000	208,860,000,000.0000	4.3160	415,031,364,000.0000
1997	365,876,460,000.0000	16.3600	-2.8940	9.7229	296,130,000,000.0000	1,381,500,000,000.0000	252,800,000,000.0000	3.7830	418,138,605,000.0000
1998	343,947,876,000.0000	15.4500	2.3470	3.3229	298,560,000,000.0000	1,449,300,000,000.0000	278,790,000,000.0000	9.5100	444,848,142,000.0000
1999	306,860,736,000.0000	11.6000	0.9470	0.4646	317,070,000,000.0000	1,505,400,000,000.0000	300,280,000,000.0000	7.5170	462,729,852,000.0000
2000	293,870,976,000.0000	8.2600	-2.6300	5.0130	345,660,000,000.0000	1,604,800,000,000.0000	334,380,000,000.0000	4.3050	496,509,072,000.0000
2001	250,872,111,000.0000	6.2300	2.0780	2.2171	320,870,000,000.0000	1,602,300,000,000.0000	315,530,000,000.0000	6.5330	441,577,857,000.0000
2002	285,945,044,000.0000	3.7600	-1.8100	0.9404	322,820,000,000.0000	1,615,600,000,000.0000	313,520,000,000.0000	1.1730	433,352,388,000.0000
2003	287,161,224,000.0000	3.0900	-3.4000	0.3412	313,490,000,000.0000	1,638,300,000,000.0000	314,670,000,000.0000	-1.3540	455,414,634,000.0000
2004	288,314,316,000.0000	2.7000	-1.6760	0.1023	328,270,000,000.0000	1,705,800,000,000.0000	338,290,000,000.0000	-0.0040	504,302,712,000.0000
2005	320,085,012,000.0000	3.4600	0.9486	0.4957	333,880,000,000.0000	1,756,200,000,000.0000	364,090,000,000.0000	4.0280	525,349,668,000.0000
2006	406,484,252,000.0000	3.3000	1.6940	0.2585	362,060,000,000.0000	1,837,300,000,000.0000	400,380,000,000.0000	2.9310	586,061,954,000.0000

Fuente: WDI, varios años y Warman y Thilwall, apéndice estadístico (1994)

**CREDPL:** crédito bancario al sector privado (niveles)  
**DEPR:** tasa de interés de depósito  
**DIR:** diferencia entre la tasa de interés real de México y la de Estados Unidos  
**DVP:** desviación estándar de la inflación  
**GDSL:** Ahorro interno bruto en niveles  
**GDP:** PIB  
**GDKFL:** Formación bruta de capital fijo en niveles  
**IR:** tasa de interés real  
**XL:** exportaciones

## **Conclusiones Generales**

Los objetivos que se alcanzarían con la implementación de políticas de liberalización y desregulación financiera, serían: el incremento en la disponibilidad de instituciones financieras, así como de la competencia entre éstas; liberar recursos del sector público al privado, pues la eliminación de la figura del encaje legal permitiría a los bancos canalizar más recursos al sector privado y así promover la inversión y el crecimiento económico. Otro de los efectos esperados era que con la reducción de costos y de los márgenes de intermediación, la liberalización financiera provocaría un incremento en el financiamiento de las empresas vía el mercado de capitales, dada la mayor disponibilidad de instrumentos tanto públicos como privados a través de los cuales los ahorradores podrían mantener el valor de sus activos.

Sin embargo, el proceso de liberalización financiera en México, no incrementó la intermediación financiera, ni el ahorro, ni los créditos. Al eliminar el encaje legal, el gobierno quedó a expensas de recurrir a las operaciones de mercado abierto como fuente principal de financiamiento, lo cual abría una nueva fuente de ganancias para la banca comercial.

El propósito de la reforma financiera de incrementar el nivel de ahorro e inversión en la economía a través de un mayor crédito otorgado por parte de los intermediarios financieros tuvo un resultado distinto al propuesto. Por un lado, se desarrollaron nuevos instrumentos financieros y se dinamizó el mercado secundario con la compra-venta de valores gubernamentales principalmente por un segmento reducido de agentes.

Por otro lado, particularmente la fase de profundización financiera que sucedió a la etapa de desregulación no tuvo los resultados previstos por la teoría neoclásica. El diferencial de tasas de interés pasivas y activas permanece alto y el incremento en el ahorro financiero no ha estimulado la asignación de créditos al sector productivo por parte del sistema bancario, inhibiendo con ello el crecimiento económico.

La preferencia que tienen los bancos comerciales en cuanto a la tenencia de bonos gubernamentales y los muy bajos intereses que pagan a los ahorradores los convierte en agentes rentistas, lo que disminuye la disponibilidad de recursos para el público en general y resulta en que una gran parte del erario gubernamental vaya a parar a las cajas de los bancos comerciales.

El privilegio que se le otorga a la banca comercial extranjera en cuanto a la compra de títulos gubernamentales hace que obtenga una renta monopólica a costa del gasto público, inhibe el otorgamiento de créditos y el desarrollo del mercado de capitales. Dicha renta

monopólica que obtienen los bancos por la tenencia de títulos gubernamentales podría ser menor si se eliminaran las barreras que existen a la compra de los mismos. Ésta debería hacerse por medio de un intermediario que no perteneciera a los grupos bancarios privados y en la que la población en general tuviera acceso.

El precario nivel de bancarización hace que gran parte de la población no tenga acceso a servicios financieros, entendidos estos como: cuentas de ahorro y cheques, tarjetas de crédito y débito, servicios de pago, préstamos para consumo y capital de trabajo de corto plazo, préstamos de largo plazo para inversión en capital y activos fijos, hipotecas, servicios de transferencias, remesas y seguros; todo lo anterior en detrimento de la actividad productiva.

Las pequeñas y medianas empresas, así como la mayor parte de la población no tienen acceso a servicios financieros de calidad y competitivos. La internacionalización bancaria ha resultado en mercados financieros más segmentados y oligopólicos que solo son de utilidad a las grandes firmas y a la población de altos ingresos.

El racionamiento del crédito y las altas tasas de interés, así como un tipo de cambio apreciado, no desaparecieron después de liberalizar el sector financiero de la economía mexicana y dejar flotar el tipo de cambio como lo postulaban McKinnon(1973) y Shaw (1973). El crédito productivo continúa estancado, el diferencial entre tasas de interés permanece alto principalmente porque la estructura oligopólica de la banca ha hecho disminuir la tasa de interés de depósitos. Por otra parte, el tipo de cambio permanece apreciado dadas las entradas de capitales externos y la política de regulación monetaria del banco central.

La banca internacional en México no ha sido funcional al crecimiento económico. La mayoría de los préstamos se han dirigido al consumo e hipotecas, de forma similar a lo que sucedió antes de la crisis en 1994 pero con un número menor de créditos al sector productivo de la economía; situación que en el mediano y largo plazo incrementará la fragilidad financiera del país, que un contexto de restricción fiscal y monetaria, no generan condiciones de repago por parte de las familias y empresas.

Debe permitirse también a la banca de desarrollo operar como banca de primer piso y participar también en el mercado secundario de valores gubernamentales y estableciendo una tasa mínima de depósitos que reduzca el margen financiero del que se han beneficiado los bancos comerciales durante ya varios lustros y que en realidad representan un carga extra al erario público.

La banca múltiple ha creado una amplia gama de servicios por los cuales cobra y establece un mínimo rentable, es decir, un banco puede compensar pocos ingresos por intereses con la abundancia de operaciones por las cuales obtiene otro tipo de ingresos. Las operaciones de crédito o financiamiento son cada vez menos importantes en la actividad bancaria. Las diferencias entre activos y pasivos bancarios no deciden ya la viabilidad del sistema bancario pues ésta se basa cada vez más en la capacidad de prestar servicios distintos al crédito.

Las nuevas actividades del sector bancario extranjerizado y oligopólico, le permitieron obtener altos ingresos, aun sin otorgar créditos y manteniendo un enorme margen financiero.

En cuanto al mercado de valores es claro que la BMV no es funcional para el financiamiento de la mayor parte de las empresas del país. Las altas ganancias que ha obtenido en los últimos años no se han traducido en mejores oportunidades para la obtención de recursos y cada vez menos empresas son las que deciden cotizar en ella dados los altos costos que les significa mantener los requisitos y los reglamentos de información.

A pesar de que el ahorro financiero se ha incrementado como proporción del PIB, las causas de dicho aumento son cuestionables, pues la mayor parte de los recursos del sistema financiero no se mantiene en títulos privados, son más bien los bonos gubernamentales los que representan la principal inversión tanto de bancos, como de casas de bolsa, Siefos, sociedades de inversión y aseguradoras.

Debe darse un nuevo impulso a la banca de desarrollo para que promueva la creación de infraestructura, la capitalización de empresas prioritarias y financie las actividades de exportación. En este contexto no se estaría compitiendo con la banca comercial privada, puesto que se realizarían actividades que ésta ha dejado de hacer.

La banca de desarrollo tiene el potencial de funcionar como un agente activo y con participación directa en el financiamiento de la actividad productiva nacional y no sólo como banca de segundo piso y agente financiero de los tres niveles de gobierno en el país, por lo que es deseable se instrumenten los cambios legales correspondientes para permitirle competir con instituciones de banca múltiple a lo largo de todo el país pues éstas últimas en realidad no tienen interés en la prestación de este servicio fundamental para el crecimiento económico.

A este respecto vale la pena señalar que la Ley de Instituciones de Crédito (2006) establece que el Estado sí puede participar en el mercado financiero, concretamente en lo



referente a bancos comerciales, el artículo 20 dice: “las Instituciones de banca múltiple en las que el Gobierno Federal tenga control por su participación accionaria, en materia de aprobación y elaboración de presupuesto anuales, así como de administración de sueldos y prestaciones, y demás materias objeto de su regulación, sólo se sujetará a los lineamientos de la SHCP” Por su parte el Artículo 27 Bis 2 de dicha Ley establece que sólo por 6 meses (o hasta por un año) el IPAB podrá operar instituciones de banca múltiple. La derogación de este artículo daría la posibilidad al gobierno de encaminar el rumbo del sector bancario hacia el financiamiento productivo.

Debe asimismo, reactivarse la relación entre el sector financiero y el productivo. La función crediticia de la banca tanto comercial como de desarrollo y su impulso se vuelven fundamentales al igual que el financiamiento a largo plazo. Por lo tanto, un impulso al mercado de capitales y un mercado secundario que provea de liquidez y donde participen cada vez más empresas se vuelve más que necesario.

Por otra parte, en este trabajo se encuentra evidencia nueva que sugiere que la tasa de interés real no tiene un papel significativo en la determinación del ahorro financiero, por lo tanto, tasas de interés reales mayores pueden no tener un impacto positivo en el nivel de inversión, y eso es precisamente lo que se encuentra para el caso de México.

El ahorro financiero está principalmente determinado por el ingreso, es por ello que en el período de represión financiera con tasas de interés reales negativas, éste también haya crecido. El ahorro financiero también puede elevarse cuando los agentes económicos sustituyen otras formas de ahorro (como depósitos en el extranjero y activos reales) en activos financiero internos. Es por eso que el ahorro total no ha crecido como porcentaje del PIB.

La tasa de crecimiento del PIB está determinada por la tasa de crecimiento de la inversión, y ésta a su vez, determinada en parte, por el crédito al sector privado otorgado por el sistema bancario, el cual está afectado por el nivel de ahorro financiero. En este sentido, se valida la hipótesis de desarrollo financiero, es decir un mayor desarrollo y profundidad financiera propicia un crecimiento económico más rápido. Lo que no se valida es la forma en que un país puede incrementar la profundidad de su sistema financiero. No se encuentra una fuerte relación entre ahorro financiero y la tasa de interés real, se encuentra una relación positiva pero no significativa de las tasas de interés reales positivas en el ahorro financiero y de hecho su efecto neto fue negativo, aunque muy pequeño.

El principal determinante del ahorro (financiero e interno bruto) es el ingreso. El nivel de precios y el diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos también tienen un impacto negativo y no significativo en la determinación de los niveles de ahorro.

En este mismo contexto se tiene también evidencia que apoya el hecho de que parece existir ilusión monetaria en los agentes en el sistema financiero pues el nivel de ahorro financiero resultó estar influido por la tasa de interés nominal de depósito y no por la tasa de interés real como lo supone la teoría económica convencional.

Se cuenta con evidencia a favor de la teoría keynesiana, en términos de que existe un impacto negativo de las tasas de interés sobre el ahorro y uno positivo de la inflación, en línea con el motivo precaución de Keynes propiciado por el capital especulativo. Finalmente, el modelo desarrollado por Warman y Thirlwall (1994) es válido, aún tomando en cuenta nuestra medida alterna de ahorro financiero, un período de estudio más largo y una técnica distinta de corrección de errores estadísticos, por lo que los diversos estudios basados en lo establecido por dichos autores y de acuerdo con lo encontrado en la elaboración de este trabajo no pueden ponerse en duda hasta ahora.

A partir de la crisis financiera nacional de 1995 y posteriormente hacia 1997, la senda de crecimiento que toma el ahorro financiero es distinta a la del crédito bancario otorgado al sector privado. Los mayores niveles de ahorro financiero no se canalizan ya al crédito y por lo tanto dejan de impulsar de forma importante la inversión productiva.

La solución se encuentra en crear mecanismos compensatorios que vinculen al sector financiero con el sector productivo para que éste cuente con financiamiento de largo plazo, sin embargo para que esto ocurra debe limitarse la movilidad del capital financiero.

# ANEXO

En la siguiente tabla, mostramos los resultados de las pruebas Dickey Fuller aumentada (ADF) y Phillips Perron (PP) aplicadas a las series de tiempo utilizadas en nuestras regresiones. La mayor parte de las variables tiene un orden de integración de 1, es decir son I(1) sin intercepto ni constante en las pruebas al 1,5 y 10% de confianza. La tasa de interés real y el diferencial de tasas de interés reales entre México y Estados Unidos es I(0). A pesar de que el orden de integración es distinto en algunas de las variables que utilizamos, decidimos realizar nuestras estimaciones basados en los trabajos de Pesaran (2000) y Engle y Granger (2002) que muestran que se pueden encontrar resultados consistentes con este tipo de variables de distintos ordenes de integración.

Tabla A1

ADF and PP tests		ADF *	t-statistic (prob)	PP**	t-statistic (prob)
Banking credit (% GDP)	cred	I(1)	t(-7.34) P(0.000)	I(1)	t(-10.16) P(0.000)
Banking credit (levels, real terms)	credl	I(1)	t(-6.98) P(0.000)	I(1)	t(-8.22) P(0.000)
Banking credit (levels, real terms, logaritms)	lcredl	I(1)	t(-7.13) P(0.000)	I(1)	t(-9.02) P(0.000)
Banking credit to private sector (% GDP)	credp	I(1)	t(-6.64) P(0.000)	I(1)	t(-6.64) P(0.000)
Banking credit to private sector (levels, real terms)	credpl	I(1)	t(-6.62) P(0.000)	I(1)	t(-6.66) P(0.000)
Banking credit to private sector (levels, real terms, logs.)	lcredpl	I(1)	t(-6.45) P(0.000)	I(1)	t(-6.46) P(0.000)
Real interest rate diferencial between Mexico and the US	dir	I(0)	t(-4.08) P(0.000)	I(0)	t(-4.20) P(0.000)
Standard deviation of inflation (1993=100)	dvp	I(0)	t(-2.16) P(0.031)	I(0)	t(-4.05) P(0.000)
Financial Savings (M4-M1)/PIB (% GDP)	FS	I(1)	t(-5.05) P(0.000)	I(1)	t(-5.04) P(0.000)
Financial Savings (M4-M1)/PIB (levels, real terms)	fsl	I(1)	t(-4.09) P(0.000)	I(1)	t(-4.11) P(0.000)
Financial Savings (M4-M1)/PIB (levels, real terms, logs.)	lfsl	I(1)	t(-3.30) P(0.001)	I(1)	t(-3.24) P(0.002)
Real GDP (1993=100)	GDP	I(1)	t(-3.28) P(0.002)	I(1)	t(-3.21) P(0.002)
Real GDP (1993=100) (logaritms)	lgdp	I(1)	t(-2.57) P(0.011)	I(1)	t(-2.57) P(0.011)
Gross Domestic Savings (% GDP)	gds	I(1)	t(-5.85) P(0.000)	I(1)	t(-5.84) P(0.000)
Gross Domestic Savings (levels, real terms)	gdsl	I(1)	t(-2.02) P(0.042)	I(1)	t(-6.15) P(0.000)
Gross Domestic Savings (levels, real terms, logs.)	lgdsl	I(1)	t(-5.44) P(0.000)	I(1)	t(-5.73) P(0.000)
Gross fixed capital formation (% GDP)	GFKF	I(1)	t(-5.60) P(0.000)	I(1)	t(-6.05) P(0.000)
Gross fixed capital formation (levels, real terms)	GFKFL	I(1)	t(-5.35) P(0.000)	I(1)	t(-5.27) P(0.000)
Gross fixed capital formation (levels, real terms, logs.)	IGFKFL	I(1)	t(-4.84) P(0.000)	I(1)	t(-4.84) P(0.000)
Gross savings (% GDP)	gs	I(1)	t(-6.63) P(0.000)	I(1)	t(-7.43) P(0.000)
Gross savings (levels, real terms)	gsl	I(1)	t(5.53) P(0.000)	I(1)	t(-5.53) P(0.000)
Gross savings (levels, real terms, logs.)	lgsl	I(1)	t(-5.28) P(0.000)	I(1)	t(-5.38) P(0.000)
Real interest rate in Mexico	IR	I(0)	t(-3.62) P(0.000)	I(0)	t(-3.57) P(0.000)
M4 (% GDP)	M4	I(1)	t(-6.66) P(0.000)	I(1)	t(-7.60) P(0.000)
M4 (levels, real terms)	M4l	I(1)	t(-5.74) P(0.000)	I(1)	t(-5.74) P(0.000)
M4 (levels, real terms, logs.)	IM4l	I(1)	t(-4.61) P(0.000)	I(1)	t(-4.73) P(0.000)

\* All of them significative at 1%, 5% y 10=%, without trend or constant.

\*\* All of them significative at 1%, 5% y 10=%, without trend or constant.

**A1 Evolución de la propiedad institucional de la banca en México 1991-2004**

1991-1992		2004		
18	País de Origen	19	País de Origen	% de activos
Bancomer		BBVA Bancomer	España	26.22
Banamex		Banamex	Estados Unidos	22.4
Banco Internacional		HSBC	Inglaterra	9.67
Banca Serfin	México	Santander Serfin	España	14.9
Banco Mercantil del Norte		Scotiabank Inverlat	Canadá	4.99
Multibanco Comermex		Banorte	México	8.03
		Inbursa	México	4.15

Fuente: Tomao de Garrido, Celso y Prior Francisco, (2007) pp. 63

**A2**

**Estructura de Activos Productivos**

	2004
Crédito Comercial	13.10%
Crédito al Consumo	7.00%
Crédito a la Vivienda	5.40%
Crédito a Intermediarios Financieros	1.70%
Crédito a Entidades Gubernamentales	6.20%
IPAB	11.70%
Cartera de Valores (y Reportos)	46.70%
Depósitos en Otros Bancos	8.20%

Fuente: CNBV

**A3**

**Sistema Bancario. Margen Financiero**

Año	Margen Financiero m.p.	Variación Total	Distribución de la variación			Residual
			Tasa de Interés	Estructura de Activos y Pasivos	Volumen de Negocio	
2000	74,807					
2001	73,773	-1034.00	-11,271	380	7,074	2,783
2002	69,427	-4346.00	-14,648	5,337	3,107	1,858
2003	70,387	960.00	-15,590	11,954	2,420	2,176
2004	87,561	17174.00	435	7,987	7,603	1,240

Fuente: Banxico, 2004.

**A4**  
**Tasa Promedio de Interés de Algunos Productos Financieros**  
**2005**

Productos	México	Estados Unidos	Canada
<b>(%)</b>			
<b>Tasas Pasivas</b>			
Cuenta de Cheques	2.70	0.15	0.10
Depósitos a plazo	8.56	1.60	1.70
<b>Tasas Activas</b>			
Cuentas revolventes	34.50	14.90	18.40
Crédito para la vivienda	13.80	7.50	8.00
Créditos Personales	23.00	12.00	9.00
Créditos empresariales	19.00	7.88	6.50

\* Para Estados Unidos se refiere a certificados de depósito a 32 días. y en Canadá se refiere a certificados de depósito de 30 días.

Fuente: CONDUSEF, 2006.

**A5**  
**Tarjeta de Crédito**  
**Comisión anual promedio**  
**(pesos)**

EUA	204
Canadá	220
Reino Unido	55
México	540

Fuente: Condusef, 2005.

**A6**  
**Sistema Bancario. Rendimiento de Capital . ROE**  
**Promedio ponderado**

	Porcentajes
	2004
Sistema	22.00%
Bancos Grandes	24.20%
Mexicanos pequeños	14.40%
Filiales pequeñas	8.30%

Fuente. CNBV, 2004.

A7

Ingresos Anuales por Intereses de la Banca Múltiple (millones de pesos)

Institución	2000		2001		2002		2003		2004		2005	
		%		%		%		%		%		%
BBVA Bancomer	57,256	19.3	58,245	23.8	48,728	24.0	49,109	27.0	52,829	24.2	66,128	21.5
Banamex	65,709	22.2	57,215	23.4	43,110	21.2	40,332	22.1	45,548	20.9	60,182	19.6
Santander Serfin	45,829	15.5	37,708	15.4	26,846	13.2	21,288	11.7	30,735	14.1	48,128	15.6
HSBC	27,944	9.4	22,509	9.2	17,827	8.8	17,199	9.4	18,505	8.5	25,327	8.2
Banorte	20,655	7.0	18,706	7.6	21,205	10.4	20,087	11.0	24,225	11.1	33,769	11.0
Scotiabank Inverlat		0.0	10,790	4.4	10,270	5.1	10,306	5.7	11,448	5.2	16,331	5.3
Inbursa	8,557	2.9	6,717	2.7	6,823	3.4	7,322	4.0	8,387	3.8	12,376	4.0
Subtotal de 7 bancos	225,950	76.3	231,890	94.7	174,809	86.1	165,643	91.0	191,677	87.8	206,241	67.0
TOTAL	296,032	100.0	244,757	100.0	202,919	100.0	182,102	100.0	218,387	100.0	307,717	100.0
Total 7 bancos /TOTAL	76.33		94.74		86.15		90.96		87.77		67.02	

Fuente: Elaboración propia con datos de CONDUSEF, 2006.

A8

Resultados de la Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio  
al 4to Trimestre de 2007

	Total					tamaño de empresa 07				tipo de empresa 07	
	2000	2004	2005	2006	2007	P	M	G	AAA	Export.	No Export.
Fuentes de financiamiento	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Proveedores	53.8	55.5	60.2	60.6	60.5	71	57.9	54.7	35.5	59.3	62
Bancos comerciales	22.4	19.5	17.2	18.7	17.5	12.1	19	19.4	32.3	17.2	17.8
Bancos extranjeros	4.9	2.9	2.1	2.6	2.5	0.9	2	4.3	9.7	2.9	2.1
otras empresas del corporativo	12.7	14.5	13	12.2	12.3	10.7	15.5	10.1	6.5	11	13.7
bancos de desarrollo	1.9	2.6	1.7	1.5	1.7	1.9	0.8	2.2	6.5	2.6	0.7
oficina matriz	2.7	3.3	3.8	4	3.3	2.3	2	7.2	3.2	4.1	2.4
otros pasivos	1.6	1.7	1.4	0.4	2.2	0.9	2.8	2.2	6.5	2.9	1.4
Empresas que utilizaron crédito bancario	34.2	26.3	24.3	22.9	25.7	18.6	28.5	29.9	40	26.6	24.9
destino:											
capital de trabajo	60.3	62	61.7	64.5	63.3	60	65.2	64.4	60	63.7	62.7
reestructuración de pasivo	13.2	14.1	12.3	8.7	10.2	6.7	12.1	8.9	20	8.8	12
operaciones de comercio exterior	10.3	7.1	6.2	5.1	5.4	6.7	1.5	8.9	10	5.5	5.3
inversión	14.7	14.1	14.8	15.2	16.9	15.6	19.7	15.6	10	19.8	13.3
otros propósitos	1.5	2.7	5	6.5	4.2	11.1	1.5	2.2	0	2.2	6.7
Empresas que no utilizaron crédito bancario	76.1	73.7	75.7	77.1	74.3	81.4	71.5	70.1	60	73.4	75.1
Motivo:											
altas tasas de interés	35	26.6	30.7	29.1	32.7	32.4	34	27.7	50	29.9	35.8
problemas de demanda por sus productos	3.5	6.5	4.2	4.2	4.7	4.8	4.9	4.3	0	6	3.3
negativa de la banca	20.5	12.5	7.8	12.3	11.3	10.5	10.7	14.9	10	10.4	12.2
incertidumbre sobre la situación económica	16	15	12.3	11.2	12.1	11.4	13.6	10.6	10	10.4	13.8
problemas de reestructuración financiera	8	11	10.4	6.7	8.6	6.7	9.7	10.6	0	11.2	5.7
rechazo de solicitudes	9	10.8	12	11.6	11.3	16.2	6.8	10.6	10	11.2	11.4
cartera vencida	2	2.8	2.9	3.2	3.1	1.9	3.9	4.3	0	3.7	2.4
otros	5	5.7	4.9	6	5.4	6.7	4.9	4.3	10	6	4.9
otras	1	9.1	14.8	15.7	10.9	9.5	11.7	12.8	10	11.2	10.6
Empresas que otorgaron algún tipo de financiamiento	77.5	77.5	77.9	83.5	84.2	83.1	87.6	83.2	72	88.9	79.5
destino:											
clientes	82.8	74.1	75	70.2	72	77.1	72.8	66.1	57.7	70.5	74
proveedores	11.1	13.2	12.4	16.3	14.8	13.8	16.4	13.4	15.4	15.4	14
empresas del grupo	6.1	12.5	12.6	12.8	12.6	8.5	9.9	20.5	26.9	13.1	12
otros	0	0.2	0	0.7	0.5	0.5	0.9	0	0	1	0
Plazo promedio del financiamiento en días											
clientes	43	65	61	61	62	53	55	81	100	52	74
proveedores	33	67	49	51	48	41	53	40	74	46	51
empresas del grupo	50	85	81	70	87	69	72	60	276	80	98
Solicitará financiamiento en los próximos 3 meses	59.6	63.1	61.4	67.1	66.7	68.9	67.2	62.6	64	68.3	65.1

El tamaño de las empresas se determinó con base en el valor de las ventas de 1997.

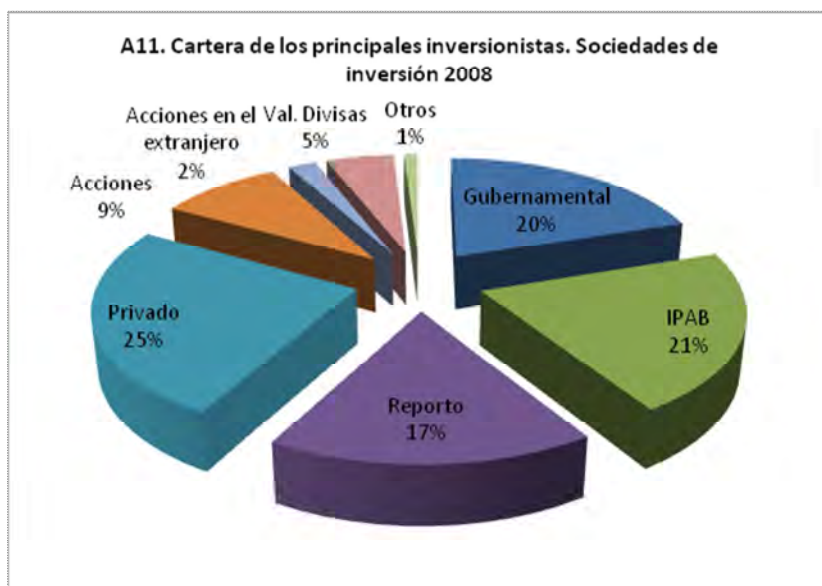
Pequeñas 1-100 millones de pesos

Medianas 101-200 millones de pesos

Grandes 501-5000

Fuente: Banxico, Informe anual varios años.

Fuente: Banxico, 2008.

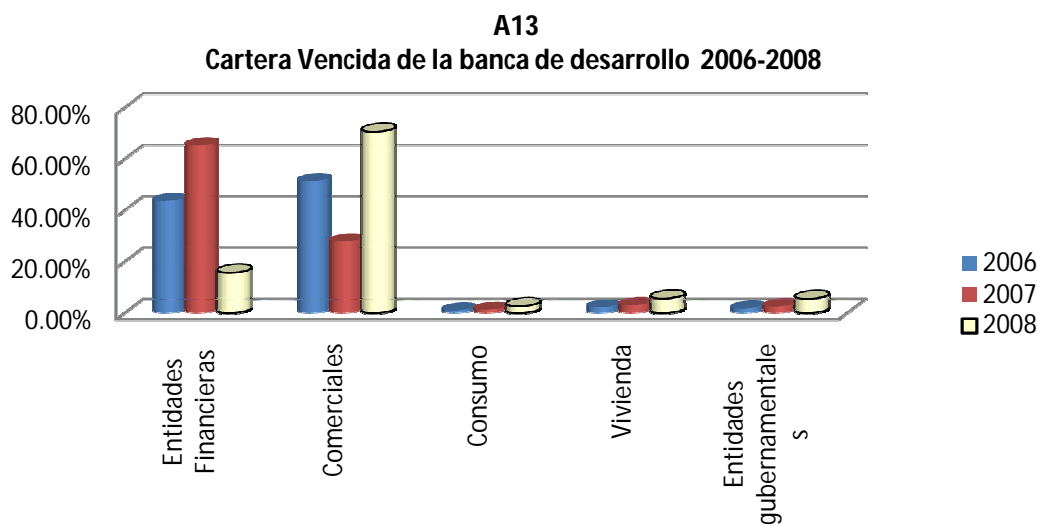


Fuente: Banxico, 2008.

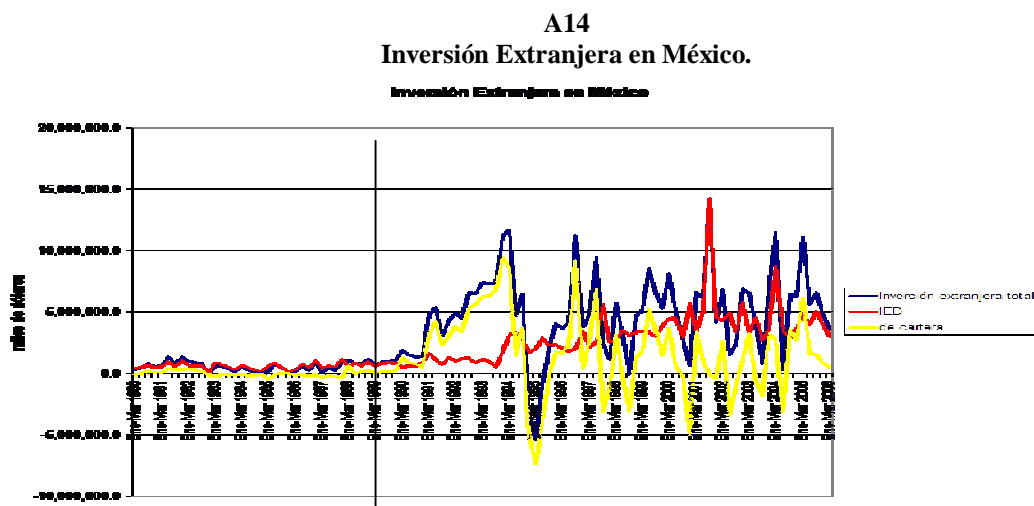




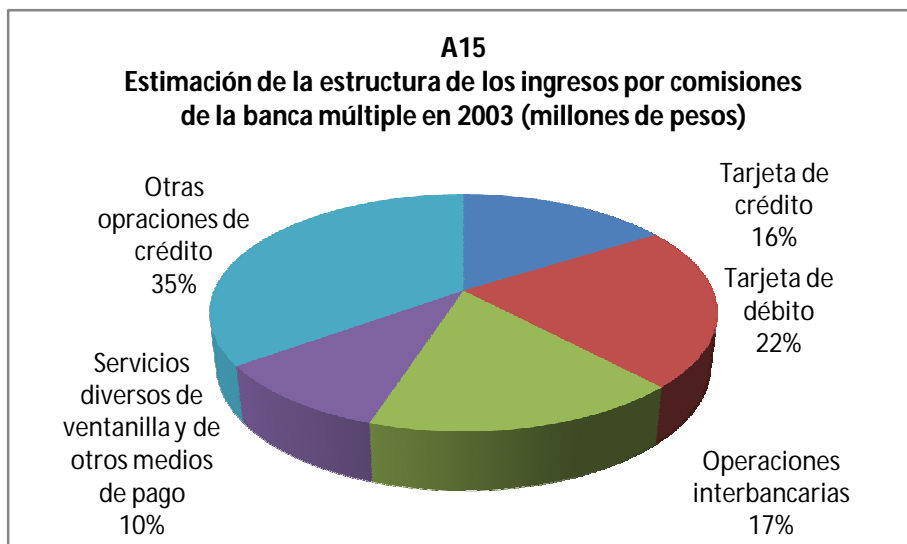
Fuente: Banxico 2008.



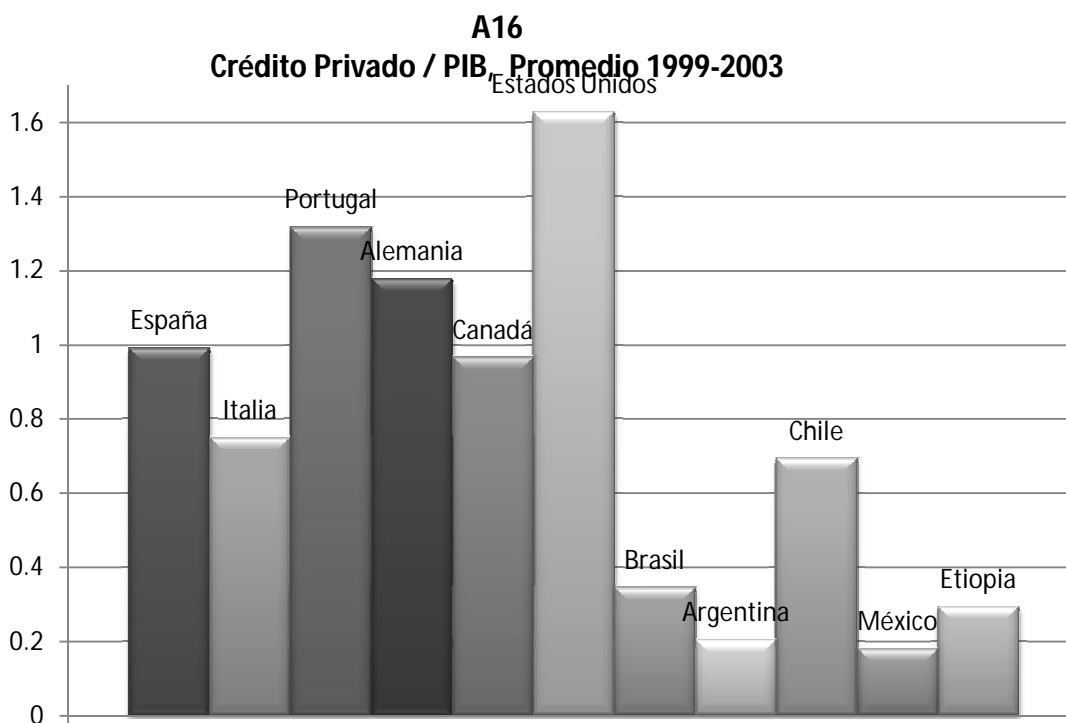
Fuente: CNBV, 2006-2008



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, 2006



Fuente: Condusef, 2004.



**A17**  
**Índice de morosidad, Banca de Desarrollo**

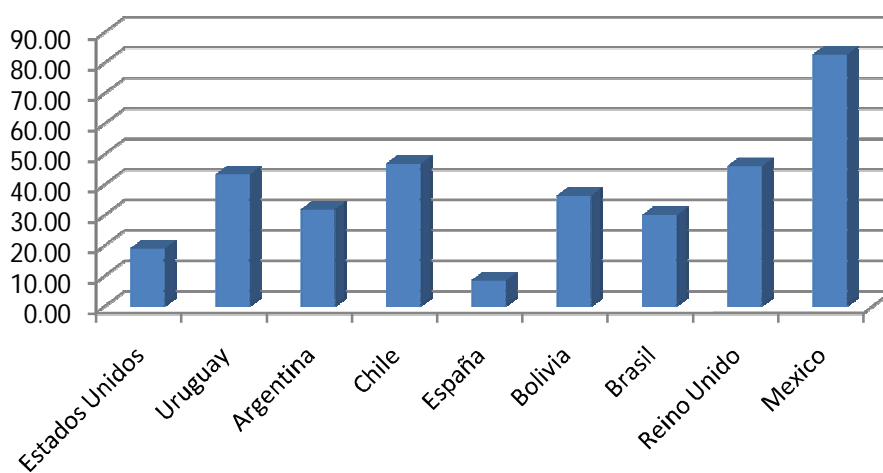
Consolidado con Fideicomisos UDIS y Subsidiarias

	2006	2007	2008
Total	2.55	2.08	0.76
<b>Nafin</b>	0.24	0.39	0.25
Banobras	1.31	0.98	0.98
Bancomext	10.48	10.92	1.69
Banjercito	0.97	0.31	0.33
Bansefi	0	0	0
Hipotecaria Federal	0.7	0.78	0.63

Nota: (1) cartera vencida/cartera de crédito total;

Fuente: CNBV.

**A18**  
**Activos bancarios propiedad de bancos extranjeros (%)**



## Bibliografía

- Arestis, P. Nissanke M, and Stein H. “Finance and Development: Policy Alternatives to Financial Liberalization”, Working Paper 377, Levy Institute, 2003.
- Arestis, P. and Asena Caner (2004), Financial liberalization and poverty: Channels of influence. Levy institute, Working paper 411.
- Arestis, Philip and Murria Glickman, (2002), “Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Minsyan Way”, Cambridge Journal of Economics, vol. 26, no. 2, pp. 237-260.
- Banco Mundial, 2005. “Broadening access to financial services among the urban population: Mexico City’s Unbanked”.
- Banco Mundial, World Development Report 1989. The World Bank 1989. Oxford University Press.
- Banco Mundial 2008. Finance for all? Policies and pitfalls in expanding Access. [www.worldbank.org/finance](http://www.worldbank.org/finance).
- Banco de Pagos Internacionales (BIS), Convergencia internacional de medidas y normas de capital, Junio de 2004, Comité de supervisión bancaria de Basilea, Suiza.
- Banxico, Informes Anuales, (1975-2009).
- Banxico, “Financial System Report”, 2007 y 2008.
- Bandiera, O; G. Caprio; P. Honohan y F. Schiantarelli, “Does Financial Reform Rise or Reduce Saving?”, The Review of Economics and Statistics, 82(2), 239–263, 2000.
- Beck, T., R. Levine and N. Loayza, 2000. “Financial Development and the Sources of Growth”, Journal of Financial Economics, 58.
- Bencivenga, V. and B. Smith, 1991, “Financial Intermediation and endogenous Growth” Review of Economic Studies, 58.
- BID, Desencadenar el Crédito. Cómo Ampliar y Estabilizar la Banca. Informe 2005. Progreso Económico y Social en América Latina, Washington DC, 2005.
- Cardero Ma. Elena, 2006, “El Sistema Monetarios Internacional en la era post Bretton Woods: crisis, contagio y desorden”, Posgrado Economía. UNAM.
- Cardim de Carvalho Fernando, “*Mr Keynes and the post keynesians. Principles of macroeconomics for a monetary production economy.*” Edward Elgar, Worcester, 1992.
- Chick, Victoria, 1992. *Money, Method and Keynes: selected essays*. St. Martin Press, USA.

- Classens, Stijn; Leaven, Luc, "Financial Dependence, Banking Sector Competition and Economic Growth" WPS3481. 2005, World Bank.
- CNBV. Boletines estadísticos de la Banca de Desarrollo, 2004-2009.
- CNBV, Boletines estadísticos de la Banca Múltiple, 2004-2009.
- Davidson, P. (1986). *Finance, funding, saving and investment*. Journal of post keynesian economics. 1986/fall. Vol IX. No. 1.
- Davidson, P. (2002), *Financial markets, Money and the real world*, Edgar Elgar. Cheltenham, UK.
- De Gregorio J. y Pablo E. Guidotti. 1993. "Financial development and economic growth: Lessons from Latin America", *European Economic Review*, 36. (April) 417-425
- De la Torre Augusto; Gozzi Juan Carlos; Schmukler Sergio. "Financial Development in Latin America. Big Issues, Limited Policy Answers", WPS 3963, World Bank.
- Demetriades, P. and Devereux (1992). "Investment and financial repression: theory and evidence from 63 LDC's", working paper 92-16, Keele University.
- Demirguc, A. and G. Degatriache, 1998, "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries", IMF, Staff papers, 45.
- Despande, Rani; Helms Brigit, Klaehn Janette; "México. Evaluación del Ahorro a Nivel Nacional", WP. 34094, 3a edición, marzo 2006.
- Eatwell, John. & Lance Taylor, *Global Finance at Risk*. The New Press. NY. 2000.
- Engle, R.F. and C.W. Granger, *Long-Run Economic Relationships. Readings in Cointegration*, Advanced Texts in Econometrics, Oxford University Press, 1991.
- Expansión. México, Junio 25, 2007. Año XXXVII, no. 968
- Flores Sánchez, Luis Aturo, 2007 "Financiamiento a través de la bolsa de valores en la estrategia de desarrollo en México", en: Calva, José Luis, *Financiamiento del crecimiento económico, Agenda para el desarrollo*. Vol. 6.
- Fry Maxwell. 1995 *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Second Edition, The Johns Hopkins University Press.
- García Páez Benjamín. *Capital Externo y Crecimiento Económico en México 1970-2005*. Facultad de economía, UNAM. Primera Edición, 2008.
- Girón, Alicia y Levy Noemí. 2005. *México: Los Bancos que Perdimos. De la desregulación a la extranjerización del sistema financiero*, IIEc, UNAM.
- Greene J. and Delano Villanueva, 1991. "Private investment in developing countries: an empirical analysis" IMF, staff papers, 38, March.

- Greenwood J. and B. Jovanovic, 1990. "Financial Development, Growth and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, 98.
- Gupta, Kanhaya, 1987, "Aggregate savings, financial intermediation and interest rate" *Review of economics and statistics*, 69 (2, May) pp, 303-311.
- Gupta Kanhaya, Lensink Robert. 1996. *Financial Liberalization and Investment*. Routledge London.
- Gurley, J. and Eduard S. Shaw. 1955. "financial aspects of economic development" *American Economic Review*, 45 (4, September): 515-538
- Honohan, P. "*Financial development, growth and poverty: how close are the links?*", Policy research working paper series 3364, World Bank, 2004.
- Huerta González Arturo, 2004. *La Economía Política del Estancamiento*. Editorial Diana, México.
- Hussein Khaled and A.P.Thirlwall. "Explaining Differences in the Domestic Savings Ratio Across Countries: A Panel Data Study". *The Journal of Development Studies*, Vol. 36, No. 1, October 1999, pp. 31-52.
- Hussein Khaled. *Finance and growth in Egypt*. University of Kent, Canterbury UK. 1999. [www.iceg.org/NE/projects/financial/growth.pdf](http://www.iceg.org/NE/projects/financial/growth.pdf)
- Kaminsky , Gracela y Carmen Reinhart. 1999. *The Twin Crises. The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*. *American Economic Review* 89(3) Junio.
- Kaminsky, Graciela and Sergio Schmukler (2003), "Short-Run Pin, Long Run Gain: The effects of financial liberalization", IMF WP. 03/34. Washington DC.
- Keynes, J.M. 1936. *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. FCE. Quinta reimpresión.
- King, R. and R. Levine, 1993. "Finance and Growth: Shumpeter Might be Right" *Quarterly Journal of Economics*, 153.
- King, R. and R. Levine, 1993, "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, 32.
- Lapavitsas, Costas, 1997. "The Political Economy of Central Banks: Agents of stability or sources of instability?". *International Papers in Political Economy*, vol 4. no. 3.
- Lensink, Robert (1996), "The allocative efficiency of the formal versus the informal financial sector." *Applied Economics Letters*, vol.3, no. 3.
- Levine, Ross. 1997. "Financial Development and Economic Growth", *Journal of Economic Literature*, vol 35, pp. 688-726.

- Levine Ross, N Loayza; and T. Beck. 1999. “Financial Intermediation and Growth. Causality and Causes”, World Bank Country Economics Department Papers 2059. Washington D.C.
- Levy Noemí, 2001. Cambios Institucionales del Sector Financiero y su Efecto Sobre el Fondo de la Inversión. México 1960-1994, UNAM. FE.
- Ley de Instituciones de Crédito. Última reforma DOF. 18-07-2006. Cámara de Diputados.
- Loayza Norman, Ranciere Romain. “Financial Development, Financial Fragility and Growth”. World Bank. CREI and Universitat Pompeu Fabra. Octubre 2004.
- Lucas, R. 1988, On the mechanics of economic development (Brookings Institution, Washington, DC)
- McKinnon, Ronald. 1973. Money and Capital in Economic Development. Washington DC. Brookings Institution Press.
- McKinnon, Ronald and Huw Phill (1997). “Credible Economic Liberalization and Overborrowing”, Papers and Proceedings, American Economic Review, vol.87, no. 2.
- Minsky, H.P. (1992). *The Financial instability hypothesis*. Levy Institute. Working Paper 74. May 1992.
- Minsky, Hyman P. (1986), Stabilizing an Unstable Economy. New Heaven: Yale University Press.
- Mkandawire T. and Charles C. Soludo. *African voices on structural adjustment*. Africa World Press 2002.
- Nyawata Obert, Graham Bird (2004) Financial Liberalisation in Southern Africa: An Assessment. Development Policy Review 22 (3) , 287–307 doi:10.1111/j.1467-7679.2004.00250.x
- Pagano Marco. Financial Markets and Growth. European economic Review 37 (1993) 613-622. North Holland.
- Pesaran, M. Hasem and Yongcheol Shin “An Autoregressive Distributed Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis” 1997. University of Cambridge, England
- Puchet, Martín. Una metodología para medir el ahorro. Revista de Economía, segunda época, vol. 3, no. 2. Uruguay, Nov. 1996
- Rajan, R and L. Zingales, 1998, “Financial Dependence and Growth”, American Economic Review 88(3).
- Redrado, Martín. *Financial intermediation through institutions or markets?* Opening address by the Governor of the central bank of Argentina at session 1 of the sixth annual

- conference 2007. “financial system and macroeconomic resilience” Brunnen, June 2007. BIS Review 72/2007.
- Robinson Joan. “The generalization of the general Theory”, in *The rate of interest and other essays*. London: Macmillan, 1952.
  - Romer, P. Capital accumulation and the theory of long-run growth. In Barro, ad. *Modern Business cycle theory* (Harvard University press, Cambridge MA)
  - Seck, D. and Yasmin H. (1993) “Financial Liberalization in Africa” *World Development*. 21(11) pp. 1867- 1890.
  - Shaw E. 1973. *Financial Deepening in Economic Development*. NY. Oxford University Press.
  - Shumpeter Joseph. *The Theory of Economic Development*. Leipzig 1912. Harvard University press 1934.
  - Solís Leopoldo. *Evolución del Sistema Financiero Mexicano Hacia los Umbrales del Siglo XXI. Siglo Veintiuno*. México 1997.
  - Stiglitz, Joseph and Andrew Weiss (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”. *American Economic Review*, vol 71, no. 3.
  - Studart, Rogeiro. “The Efficiency of Financial Systems, Liberalization and Economic Development”. *Journal of Post Keynesian Economics*. Winter, 1995, v. 9. n. 2.
  - Studart Rogeiro, 1995. *Investment Finance in Economic Development*. Routledge USA.
  - Swartz, M. (1998). *Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria*, Banxico. Serie de documentos de investigación. 9804. Octubre.
  - Thirlwall, A. P. “The mobilisation of savings for growth and development in developing countries”. Banco central de la República Dominicana, Documento de trabajo, 2004, 02. Departamento de programación monetaria e Investigación económica. Santo Domingo, Febrero de 2003.
  - Thirlwall, A.P. *Growth and Development. With special reference to developing economies*. 8<sup>th</sup> edition. Palgrave. Macmillan. England, 2006.
  - Townsend, R. y K. Ueda, 2003. “financial deepening, inequality and growth: a model-based quantitative evaluation” IMF. Working paper 03/193.
  - Warman, Fanny and A. P. Thirlwall, “Interest rates, saving, investment and growth in Mexico 1960-1990”. *the Journal of Development Studies*, vol. 30. no. 3. Abril de 1994, pp. 629-249).
  - Wray, R. *Endogenous Money: Structuralist and horizontalist*. WP, 512, The Levy institute and the University of Missouri-Kansas City. September, 2007.



## *Addendum*

### **Lecciones de la Crisis Financiera Estadounidense**

#### **Presentación**

La crisis financiera estadounidense es el resultado de una serie de desequilibrios globales que se han venido presentando desde hace algunos años y sus efectos se han resentido tanto en economías avanzadas como en países en vías de desarrollo. La coyuntura actual ha permitido darnos cuenta, una vez más, de las bondades y peligros que la innovación financiera trae consigo.

El objetivo del presente trabajo es mostrar la forma en que la innovación financiera, (inmersa en un mercado donde lo que impera es información asimétrica), es capaz de generar una serie de instrumentos que a la postre pusieron en jaque a la economía de los Estados Unidos. Se analiza además la forma en que la crisis internacional ha impactado algunas de las principales variables de la economía mexicana.

En el primer apartado se expone brevemente la forma en que la innovación financiera apoya la diversificación de riesgos y la liquidez en los mercados financieros. Más adelante se vincula a dicho proceso de innovación con lo ocurrido en el sistema financiero estadounidense, específicamente en el tema de las hipotecas. En la tercera parte se presenta el impacto que la crisis financiera ha tenido en la economía mexicana y la forma en que ésta y otras economías latinoamericanas han tratado de protegerse. En el cuarto apartado se presentan algunas de las consideraciones que en el corto plazo han propuesto las autoridades monetarias de algunos países para tratar de modificar las condiciones de la coyuntura internacional actual.

#### **1. Innovación financiera**

La crisis financiera estadounidense, iniciada en verano de 2007, estuvo precedida por un largo período de expansión crediticia. La corrección de los desequilibrios derivados de dicha expansión (como lo son el déficit fiscal y de cuenta corriente), será algo que tomará tiempo.

De acuerdo con el Banco de México (Banxico, 2008), las causas de la crisis estadounidense pueden resumirse en cinco aspectos: primero, un largo período de tasas de interés reales muy bajas y liquidez abundante, que provocaron un incremento abrupto en la demanda de activos con mayor riesgo por parte de los inversionistas. En segundo lugar, se encuentran las innovaciones financieras, las cuales facilitaron hasta cierto punto, la

segmentación y la diversificación de los riesgos financieros. Tercero, una fuerte expansión del crédito mediante la bursatilización (o titulización) de activos no sujetos a la supervisión bancaria tradicional. En cuarto lugar está el auge en el sector de bienes raíces, financiado principalmente con flujos externos de capital y, finalmente, la excesiva fragmentación en la supervisión de las entidades financieras.

Ante la actual crisis financiera global, resurgen oponentes y partidarios de la innovación financiera. Los que están a favor de ésta como Chou (2008), Levine (2007) y Hartmann (2007), argumentan que los nuevos instrumentos, las tecnologías, instituciones y mercados disminuyen los costos de transacción, hacen a los mercados más eficientes y contribuyen de esta forma al crecimiento económico.

En ese mismo sentido, Shiller (2008) asegura que fue la falta de innovación financiera y en especial lo que él llama democratización financiera, profundizó la crisis. Este autor argumenta que si el sistema financiero se hubiera encontrado más al alcance del grueso de la población, los propietarios de las viviendas cuyo precio se desplomó, habrían tenido la posibilidad de asegurar el valor de su propiedad (es decir, su precio) en una especie de mercado de futuros de viviendas, o bien, por medio de la creación de instrumentos derivados que los protegieran de ese tipo de riesgo.

Por otro lado, economistas como Kregel (2007) y Poole (2008) en la actualidad, al igual que hicieron Galbraith (1994) y Misnky (1986) en su momento, enfatizan que cierto tipo de innovaciones financieras al crear nuevos instrumentos de deuda, respaldados en mayor o menor medida por activos reales, propician inestabilidad financiera cuando las obligaciones (o deudas) alcanzan niveles altos en relación a los activos en que están denominadas y a la postre se presenta invariablemente una crisis financiera.

El desarrollo de nuevos instrumentos financieros a lo largo del tiempo ha permitido una mejor administración de riesgos financieros y ha facilitado además la planeación del consumo, la inversión y la obtención de liquidez.

La innovación es parte inherente de cualquier sistema financiero. Joan Robinson (1952) establecía que dicha innovación es producto de la demanda de instrumentos que las empresas requieren para financiar sus actividades productivas.

La innovación financiera ha permitido obtener una serie de beneficios tangibles como pueden ser las mejoras en los sistemas de pago; el incremento en la disponibilidad de la información y la disminución de los costos de transacción en los negocios, producto también de la informática. Sin embargo, este tipo de innovaciones no implican la creación o el incremento de la cantidad de deuda existente en la economía en un momento dado.

Revisemos ahora el caso de la formación de instrumentos financieros que sí implican la creación de deuda. Como es bien sabido, una función natural de los mercados financieros es el facilitar la intermediación entre ahorradores e inversionistas, así como proveer de un mercado secundario que permita obtener liquidez a los participantes del mercado. En el caso de la emisión de bonos corporativos, por ejemplo, no hay ninguna transformación de activos. Sin embargo, mediante ingeniería financiera es posible descomponer los pagos del mismo bono en sus diferentes componentes o “átomos” de riesgo.

En el caso de un *swap* de crédito descompuesto en dos partes: una con un rendimiento sin riesgo y otra que sí lo tiene, un inversionista con una gran aversión al riesgo podría comprar un bono y protegerse con un *swap*, manteniendo únicamente su exposición a la parte del *swap* con riesgo. Lo anterior, expande de forma sintética el volumen de portafolios sin riesgo, pero por otro lado se crea un mercado para aquellos agentes que prefieran comerciar con aquella parte de instrumentos que sí contengan riesgo.

Mediante este tipo de operaciones, los diferentes átomos de riesgo pueden recombinarse para facilitar la creación de nuevos productos financieros, con exposiciones de riesgo distintas y acordes a la demanda de los inversionistas que deseen adquirirlos. La ingeniería financiera facilita así la descomposición del riesgo en sus diferentes subcomponentes y hace una mezcla diferente de éstos para dar cabida a nuevos productos financieros con proporciones de riesgo variadas.

Como puede observarse, la innovación financiera permite transformar y transferir riesgos, mediante la creación de activos sintéticos cuyo propósito es satisfacer la demanda de inversionistas con distinto apetito de riesgo.

## **2. Las hipotecas *Subprime***

Los bienes raíces siempre fueron considerados como un sector donde las inversiones eran las menos riesgosas en el mercado, y el financiamiento a la vivienda, como una de las actividades menos preocupantes para el sistema financiero de la economía estadounidense. El gobierno federal de aquel país jugó un papel importante en esta percepción pues era quien proveía de un mercado secundario de hipotecas a través de la *Federal National Mortgage Association* (conocida por los estadounidenses como “*Fannie Mae*”), creada en 1938 y que compraba los derechos sobre las hipotecas a los bancos que las originaban, facilitando así el otorgamiento de nuevos créditos, brindando liquidez al mercado y disminuyendo su riesgo (Kregel, 2008).

Este sistema se modificó en 1968 a través de la creación de la *Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)* que garantizaba el pago de las hipotecas originadas bajo programas especiales de apoyo del gobierno (por ejemplo, préstamos a militares veteranos). Por su parte la *Fannie Mae*, se transformó en una corporación que apoyaba el financiamiento a la vivienda de sectores de mediano y bajo ingreso con las mismas ventajas que *Ginnie Mae* (exención de impuestos y una línea de crédito especial por parte del gobierno), pero sin una garantía formal por parte del gobierno federal. Estos cambios se llevaron a cabo con el fin de reducir el impacto de los apoyos gubernamentales a la vivienda en el déficit fiscal.

Este cambio implicó no contar más con recursos provenientes del gobierno estadounidense, por lo que se hizo necesario buscar fuentes alternativas de financiamiento que se encontraron en los recursos de los inversionistas privados. Sin embargo, esto requería la creación de bonos específicos respaldados por hipotecas promovidas a través de la “sobre-colateralización”, es decir, se crearon títulos financieros respaldados por los ingresos que se generarían por el pago de las hipotecas y que serían vendidos a inversionistas privados (instituciones financieras y compañías de seguros, por ejemplo). La creación de este tipo de instrumentos y su venta en el mercado de valores, sentó las bases para el desarrollo de los nuevos títulos financieros que jugaron un papel importante en la crisis financiera actual.

No obstante, este tipo de instrumentos a diferencia de los bonos emitidos por corporaciones privadas no son uniformes, pues cada hipoteca pertenece a una persona distinta con un historial crediticio diferente; por lo que el colateral de cada hipoteca (en este caso la vivienda) tampoco es el mismo. Los bancos convirtieron una serie de hipotecas diferenciadas en un título bursátil que pudiera ser comercializado en el mercado de valores de la misma forma que un bono corporativo.

Para que fuera posible transformar esas hipotecas en bonos bursátiles se requería tener la capacidad de predecir el monto de los incumplimientos en el pago de las mismas (esto era necesario para determinar la cantidad en que dichos bonos debían ser sobre-colateralizados y no afectar el rendimiento y la calidad de los títulos); otra de las características de estos instrumentos es que su calidad mejora a través del tiempo, pues conforme las familias pagan sus hipotecas a lo largo de los años el riesgo de incumplimiento se hace cada vez menor. Por otro lado, en el caso de presentarse períodos de continua inflación, el valor de las viviendas tiende a incrementarse lo que a su vez hace que el valor del colateral se mantenga.

Este tipo de instrumentos respaldados por el pago de hipotecas, fueron utilizados por primera vez en la década de los setenta y a finales de la década de los ochenta y noventa

sin crear problemas significativos en el sistema financiero (Kregel, 2008), ¿cómo fue posible entonces que con una experiencia de más de 30 años en el manejo de estos bonos se pusiera al sistema financiero estadounidense al borde del colapso? Parte de la respuesta se encuentra en la motivación y la forma en que dichos instrumentos se crean y evalúan. Los agentes financieros (*brokers y dealers*) encargados de colocarlos en el mercado sólo están interesados en el volumen de la transacción (pues comisiones dependen del volumen comercializado), pero la calidad de los créditos que dichos activos representan no es tomada en cuenta; esto fue así porque el objetivo de la burzatilización es, crear un bono que pueda comerciarse sin tener que evaluar su calidad (dicha evaluación es realizada por agencias calificadoras especializadas en ello). Se trataba entonces de crear un bono con cupón fijo proveniente de la gran cantidad de hipotecas diferenciadas existentes en el mercado.<sup>55</sup>

La otra parte de la respuesta se encuentra en el “Acta de Modernización Financiera” de 1999, en la cual Estados Unidos eliminaba la distinción entre bancos comerciales y bancos de inversión del sistema financiero estadounidense y que promovía la creación de compañías financieras que pudieran operar tanto en el segmento de la banca comercial como en el de la creación y operación de activos bursátiles (en este caso la burzatilización de las hipotecas), (Kregel, 2007).

Tras el colapso bursátil y escándalos en la contabilidad de empresas como *Enron*, *World Com* y *Parmalat*, entre otras, los inversionistas prefirieron trasladar sus recursos a mercados mucho más seguros, es decir, al tradicional segmento de los bienes raíces.

Las hipotecas fondeadas a través de títulos burzatilizados, transfirieron la exposición al riesgo del banco que las originó a los compradores de títulos colateralizados, dejando al banco comercial sin ningún riesgo y dándole la posibilidad de buscar nuevas fuentes de ingresos sin necesidad de mayores reservas de capital. Esta nueva fuente de ingresos se encontró en el mercado hipotecario pues los nuevos grupos financieros, creados a través de la desregulación arriba descrita, tenían ahora la posibilidad de obtener ganancias tanto por el otorgamiento de un crédito hipotecario, como por su colocación en el mercado de valores, su aseguramiento, su venta, sus comisiones, etc.

Dado lo anterior, las compañías financieras se dieron cuenta de que para incrementar sus ganancias tenían que elevar la cantidad de créditos hipotecarios que otorgaban, sin embargo, el segmento de personas con la mejor calidad crediticia o “de primera” (*prime borrowers*) estaba saturado, por lo que se dieron a la tarea de encontrar nuevos acreditados “de segunda” (o *subprime borrowers*).

---

<sup>55</sup> A principios de la década de los noventa la burzatilización dejó fuera a familias de bajos ingresos, con una menor calidad crediticia y que no reunían los requerimientos de mercado para ser objeto de un préstamo hipotecario.

De esta forma, los nuevos créditos fueron otorgados a personas con una menor calificación crediticia a partir de 2003, es decir, las instituciones financieras redujeron sus estándares de crédito con el fin de obtener mayores ganancias. Se llegó al extremo de otorgar créditos a personas sin trabajo, empleo o activos, a tasas variables.<sup>56</sup> A estos nuevos acreditados se le ofrecía una baja tasa de interés inicial, pero ajustable a la tasa de mercado (más un margen) después de dos o tres años, período en el cual dichos préstamos ya no podían pagarse<sup>57</sup>.

Aunque este tipo de acreditados, de baja calidad no hicieron frente en muchas ocasiones al pago de sus hipotecas, éstas siguieron siendo utilizadas como colaterales a la bursatilización de títulos, los inversionistas continuaban comprando los bonos porque son las agencias calificadoras y no ellos, quienes tradicionalmente se dedican a la medición del riesgo que poseían dichos instrumentos. De hecho, las instituciones financieras emisoras de bonos *subprime* consultaban a las agencias calificadoras para que les orientaran en cuanto a la composición de colaterales que debía tener el instrumento a crear y éstas evaluaban la probabilidad estadística tanto de los prepagos como de los préstamos que no se devolverían. Sin embargo, las agencias calificadoras carecían de experiencia en la evaluación de instrumentos *subprime*; por lo que su análisis se hacía con base en la sobre-colateralización común y con base en la calidad crediticia de los deudores (de primera), existía entonces falta de información histórica y de conocimiento acerca del desempeño de los nuevos acreditados y de los nuevos instrumentos (de segunda).

El mercado de los instrumentos *subprime* podía continuar con su expansión únicamente si el valor de los colaterales es decir, las viviendas se elevaba, y si además se mantenían dos condiciones adicionales que fueron: un incremento en el otorgamiento de créditos hipotecarios y bajas tasas de interés (ambas presentes en este período).<sup>58</sup> Los problemas comenzaron a presentarse en 2006 cuando los incumplimientos en las amortizaciones de las hipotecas presionaron a la baja el precio de las viviendas (ver gráfica 1). Para 2007, las agencias calificadoras aceptaron que las estimaciones que otorgaron a este tipo de instrumentos habían sido demasiado optimistas, por lo que les redujeron sus

---

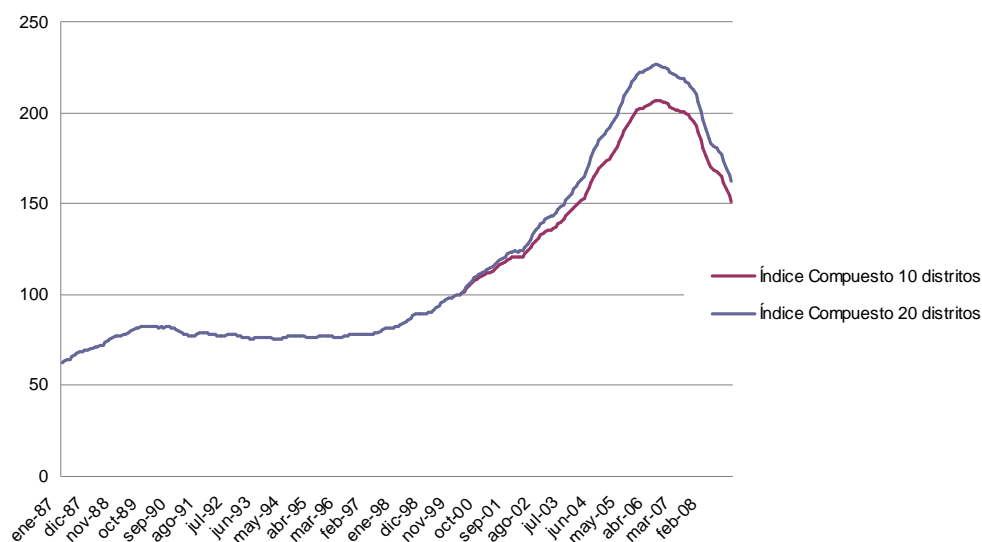
<sup>56</sup> Este tipo de créditos se denominaron *NINJA*'s pues se otorgaba a personas sin ingresos, ni empleo ni activos (en inglés *No Income, no Job nor Assets*), el banco no verificaba que lo que le informaban en la solicitud de crédito fuera cierto.

<sup>57</sup> El detonante de la crisis en los Estados Unidos fue el incremento en los índices de morosidad de los créditos hipotecarios de baja calidad (*subprime*), ante el cual los inversionistas incrementaron su aversión al riesgo (dejando de comprar activos que tenían como colateral este tipo de créditos) y ocasionando pérdidas significativas a varias instituciones financieras, encareciendo el crédito y revisando hacia la baja las expectativas de crecimiento para un número importante de países desarrollados y subdesarrollados.

<sup>58</sup> Lo que alimentó la crisis sin embargo, fue el exceso de ahorros que presionó a la baja las tasas de interés llevándola a niveles mínimos, lo que motivó a los inversionistas a buscar activos más riesgosos para obtener un retorno más alto. El exceso de recursos provino de las economías asiáticas y de China principalmente, quien decidió exportar y no importar su gran cantidad de divisas. Las altas tasas de ahorro de Japón también reforzaron este hecho junto con el de los principales países productores de petróleo. Esos recursos regresaron a Estados Unidos manteniendo bajas sus tasas de interés y ocasionando un rápido incremento del crédito que se colocó en la compra de bonos *subprime* (Bean, 2008 y Gieve, 2008).

calificaciones. Lo anterior provocó que los tenedores de cartera *subprime* la vendieran (pues eran ya consideradas como menos seguras) presionando aún más a la baja tanto el precio de las viviendas, como el de los propios títulos.

**Gráfica 1**  
**Índice de precios en la vivienda en Estados Unidos, 1987-2008**



Fuente: Infosel Financiero, 2009.

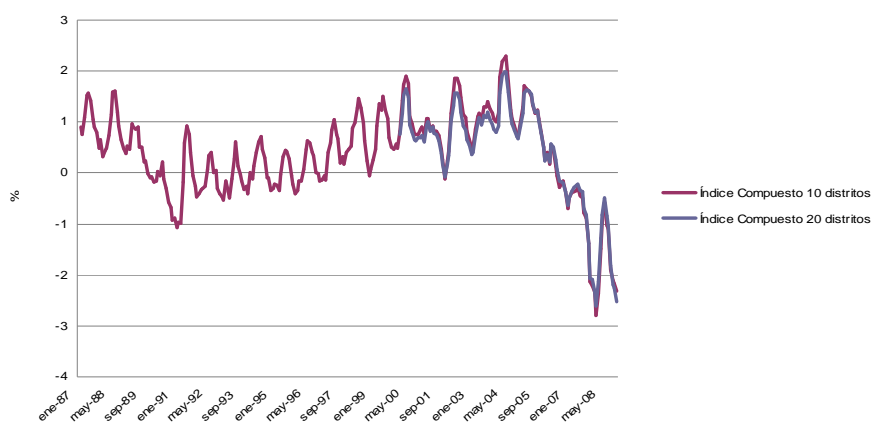
Se presentaron además algunas características de imperfección en el mercado financiero estadounidense que reforzaron su fragilidad. Ante la existencia de información incompleta, la predicción de valores estadísticamente correctos se complica y las condiciones del mercado se vuelven más riesgosas para cierto tipo de instrumentos. En el proceso de bursatilización de hipotecas es claro que se perdió información dada la separación existente entre el emisor del préstamo y el inversionista final.

Este tipo de instrumentos no brindaron la protección adecuada contra el riesgo sistémico. Muchos de los inversionistas delegaron completamente su papel de monitoreo a las agencias calificadoras quienes ante la falta de información completa se vieron obligadas a modificar sus modelos de evaluación de riesgos (Jenkinson, 2008). Gran parte de los modelos de Markowitz utilizados para medir y controlar los riesgos, hacen supuestos simplificadores en los que cuando un agente compra o vende en el mercado, pareciera que es el único que lo hace. En realidad, lo que sucede es que se encuentra comprando y vendiendo junto con un número mayor de agentes que cuentan prácticamente con la misma información y ocupan los mismos modelos estadísticos. Lo que hacen entonces no es diversificar sus riesgos sino concentrarlos (Sheng, 2008). El cálculo inadecuado de

riesgos y de calificaciones provocó una drástica disminución en la liquidez del mercado secundario.

A partir de 2007, la liquidez de los mercados interbancarios se vio reducida principalmente por la menor demanda de este tipo de activos y las “llamadas al margen” de que han sido objeto dichos valores.<sup>59</sup> En el caso de Estados Unidos, la negativa de los acreedores del *Bear Stearns* (banco de inversión) a renovar sus financiamientos obligó a la Reserva Federal a intervenirlo para impedir su insolvencia. Este apoyo ha extendido el ámbito de atención del banco central como prestamista de última instancia (pues no se trató de un banco comercial), generando además cuestionamientos sobre si en el futuro sólo deberán regularse y brindar apoyo como prestamista de última instancia a las instituciones que captan dinero del público.

**Gráfica 2**  
**Índice de precios a la vivienda en Estados Unidos**  
**(variación porcentual)**



Fuente: Infosel Financiero, 2009.

En los principales mercados financieros de Estados Unidos y Europa, la creciente incertidumbre sobre la credibilidad de las contrapartes, es decir, de los acreditados hipotecarios, ha llevado a una crisis en los mercados de corto plazo, por lo que los bancos buscan conservar su liquidez y no les es atractivo otorgar nuevos préstamos. Esta restricción crediticia se ha expandido a mercados de más largo plazo y al mercado secundario principalmente.

<sup>59</sup> Existen operaciones financieras en las que se deben constituir garantías a favor del acreedor, éstas disminuyen el riesgo de contraparte del mismo. El monto de dichas garantías suele ser mayor que el de la operación, si el valor de las mismas disminuye, el acreedor puede solicitar colaterales adicionales (esto se conoce como llamada al margen); son peticiones de un depósito adicional en efectivo o valores para restablecer el monto inicialmente pactado (Banxico, 2008). En caso de que la contraparte no honre la llamada al margen, el acreedor tiene la posibilidad de vender los resguardos.



### **3. Impacto en la Economía Mexicana**

En América Latina en general y especialmente en el caso de México, la crisis se observa en un escenario de menor demanda externa para sus productos, un deterioro en los términos de intercambio y una disminución en el acceso al financiamiento internacional. La incertidumbre tanto interna como externa afecta las expectativas de los agentes, reduciendo la inversión y el crecimiento económico, perjudicando además los niveles de empleo y consumo de la población.

El impacto inicial de la crisis fue menor en las economías emergentes, sin embargo, sus efectos se han ido profundizando y han frenado el crecimiento económico y la generación de empleos. Mediante los canales real y financiero la crisis se ha propagado al resto de los países. En cuanto al primer canal, una de las principales fuentes de contagio hacia los países en vías de desarrollo se encuentra en el encarecimiento y el racionamiento del financiamiento externo tanto para empresas como gobiernos, así como en el incremento de los depósitos y préstamos de los bancos subsidiarias a sus oficinas matrices (Sidaoui, 2008).

La duración e intensidad de la desaceleración económica dependerá, entre otras cosas, de la rapidez con la que los grandes bancos internacionales logren mejorar sus finanzas y puedan otorgar crédito nuevamente. Lo anterior requiere que dichas instituciones reconozcan sus pérdidas y se recapitalicen.

Dada la rentabilidad de los bancos establecidos en México y la importancia de las utilidades que aquí obtienen, no se vislumbra una marcada contracción de los préstamos, pero sí un encarecimiento de los mismos, a pesar de que las tasas de interés internas hayan disminuido.

Otra de las vías por las que el canal financiero puede contagiar a la economía mexicana se encuentra en las posibles pérdidas que las instituciones financieras internas sufrirían por haber invertido en hipotecas *subprime*. Sin embargo, en el caso de México y de acuerdo al Banxico (2008), la exposición de los bancos establecidos en el país a los riesgos asociados a este tipo de instrumentos fue prácticamente nula.

Si los bancos en México son filiales de los bancos de países desarrollados que actualmente enfrentan problemas por la inversión que realizaron en instrumentos *subprime* estadounidenses, ¿por qué éstos no enfrentan una situación similar al de sus casas matrices? Parte de la respuesta se encuentra en el escaso desarrollo del mercado secundario, así como en la participación estatal en el sistema hipotecario, que han hecho

que la burzatilización de hipotecas no se haya extendido de la forma en que ocurrió en Estados Unidos.

En México la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) garantiza (bajo ciertos criterios de selección y calidad) la mayor parte de las hipotecas. Establece garantías para los prestatarios al transformar los pagos en UDIS y en múltiplos del salario mínimo (asumiendo los riesgos de que el aumento en las UDIS sea superior al del salario mínimo<sup>60</sup> (Zanforlin *et al.*, 2008).

A fin de calificarse al apoyo de la SHF las hipotecas tienen que originarse siguiendo ciertos coeficientes de deuda a ingresos, coeficientes de préstamo a valor, tipo de propiedad y requisitos de información. Lo que ha contribuido a la estandarización de los productos hipotecarios. Las titulaciones hipotecarias a través de fideicomisos llevan poco más de un mes en concluirse.

Cabe recordar que en el caso de México, la necesidad de recapitalizar a los bancos después de la severidad de diversas crisis financieras (1982 y 1995 principalmente), forzó a abrir el sector financiero a la inversión extranjera. Se esperaba que con la entrada de actores internacionales se presentaran avances en eficiencia, tecnología y administración de riesgos.<sup>61</sup>

Los bancos en los países en desarrollo se han vuelto más rentables, México, Indonesia y Brasil son prueba de ello.<sup>62</sup> El rendimiento por acción contrasta con lo que ocurre con los bancos en los países desarrollados, lo que a su vez refleja un mayor nivel de endeudamiento en estos últimos.

Entre los bancos de los países desarrollados y sus filiales en países en vías de desarrollo, existe también un gran diferencial en el margen financiero, el cual se ha mantenido alto aun después de que se esperaba que con el establecimiento y adquisiciones de bancos extranjeros en territorio nacional dicho diferencial descendiera.

---

<sup>60</sup> LA SHF otorga también garantías a los prestamistas; por incumplimiento (hasta el 35% del saldo pendiente más los intereses correspondientes cuando existe un atraso por seis meses consecutivos); un seguro hipotecario (hasta del 70% del préstamo más los intereses); así como garantías financieras (hasta por el 85% del préstamo) a quienes cumplan con ciertos requisitos.

<sup>61</sup> De acuerdo con O'Dogherty (2008), los bancos extranjeros son más fácilmente supervisados pues la existencia de banqueros nacionales, generalmente con poderosas influencias; y de supervisores nacionales que son generalmente empleados gubernamentales con bajos niveles salariales, ocasiona muchas veces actos de corrupción.

<sup>62</sup> Para Subramanian (2009) la amplia participación estatal en el sector financiero (en China e India, por ejemplo) ha hecho que el impacto de la crisis *subprime* y la exposición a los bonos tóxicos por parte de las economías emergentes sea menor que en los países desarrollados.

Para James Galbraith (2008), en el sistema financiero actual un banquero sólido no es aquel que prevé peligro y lo evita; la crisis financiera ha demostrado que los banqueros al verse arruinados, deben estarlo junto con sus pares "para que nadie realmente lo pueda culpar".

Una explicación a lo anterior se encuentra en los riesgos que la región representa dada su larga historia de inestabilidad. Otra de las razones es que el subdesarrollo de los mercados financieros hace más costoso cubrir las posiciones riesgosas de los bancos externos. Las ganancias que se obtienen en la región son mayores debido a que les es rentable expandirse en un mercado donde la industria bancaria es todavía subdesarrollada (Turner, 2008).

Mientras la banca internacional se ha convertido en un ente extremadamente importante para los países en desarrollo, éstos últimos son menos importantes para los grandes bancos internacionales. Las obligaciones de los países en desarrollo representan sólo alrededor del 1% de los activos totales de los bancos internacionales estadounidenses. Sin embargo, si se consideran las utilidades, éstas son mucho mayores en los países atrasados que las que los mismos bancos obtienen en sus países de origen.

México seguido por Chile y El Salvador, son los tres países latinoamericanos donde los bancos internacionales se han convertido en los protagonistas del sistema financiero por medio un pequeño número de grandes adquisiciones (Powell, 2008). Por otro lado Argentina y Uruguay son los países de la región donde los bancos extranjeros han ido perdiendo participación en el sistema financiero local.

Los bancos internacionales generalmente desean mantener unidades riesgosas en la periferia con el mínimo de capital posible para respaldarlos. La periferia acepta el establecimiento de este tipo de unidades pues a pesar de lo anterior resultan importantes para su desempeño. Las calificaciones de los bancos subsidiarios son usualmente menores que las de las matrices. Lo anterior hace que las decisiones del banco principal sean las mejores para el grupo pero no para la subsidiaria.

Cuando la subsidiaria es relativamente grande para el país receptor, las decisiones tomadas por el banco principal pueden tener repercusiones importantes para la subsidiaria. En estos casos la estructura de propiedad de la subsidiaria y las prácticas de gobierno corporativo se vuelven importantes para las autoridades internas. Las ligas corporativas entre las matrices y sus subsidiarias hacen que la ocurrencia de eventos en cualquiera de los países afecte a cada uno. El costo de los fondos de las subsidiarias se ha elevado debido a que las calificaciones crediticias de las matrices han disminuido, lo que ha tenido como consecuencia que las subsidiarias establecidas en países emergentes provean de liquidez a sus matrices en países desarrollados (O'Dogherty, 2008).

Los problemas que puedan presentarse tanto en los bancos matrices como en la periferia ocasionan problemas relacionados con la provisión de liquidez por parte de las autoridades de ambas regiones. En principio, los supervisores de cada país deben

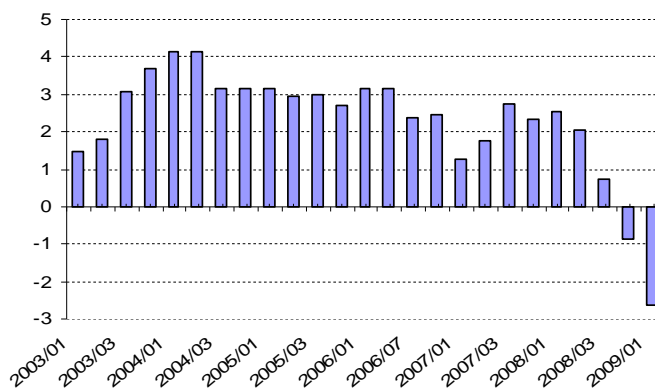
encargarse sólo de las instituciones de su jurisdicción. Las provisiones de liquidez del Banco Central a los bancos en problemas son algo establecido en las leyes de casi todos los países, sin embargo, existe la posibilidad de que las autoridades puedan rehusarse a otorgar liquidez a un banco cuando sus decisiones de negocio y de administración de riesgo fueron tomadas en el extranjero por la oficina matriz.

Los supervisores gubernamentales de los países desarrollados no venían muy atractivo apoyar a pequeñas subsidiarias extranjeras, a pesar de que sean consideradas como grandes bancos en los países en desarrollo, pues las autoridades de los países donde se localizan las subsidiarias encontrarían políticamente complicado usar recursos públicos para ayudar a bancos propiedad de extranjeros (O'Dogherty, 2008).

De acuerdo con Sidaoui (2008), la banca comercial en los países emergentes goza de mayores beneficios y oportunidades de ganancia que sus contrapartes en países desarrollados. Por lo que los bancos establecidos en países en desarrollo se concentran en sus propios mercados y no procuran optimizar su rentabilidad a través de inversiones en mercados externos. Los bancos globales tienden a concentrar el riesgo de sus subsidiarias en los mismos mercados donde se encuentran establecidas, lo que previno que sus establecimientos en mercados emergentes invirtieran en instrumentos *subprime* estadounidenses.

En lo que se refiere al canal real de transmisión de la crisis, se puede observar que una menor tasa de crecimiento en los Estados Unidos genera una desaceleración en el crecimiento económico de sus principales socios comerciales, y muy marcadamente en el caso de México.<sup>63</sup>

**EUA: Producto Interno Bruto 2003-2009**  
(Variación % con respecto al mismo trimestre del año anterior)



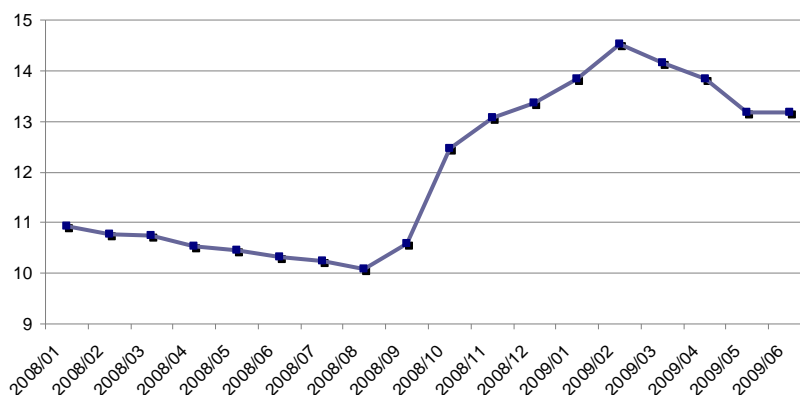
Fuente: Federal Reserve Bank of Dallas 2009.

<sup>63</sup> Banco de México (Banxico). *Reporte Sobre el Sistema Financiero 2007*, Ciudad de México, 2008.

El ajuste en los precios relativos y en los tipos de cambio también ha perturbado la vulnerabilidad y la volatilidad en la región. Tanto México, como Brasil, Argentina y Chile vieron caer el valor de su moneda en cerca del 40% a diciembre de 2008.

La menor entrada de divisas al país, aunada a una mayor inflación y las expectativas de una más prolongada recesión de la economía estadounidense han presionado sobre el tipo de cambio. En cinco meses, el peso mexicano había registrado una devaluación frente al dólar de 44.8% (el 4 de agosto de 2008 se situó en un nivel de 9.8 pesos por dólar, mientras que para el 15 de enero de 2009 la paridad era ya de 14.3 pesos por dólar, CEFP, 2009). El promedio de agosto de 2008 a junio de 2009 el tipo de cambio había presentado una depreciación con respecto al dólar de cerca del 23.4 por ciento.

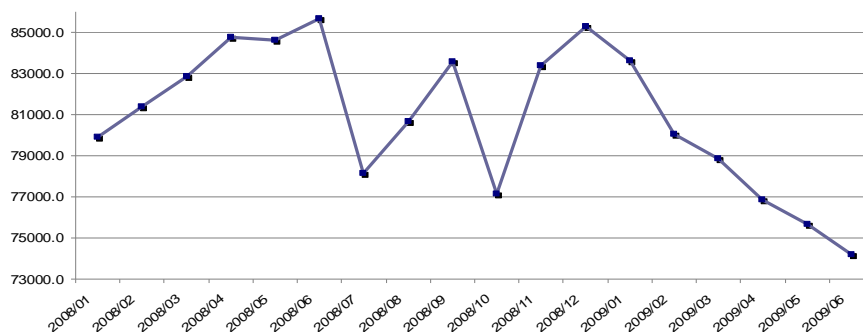
**Tipo de cambio. Cotizaciones promedio del mes (venta)**



Fuente: Banxico, 2009.

El Banco de México se ha visto en la necesidad de intervenir en el mercado cambiario para evitar que la caída en el valor del peso fuera más pronunciada. Hasta junio de 2009 el monto de reservas internacionales había disminuido en 11 mil 92 millones de dólares, es decir, cerca del 13.01% con respecto a diciembre de 2008.

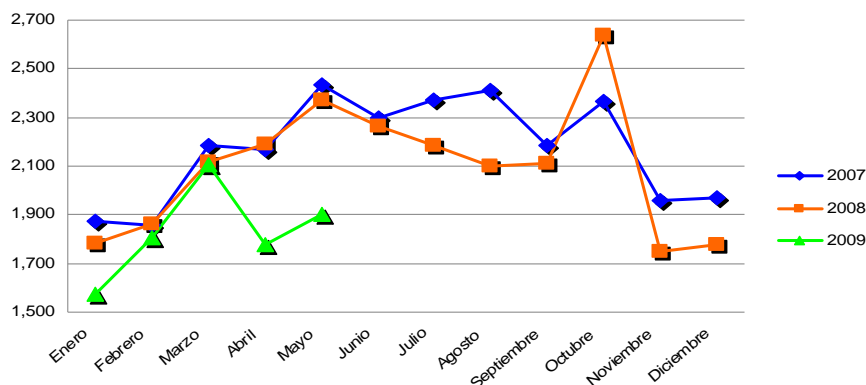
**Cuadro 2**  
**Reservas Internacionales**  
**(millones de pesos)**



Fuente: Banxico, 2009.

Se espera que en conjunto, las economías avanzadas presenten una contracción económica del orden del 0.3% para 2009; en Estados Unidos, la expectativa es de una caída de alrededor del 0.7%<sup>64</sup>, provocando una elevación en su tasa de desempleo y afectando con ello el envío de remesas a nuestro país.<sup>65</sup> En este sentido, cabe destacar que para mayo de 2009, el monto de remesas que los trabajadores emigrantes mexicanos enviaron al país ascendió a los 1,900.1 millones de dólares, es decir, 19.9% menos que en el mismo mes de 2008.

**Gráfica 3**  
**México, remesas totales**  
**(millones de dólares)**



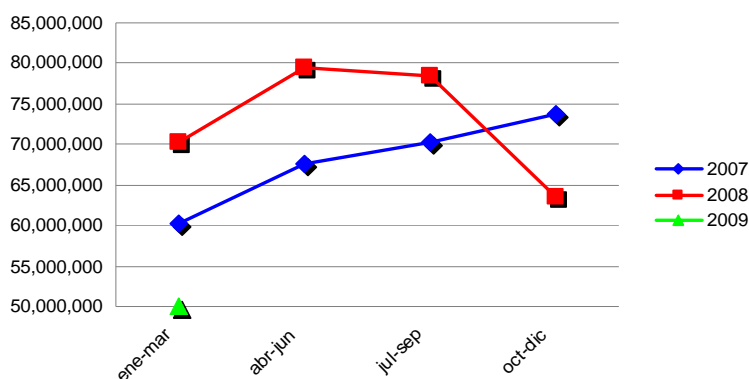
Fuente: BANXICO, 2009.

<sup>64</sup> CEFP. La Crisis Financiera de Estados Unidos y su Impacto en México. Cámara de Diputados, México 2009.

<sup>65</sup> La crisis financiera actual afecta a un gran número de sectores, como el de la construcción, despachos jurídicos, seguros, mudanzas, tiendas departamentales, etc., reduciendo además el crecimiento económico y el empleo por varios años. Ante tal situación los bancos han restringido el crédito que otorgan tanto para consumo como el hipotecario, limitando así una posible recuperación de la economía.

La disminución de la actividad económica de Estados Unidos impacta en la demanda agregada del mismo, lo cual a su vez tiene una inmediata repercusión en la economía mexicana, derivado del estrecho vínculo que existe entre estos países. Como consecuencia de lo anterior, destaca el hecho de que, al primer trimestre de 2009 las exportaciones mexicanas presentaron una caída del orden del 28.3% con respecto al mismo período del año anterior.

**Gráfica 4**  
Exportaciones totales de México  
(millones de dólares)



Fuente: Banxico, 2009.

Para el cuarto trimestre de 2008, la caída en el PIB nacional de México fue del 1.6%, promediando en 1.4% la tasa de crecimiento económico en ese mismo año. Por otro lado, para el primer trimestre de 2009 la caída del producto en México fue del 8.22%, la más pronunciada desde la crisis de 1995.

**Cuadro 1**  
Producto Interno Bruto trimestral  
(millones de pesos)

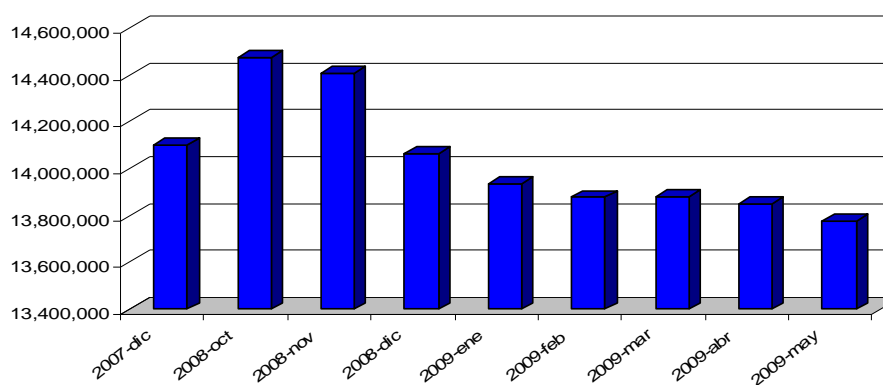
FECHA	PIB real (2003 = 100)	Tasa de crecimiento con respecto al mismo trimestre del año anterior
<b>Ene-Mar 2008</b>	8,714,636.00	2.57
<b>Abr-Jun 2008</b>	9,053,791.00	2.91
<b>Jul-Sep 2008</b>	9,009,730.00	1.70
<b>Oct-Dic 2008</b>	8,936,351.00	-1.65
<b>Ene-Mar 2009</b>	7,998,424.00	-8.22

Fuente: BANXICO, 2009.

La caída acumulada en el PIB estadounidense suma 3.3%, y se ha visto reflejada en una disminución mucho más importante en el ingreso nacional que acumula los 9.87%.

En cuanto al empleo y de acuerdo con datos del IMSS, el número de trabajadores tanto eventuales como permanentes en nuestro país fue, para mayo de 2009 de 13,774,518, lo que representa una disminución de alrededor del 4.8% con respecto octubre de 2008. Sin embargo, cabe destacar que la pérdida en el número de empleos que registra el IMSS es de 701 mil 316 empleos.

**Gráfica 5**  
**Trabajadores permanentes y eventuales en el IMSS**  
**(urbanos totales)**



Fuente: IMSS, 2009.

En general, América Latina ha implementado diferentes tipos de políticas inclinadas a reducir los efectos negativos que impone la coyuntura actual. Los gobiernos de la región han impulsado medidas contracíclicas impulsando la demanda mediante estímulos al gasto público. Sin embargo, el impacto que pudiera tener el relajamiento de las políticas fiscal y monetaria se ve obstaculizado por el bajo nivel de monetización y profundidad financiera que presentan.

Si bien es cierto que ante la crisis actual el sistema financiero requiere de más liquidez y de tasas de interés más bajas, esto no garantiza que los mayores recursos se canalicen al crédito ni a un incremento en la inversión. Por lo que, se requiere una coordinación entre las políticas fiscales y monetarias impulsando y focalizando el gasto en aquellos sectores con una propensión marginal a consumir más alta y en infraestructura.<sup>66</sup>

Argentina, por ejemplo, ha provisto de liquidez adicional a su sistema financiero y ha planteando un gasto en infraestructura del orden de los 33,300 millones de dólares para

<sup>66</sup> CEPAL. La relación de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de enero de 2009. Santiago de Chile 2009.



este 2009. Asimismo, la reforma al sistema de pensiones transferirá al sector público activos por alrededor del 10% del PIB. Se han impulsado además medidas de restricción a las importaciones para proteger a sectores como el textil, calzado, metalurgia y línea blanca, considerados como sensibles en la industria argentina. En cuanto a la banca, el capital medido según sus normativas prudenciales alcanza cerca del 16.6% de los activos ponderados por riesgo, superando los mínimos recomendados internacionalmente<sup>67</sup>.

Por su parte, Brasil ha puesto a disposición de sus empresas cerca de 20,000 millones de dólares para refinanciar sus deudas; ha reducido impuestos y ampliado el plazo para el pago de los mismos; impulsa la compra de vehículos automotores nuevos y planea gastar 2,500 millones de dólares en infraestructura. También ha incluido en su plan de acción la imposición de barreras no arancelarias mediante el uso de licencias de importación en sectores como el trigo, el plástico, el cobre, el aluminio, los bienes de capital y los autotransportes en general.

Chile ha disminuido su tasa de interés de referencia en 100 puntos base (de 8.25 a 7.25 por ciento) y planea gastar en infraestructura cerca de 7,000 millones de dólares. Tiene previsto además incrementar las obras de riego y vivienda en todo el país, además de facilitar los créditos a empresas exportadoras mejorando los fondos de garantía existentes.

En México se ha impulsado un incremento en la liquidez del sistema mediante la recompra de valores gubernamentales de mediano y largo plazo por un monto aproximado de 3,100 millones de dólares. Se impulsará el crédito al sector rural (cerca de 6,400 millones de dólares). En conjunto los bancos de desarrollo contarán con 9,500 millones de dólares adicionales para financiar actividades productivas. PEMEX invertirá 1,100 millones de dólares adicionales en infraestructura y se reforzarán los fondos de garantía (en 4,970 millones de dólares) para ejecutar proyectos de infraestructura con participación privada.<sup>68</sup> Asimismo se estimulará el consumo congelando los precios de las gasolinas y algunos otros productos del sector energético.

## **Consideraciones finales**

En el caso de la crisis financiera estadounidense tanto la profundidad de sus sistema financiero como la innovación (conjuntadas con una falta de experiencia en la evaluación de riesgos y la confianza excesiva en calificadoras financieras) contribuyeron a que se incrementara la fragilidad del sistema. Se cumplió tanto lo que Galbraith como Minsky

---

<sup>67</sup> Banco Central de la República Argentina (BCRA). *Boletín de Estabilidad Financiera*. Segundo semestre de 2008.

<sup>68</sup> CEPAL. *La relación de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de enero de 2009*. Santiago de Chile, 2009.

predecían, la mayor cantidad de instrumentos financieros respaldados por deuda elevaron la fragilidad del sistema y llevaron a una crisis financiera.

La crisis financiera actual tuvo su origen en diferentes frentes: escaso interés en la supervisión de información desde la banca comercial (pues los riesgos se transferirían a otros agentes); opacidad en la estructura de los activos financieros, demasiada confianza en modelos estadísticos para evaluación del riesgo; dependencia extrema de los inversionistas finales en las agencias calificadoras; búsqueda de ganancias extraordinarias en el corto plazo y la falta de regulación y supervisión por parte de las autoridades.

La transparencia en el diseño y contenido de los nuevos productos financieros mejoraría y facilitaría su monitoreo además de reducir los costos de información. Esta estandarización de productos permitiría impulsar a su vez las mejoras en la infraestructura de mercado.

Gieve (2008) considera que, el impacto del incremento de las reservas de capital de los bancos comerciales durante las fases crecientes de los ciclos, se podría utilizar en las fases donde exista crisis, como la actual.

Por lo tanto, un nuevo acuerdo de Basilea podría revisar la cantidad y las definiciones de los requerimientos de capital y redefinir el papel del Estado. En países como Inglaterra y Australia, se piensa que las reformas al sistema financiero en el corto plazo tenderían a imitar a lo que actualmente ocurre en el sistema financiero español, donde se le pide a los bancos que acumulen reservas iguales a la diferencia entre un estimado de pérdidas de largo plazo y las provisiones específicas de sus activos corrientes. Al solicitar a los bancos una mayor reserva de capital, la expansión del crédito en la fase creciente se hace más lenta.<sup>69</sup> Los flujos solicitados a los bancos de esta forma se moverían en dirección opuesta al ciclo y podrían de esta forma apoyar las políticas contracíclicas.

A diferencia de lo ocurrido en Europa y Estados Unidos, los bancos ubicados en México no mantenían en sus balances activos tóxicos del mercado hipotecario debido a que la legislación mexicana establece límites a las operaciones de los bancos con partes relacionadas (el límite es del 50% de la parte básica de su capital neto, Banxico, 2009).

Las economías emergentes que dependen en gran medida de fuentes externas para financiar su déficit de cuenta corriente, o cuya expansión haya estado basada en créditos provenientes de bancos extranjeros resultarán las más afectadas. La posibilidad de obtener financiamiento externo a costos razonables puede verse limitada tanto por la

---

<sup>69</sup> *Op.cit.*

restricción en la liquidez de las instituciones financieras externas, como por la percepción que éstas tengan del desempeño de las economías emergentes.

En el caso de México el canal de contagio ha sido principalmente el sector real. La menor actividad económica mundial, la volatilidad en el precio de las materias primas y la fuerte variación en los términos de intercambio han provocado que principalmente la actividad manufacturera del país se vea disminuida.

Cada punto porcentual de caída en el PIB de Estados Unidos se refleja en una disminución en el PIB de México 3 veces más grande. Por otra parte, por cada punto porcentual que cae del ingreso estadounidense, las exportaciones mexicanas se han visto disminuidas en casi un 11.7 por ciento.

Finalmente cabe señalar que algunas empresas mexicanas subestimaron los riesgos inherentes al sistema financiero y por lo tanto tomaron posiciones de riesgo cambiario y de tasas de interés inadecuadas. Al presentarse presiones sobre el valor del tipo de cambio se deterioró de forma importante su situación financiera. Lo anterior pone de manifiesto la necesidad de incrementar la transparencia y la oportunidad de la información que dichas empresas publican en el mercado de capitales.

## **Bibliografía**

Banco Central de Chile. *Reporte de Estabilidad Financiera*. Santiago de Chile, segundo semestre de 2008.

Banco Central de la República Argentina (BCRA). *Boletín de Estabilidad Financiera*. Segundo semestre de 2008.

Banco de Pagos Internacionales (BIS). *Convergencia internacional de medidas y normas de capital*. Comité de supervisión bancaria de Basilea, Suiza. Junio de 2004

Banco de México (Banxico). *Reporte Sobre el Sistema Financiero 2007*. Ciudad de México 2008.

Banco de México (Banxico). *Reporte sobre el sistema financiero 2008*. Ciudad de México 2009.

Bean, Charles. *Some lessons from monetary policy from the recent financial turmoil*. The Bank of England. Remarks at Conference on Globalisation, inflation and monetary policy. Istanbul, 2008.

Chou, Y. *Modeling Financial Innovation and Economic Growth: Why the financial sector matters for real economy?* Journal of economic education. The Paul Merage School of Business. University of California. Irvine. March 2008.

CEFP. *La Crisis Financiera de Estados Unidos y su Impacto en México*. Cámara de Diputados, México 2009.

CEPAL. *La relación de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 30 de enero de 2009*. Santiago de Chile 2009.

Galbraith, John Kenneth . *A Short History of Financial Euphoria*, Penguin USA 1994.

Galbraith, J. *El Colapso del Monetarismo y la Irrelevancia del Nuevo Consenso Monetario*. Instituto Levy. 2008.

Gieve, John. *Learning from the financial crisis*. The Bank of England, Europe in the world panel discussion, 2008.

Hartmann p. et al *The role of finance markets and innovation in productivity and growth in Europe*. European Central Bank. Occasional Paper Series. No. 72 September 2007.

Jenkinson, Nigel et al. *Financial Innovation: What have we learnt?* The Bank of England. To Reserve Bank of Australia conference on lesson from the financial turmoil. Sidney 2008.

Kregel, Jan. *The Natural Instability of Financial Markets*. The Levy Economic Institute. Diciembre de 2007. WP523

Levine, R. *Finance and the Poor*. Brown University. The Manchester School Supplement 2008. Lecture prepared for the Maxwell Fry Global Finance Lecture at Birmingham Business School, September 2007

Minsky, Hyman P. *Stabilizing an Unstable Economy*, New Heaven: Yale University Press, 1986.

O'Dogherty, P. *Comentarios a Changes in the financial services industry: foreign bank entry*. En *G20 Workshop on Competition in the Financial Sector*. Banco Central de Indonesia y Banco de México, 2008.

Poole, W. Financial innovation: Engine of growth or source of instability? Federal Reserve Bank of St. Louis. March 2008.

Powell, A. *On Foreign Bank Entry: Trends, Issues, Debates*. En *G20 Workshop on Competition in the Financial Sector*. Banco Central de Indonesia y Banco de México, 2008.

Setnance, Andrew. *The current downturn. A bust without a boom?* The Bank of England. MPR Monetary Policy and the Markets Conference. London. 2008.

Sheng, A. *The fetish of Liquidity-Liquidity, Leverage and Moral Hazard: Lessons from Asian and Subprime Crises*. En *G20 Workshop on Competition in the Financial Sector*. Banco Central de Indonesia y Banco de México, 2008.

Shiller, R. *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis happened and what to do about it*. Princeton University Press, 2008.

Sidaoui, José. *Los Efectos de la Crisis Subprime en los Mercados Emergentes*. En *Boletín del CEMLA*, abril Junio 2008.

Subramanian, A. (2009). *Why do poor nations continue to be enthralled with capitalism?* <http://rodrik.typepad.com/>

Turner, P. *Banking Consolidation in the Emerging Market Economies: Foreign and Domestic*. En *G20 Workshop on Competition in the Financial Sector*. Banco Central de Indonesia y Banco de México, 2008.

Zanforlín, Luisa y Espinoza, Marco. *Financiamiento de la vivienda y valores respaldados con hipotecas en México*. En *Monetaria*, Octubre-Diciembre de 2008.